

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FON GİDERLERİ ETKİSİ ALTINDA BİST'DEKİ FONLARIN PERFORMANS
ANALİZİ

Seher GÖREN

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mehmet UMUTLU

İZMİR, 2015

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FON GİDERLERİ ETKİSİ ALTINDA BİST'DEKİ FONLARIN
PERFORMANS ANALİZİ

Seher GÖREN

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mehmet UMUTLU

İZMİR, 2015

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZLİ YÜKSEK LİSANS TEZ JÜRİ SINAV
TUTANAĞI

ÖĞRENCİNİN		
Adı, Soyadı	: Seher Gören	
Öğrenci No	: 13300005010	
Anabilim Dalı	: ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI	
Programı	: TEZLİ YL	
Tez Sınav Tarihi	: 22/07/2015	Sınav Saati : 13:30
Tezin Başlığı: Fon Giderleri Etkisi Altında BIST'deki Fonların Performans Analizi		
Adayın kişisel çalışmasına dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek çalışma konusu gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,		
<input type="checkbox"/> BAŞARILI olduğuna (S) <input type="checkbox"/> OY BİRLİĞİ		
1 <input type="checkbox"/> EKSIK sayılması gerektiğine (I) ile karar verilmiştir.		
2 <input type="checkbox"/> BAŞARISIZ sayılmasına (F) <input type="checkbox"/> OY ÇOKLUĞU		
3 <input type="checkbox"/> Jüri toplanamadığı için sınav yapılamamıştır.		
4 <input type="checkbox"/> Öğrenci sınava gelmemiştir.		
<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :	<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :	<input type="checkbox"/> Başarılı (S) <input type="checkbox"/> Eksik (I) <input type="checkbox"/> Başarısız (F) Üye : İmza :

- 1 Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
- 2 Bu halde öğrencinin kaydı silinir.
- 3 Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.
- 4 Bu halde varsa öğrencinin mazeret belgesi Enstitü Yönetim Kurulunda görüşülür. Öğrencinin geçerli mazeretinin olmaması halinde Enstitü Yönetim Kurulu kararıyla ilişki kesilir. Mazereti geçerli sayıldığında yeni bir sınav tarihi belirlenir.

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Fon Giderleri Etkisi Altında BIST’deki Fonların Performans Analizi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

02/07/2015

Seher GÖREN

İmza

ÖNSÖZ

Bu tezin başlangıcından tamamlanmasına kadar geçen süre zarfında, yardımlarını esirgemeyen ve kıymetli bilgilerini paylaşarak bana kılavuzluk eden değerli danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Mehmet Umutlu'ya teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tezin tamamlanma aşamasında beni destekleyip her zaman yanımda olan aileme, hocalarıma ve arkadaşlarıma teşekkür ederim.



ÖZET

Yüksek Lisans

FON GİDERLERİ ETKİSİ ALTINDA BIST'DEKİ FONLARIN PERFORMANS ANALİZİ

Seher GÖREN

Yaşar Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Uluslararası Ticaret ve Finansman Yüksek Lisans Programı

Yatırım ve emeklilik fonlarına yatırım yapmak birçok avantajı da beraberinde getirmektedir. Çeşitlendirme sağlayıp riski düşürmeleri, profesyonel yönetimle piyasa öngörüsüne yol açmaları ve fonlara katılan yatırımcıların vergiden muaf olmalarını sağlamaları sebebiyle en çok tercih edilen yatırım araçları haline gelmişlerdir. Tercih edilmeleri sonucu fonların artan büyüklük ve sayıları, performanslarının ölçülme ihtiyacını doğurmaktadır. Bu çalışmada, 9 türde A Tipi, 9 türde B Tipi yatırım fonu ve bunun yanında A Tipi (toplam), B Tipi (toplam) yatırım fonları ve Emeklilik (toplam) fonlarının oluşturduğu fon gruplarının Ocak 2001 – Aralık 2011 tarihleri arasında günlük ve aylık dönemlerle performansları ölçülmüştür. Birtakım fon gruplarının, bu tarih aralığındaki bazı dönemlerde işlemde olmamaları sebebiyle, analiz edildikleri tarih aralığı daha kısadır. Fonların performansını ölçmeye yönelik diğer birçok çalışmadan farklı olarak, bu çalışma fon gruplarının net getiri oranlarının hesaplanmasında gider oranlarını da göz önünde bulundurmıştır. Fon gruplarının riskleri ile orantılı bir getiriye sahip olup olmadığı, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (SVFM) ve Fama – French üç faktör modeli kullanılarak test edilmiştir. Riske karşı düzeltilmiş performans ölçütü olan Jensen Alfa ölçütü, yukarıda bahsedilen varlık fiyatlama modellerin tahminlenmesinden elde edilmiş ve fon gruplarının anormal bir getiriye sahip olup olmadıkları test etmek için kullanılmıştır. Sonuç olarak, giderleri hesaba katılarak değerlendirilen fonların büyük çoğunluğu beklenenin aksine yüksek performans göstermemiştir.

Anahtar Kelimeler: yatırım fonları, emeklilik fonları, SVFM, Fama – French üç faktör modeli, Jensen Alfa

ABSTRACT

Master Thesis

PERFORMANCE ANALYSIS OF FUNDS IN BIST UNDER THE CONTROL OF FUND COSTS

Seher GÖREN

Yaşar University

Institute of Social Sciences

Master of Arts in International Trade and Finance

Investing in mutual and pension funds provides many advantages. Funds have become the most preferred investment instruments by virtue of reducing the risk through diversification, providing market foresight with professional management and allowing fund investors to be exempt from tax. Increases in both the size and the number of funds due to their popularity brings the need for performance measurement. In this thesis, performance of fund groups which contain 9 kinds of A Type, 9 kinds of B Type mutual funds along with A Type (total), B Type (total) mutual funds and pension (total) funds are measured at daily and monthly frequencies for the period between July 2001 and December 2011. The research period is shorter for the funds whose trading dates do not exactly match with the full research period. Different from many studies aiming to measure fund performance, this study takes into account the expense ratios in calculating the net returns of fund groups. Whether the fund groups provide return commensurate with their risk is tested by using Capital Asset Pricing Model (CAPM) and the Fama – French three factor model. Jensen Alpha which is a risk-adjusted performance measure is obtained from the aforementioned asset pricing models and is used to test whether fund groups provide abnormal return. Consequently, in contrast to the expectations a great majority of funds evaluated under the control of expenses do not display high performance.

Key Words: mutual funds, pension funds, CAPM, Fama – French three factor model, Jensen Alpha.

İÇİNDEKİLER

FON GİDERLERİ ETKİSİ ALTINDA BIST'DEKİ FONLARIN PERFORMANS ANALİZİ

TUTANAK	i
YEMİN METNİ	ii
ÖNSÖZ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
TABLolar LİSTESİ	x
KISALTMALAR	xii
1. GİRİŞ	2
2. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARI KAVRAMI	4
2.1. Yatırım Fonları.....	4
2.1.1. Yatırım Fonlarının Kapsamı.....	4
2.1.2. Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının Tarihi Gelişimi	6
2.1.3. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı ve İlkeleri	12
2.1.3.1. Yönetimde Kurucu ve Yönetici.....	13
2.1.3.2. Yönetimde Fon Kurulu ve Denetçiler	13
2.1.3.3. Yönetimde Fon Hizmet Birimi.....	13
2.1.3.4. Yönetim İlkeleri	14
2.1.4. Yatırım Fonlarının İşleyişi	15
2.1.5. Yatırım Fonlarının Tarafları	16

2.1.6. Yatırım Fonları ile Alakalı Temel Bilgi Kaynakları	17
2.1.7. Yatırım Fonlarının Seçimi ve Performans Karşılaştırılması	18
2.1.8. Yatırım Fonlarının Kurulması	19
2.1.9. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi.....	20
2.1.10. Yatırım Fonlarının Fiyatlaması.....	20
2.1.11. Yatırım Fonlarının Alınması ve Satılması	21
2.1.12. Yatırım Fonlarının Gelir ve Giderleri.....	21
2.1.13. Yatırım Fonlarının Birleşmesi, Sona Ermesi ve Tasfiyesi	22
2.1.14. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması.....	24
2.1.14.1. Tiplerine Göre Yatırım Fonları	24
2.1.14.2. Türlerine Göre Yatırım Fonları	24
2.2. Emeklilik Fonları	26
2.2.1. Emeklilik Fonları Kapsamı.....	26
2.2.2. Emeklilik Fonlarındaki Yatırım Araçları	28
2.2.3. Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonlarının Tarihi Gelişimi	29
2.2.4. Emeklilik Fonlarının Yönetim Yapısı ve İlkeleri.....	32
2.2.5. Emeklilik Fonları ile Alakalı Temel Bilgi Kaynakları.....	34
2.2.6. Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi	34
2.2.7. Emeklilik Fonlarının Denetlenmesi.....	35
2.2.8. Emeklilik Fonlarının Sona Ermesi	35
2.2.9. Türkiye’de Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması	36
3. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARI PERFORMANS ÖLÇÜMÜ İÇİN KULLANILAN VARLIK FİYATLAMA MODELLERİ	38
3.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli	38
3.2. Faktör Modelleri	41
3.2.1. Fama – French Üç Faktör Modeli	41
4. PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ VE SEÇİMİ	43
4.1. Jensen Alfa Ölçütü	43
4.2. Treynor Oranı	44
4.3. T ² Performans Ölçütü	44
4.4. Sharpe Oranı	45
4.5. M ² Performans Ölçütü	45
4.6. Sortino Oranı	46
4.7. Değerleme Oranı	46
4.8. Performans Ölçütü Seçimi.....	47

5. LİTERATÜR TARAMASI	48
5.1. Uluslararası Çalışmalar	49
5.2. Türkiye Üzerinde Yapılmış Çalışmalar	51
6. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS DEĞERLEMESİ	53
6.1. Giriş	53
6.2. Veri ve Değişkenler	55
6.3. Yöntem	59
6.3.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne göre Jensen Alfa	61
6.3.2. Fama – French Üç Faktör Modeli'ne göre Jensen Alfa	63
6.4. Bulgular	65
6.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne göre Bulgular	65
6.4.1.1. Günlük Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular	65
6.4.1.2. Aylık Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular	68
6.4.2. Fama – French Üç Faktör Modeli'ne göre Bulgular	70
6.4.2.1. Günlük Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular	70
6.4.2.2. Aylık Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular	74
6.5. Sonuç	78
7. SONUÇ	80
KAYNAKLAR	83

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil		Sayfa
Şekil 1:	Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu	40
Şekil 2:	Sermaye Piyasası Doğrusu	40



TABLolar LİSTESİ

Tablo		Sayfa
Tablo 1:	Türkiye’de Kurulan İlk Yatırım Fonlarının Kuruluş Tarihine göre Sıralaması (1987 – 1988)	9
Tablo 2:	Yatırım Fonları Sayıları ve Portföy Büyüklükleri	10
Tablo 3:	A Tipi Fonların Portföy Değerleri (Milyon TL)	11
Tablo 4:	B Tipi Fonların Portföy Değerleri (Milyon TL)	11
Tablo 5:	Yatırım Fonu Katılma Belgesi Yatırımcı Sayıları	12
Tablo 6:	Emeklilik Yatırım Fonlarının Büyüklük Dağılımı (Milyon TL)	31
Tablo 7:	Emeklilik Yatırım Fonlarının Yatırımcı Sayısı ve Portföy Değeri	31
Tablo 8:	Fonlar ve Analiz Dönemleri	56
Tablo 9:	A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük SVFM ile Performans Testi	66
Tablo 10:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Günlük SVFM ile Performans Testi	67
Tablo 11:	A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık SVFM ile Performans Testi	69
Tablo 12:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık SVFM ile Performans Testi	70
Tablo 13:	A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	71
Tablo 14:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Günlük Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	72
Tablo 15:	A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	73
Tablo 16:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Günlük Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	74
Tablo 17:	A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık Fama – French Üç Faktör	75

	(Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	
Tablo 18:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	76
Tablo 19:	A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	77
Tablo 20:	A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi	78



KISALTMALAR

BIST	Borsa İstanbul
MKEG	Minimum Kabul Edilebilir Getiri
MKPD	Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu
MV	Piyasa Değeri
SMB	Small Minus Big
SVFM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
SPD	Sermaye Piyasası Doğrusu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
HML	High Minus Low
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

1. GİRİŞ

Finansal piyasalarda, yatırımcılar yatırım yaparlarken almış oldukları belli bir risk oranı karşılığında, elde edebilecekleri en fazla getiriye sahip olmayı amaçlamaktadırlar. Bu amaçlar doğrultusunda, tasarrufları değerlendirmeye yönelik birçok yatırım stratejisi türemiştir. Söz konusu stratejilerden biri olan bireysel yatırımın bir takım dezavantajlara sahip olması, bireysel yatırımcıların farklı stratejilere yönelmesine sebep olmakta ve fon gruplarına yatırım yapmanın önemi ortaya çıkmaktadır. Öncelikle bireyin imkânı doğrultusundaki tasarrufları yeterince büyüklüğe ulaşmadığı için etkin bir şekilde çeşitlendirme yapılamamaktadır. Sınırlı sayıda menkul kıymete yatırım yapmaktansa, birçok menkul kıymetten meydana gelen bir portföye yatırım yapmak çeşitlendirmeye olanak vermekte ve böylece yatırımın risk seviyesini düşürmektedir. Bunun yanında, yatırım sürecinde piyasa öngörüsünün yapılması gerekmektedir; bu işlem de belli bilgi ve profesyonellik gerektirmektedir. Profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen yatırım ve emeklilik fonları, yatırımcılara risk ve getiri tercihlerine göre seçenek sunması açısından büyük bir avantaj sağlamaktadır. Ayrıca fon yatırımcıları, kurumlar vergisinden muaf olduğu için yatırım fonları, tüm bahsedilen avantajlar sebebiyle en çok tercih edilen yatırım araçlarından biridir.

Emeklilik ve yatırım fonları son yıllarda büyük bir gelişme göstermiş ve sayıları ve büyüklükleri oldukça artmıştır. Bu artış, alternatifler arasında tercih yapılmasını zorlaştırdığı için fonların performans analizlerinin yapılmasına daha fazla ihtiyaç duyulmaktadır. Yapılan literatür araştırmalarından anlaşıldığı kadarıyla, BIST üzerine yapılan önceki çalışmalarda fon giderleri performans ölçüm işlemine dâhil edilmemiştir. Bu çalışmada, diğer birçok çalışmadan farklı olarak, giderler fonların performans ölçümü için yapılan analizlerde ele alınmış ve fonların performansları analiz edilmiştir. Böylece fon performansları daha gerçekçi olarak hesap edilmekte ve giderler hesap edilmeden yanlı bir şekilde daha yüksek performans gösteren fonların, gerçek performansları ortaya çıkarılmaktadır.

Çalışma kapsamında, Türkiye’de faaliyet göstermekte olan 9 türde A Tipi, 9 türde B Tipi olmak üzere 18 farklı türde yatırım fonu ve ayrıca A Tipi (toplam), B Tipi (toplam) yatırım fonları ve Emeklilik (toplam) fonlarından oluşan fon gruplarının risklerine oranla anormal bir getiri sağlayıp sağlamadıkları test edilmiştir.

Bu amaçla, fon performansları Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ve Fama – French üç faktör modeli kullanılarak hesaplanmış ve sonuçların kullanılan modele göre duyarlı olup olmadığı araştırılmıştır. Performans ölçütü olarak, bu modellerin tahminlenmesi sonucu elde edilen sistematik riske karşı düzeltilmiş performansı gösteren Jensen Alfa ölçütü kullanılmıştır. Jensen Alfa ölçütünün sıfırdan farklı olup olmadığının test edilmesi ile fonların anormal bir getiriye sahip olup olmadıkları belirlenmiştir. Fon performanslarının alfa kriterine göre ayrı ayrı değerlendirilmesini sağlayan Jensen Alfa ölçütünün tercih edilmesinin en önemli sebebi, fon performanslarını riske göre düzeltilmiş olarak ölçmesidir. Bunun yanında, söz konusu ölçüt fonların birbirleriyle karşılaştırılmasından çok, belli bir kriter gere göre ayrı ayrı değerlendirilmesini sağlamaktadır. Fonlar mutlak bir ölçüte göre değerlendirilmeden birbirleriyle karşılaştırdıklarında, sadece aralarında karşılaştırılma yapılmakta ve bu durum yanlış değerlendirilmelerine sebep olabilmektedir.

Hem günlük hem aylık dönemlerde analiz edilen fon gruplarının gider verileri sadece Ocak 2001 – Aralık 2011 tarihleri arasında elde edilebilmektedir. Bu nedenle, çalışmadaki fon gruplarına ait en uzun tarih aralığı bahsedilen şekilde sınırlandırılmıştır. Bazı fon grupları belli tarihlerde işlemde olmadıkları için onların analiz edildikleri tarih aralığı daha kısa olabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nda adı geçen fonların tamamının analiz edilememesinin sebebi ise, bazı fonların ham getirisi hesaplanırken kullanılan verilerinin; bazı fonların da gider verilerinin birçoğunun eksik olmasıdır.

Analiz sonucu ortaya çıkan bulgular, kullanılan farklı varlık fiyatlama modellerine ve yatırım ufkuna bağlı olmaksızın tutarlı sonuçlar vermektedir. Buna göre, 21 fon grubu arasından 3 fon grubu hemen hemen tüm regresyon analizi sonuçlarında; 1 fon grubu da, sadece günlük dönemlerle yapılan SVFM analizi sonuçlarında pozitif anormal getiri sağlayarak yüksek performans göstermiştir. Dolayısıyla, yapılan analizlere fonların gider oranları da dâhil edildiğinde, fonların büyük çoğunluğu negatif anormal getiri sağlayarak düşük performans göstermiştir.

Çalışmanın geri kalan kısmı şu şekilde organize edilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, yatırım ve emeklilik fonları kapsamlı bir şekilde anlatılmıştır. Üçüncü bölümde, bu çalışmada kullanılan SVFM ve Fama – French üç faktör modelinin

içeriğinden bahsedilmiştir. Dördüncü bölümde, fonların performanslarının ölçümünde genel olarak kullanılan ölçütler ayrıntılarıyla izah edilmiştir. Beşinci bölümde, çeşitli fonların performans ölçümü üzerine geçmişte yapılan çalışmalar ve bu çalışmalarda kullanılan yöntemler ele alınmıştır. Altıncı bölüm, çalışmanın uygulama kısmıdır. Bu bölümde, analizler için kullanılan veri setleri ve yöntemler açıklanmış; analizlerin sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Yedinci bölümde ise, çalışmadan elde edilmiş sonuçlar değerlendirilmiştir.



2. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARI KAVRAMI

2.1. Yatırım Fonları

2.1.1. Yatırım Fonlarının Kapsamı

Finansal piyasalarda, belli bir fon veya para fazlalığı bulunan kişi ve kuruluşların varlığının yanı sıra, belli ihtiyaçlar doğrultusunda bunlara gereksinim duyan kişi ve kuruluşlar da bulunmaktadır. Böylece ortaya bir fon alışverişi ihtiyacı çıkmakta, bu alışveriş de finansal piyasalar aracılığıyla olmaktadır. Finansal piyasalar para ve sermaye piyasasından oluşmaktadır. Para piyasası, sermaye piyasasına göre vadesi daha kısa olan fon alışverişlerini kapsamaktadır. Para piyasalarında vade bir yıl ve daha azken, sermaye piyasalarında bu süre bir yıldan daha fazladır.

Sermaye piyasasında, tasarruf sahiplerinin ellerindeki birikimlerini verimli bir şekilde değerlendirmek istemesiyle bu tasarruf sahiplerinin birikimleri toplanmaktadır. Böylece risk faktörü ortaya çıkmakta ve en aza indirgenmeye çalışılmaktadır. Bu işlem yapılırken, toplanan miktarların etkin bir şekilde kullanılmak istenmesi de yatırım fonlarına olan talebin artmasında rol oynamıştır (Kırman, 1990: 5-7).

Elinde fazla parası veya fonu bulunan kuruluşlar söz konusu fon fazlalığını bir takım menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirebilmektedir. Yatırım fonları, finansal kuruluşlar yoluyla menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır.

Bireysel yatırımcıların tasarrufları belli bir havuzda toplanmakta, portföy yöneticileri ise bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırmakta ve böylece risk faktörü azaltılmaktadır. Bu süreci yöneten finansal kurumlar ise yatırım fonlarıdır (Karacabey, 1998: 28). Böylece, küçük yatırımcılar da sermaye piyasalarında rol almaktadırlar. Kısaca yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden toplanan birikimlerin, uzman kuruluşlarca değerlendirildiği yatırım araçlarıdır.

Yatırım fonlarının asıl amacı küçük tasarruf sahiplerinin yatırım yapmasına olanak sağlamak olduğu için, yatırımlara kaynak aktarım aracı veya finansman kaynağı olarak düşünülmemesi gerekmektedir. Hisse senetlerine pazar sağlasa da, küçük tasarruf sahiplerinin menfaatleri her şeyden önemlidir (Karlı, 2004: 129).

Yatırım fonları diğer yatırım araçlarına göre daha likittir. Tasarruf sahibi nakite ihtiyaç duyarsa yatırım fonunu satabilmektedir. Profesyoneller tarafından yönetildiği için piyasa koşulları altında risk ve getiri dengesi sürekli kontrol altındadır. Bu süreçte yatırım fırsatları da göz önünde bulundurulmakta ve portföy tekrar biçimlenebilmektedir. Birçok istatistiksel hesaplamalarla hangi varlıkların daha verimli bir kombinasyon oluşturacağı tahmin edilmektedir.

Yatırım fonları, bireysel yatırımcıya kıyasla profesyonel olarak yönetildiği için tasarruflar daha etkin olarak kullanılmakta ve kaynak israfı en aza indirgenmektedir. Bunun yanında, yatırım fonları finansal piyasaların gelişmesinde önemli bir rol oynayarak sermaye piyasalarındaki işlem hacminin artmasına da yardımcı olmaktadır. Risk ve vade ayarlamasını en uygun şekilde yapmakta ve fon aktarmasını da mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirmektedir. Ayrıca, gelişen ülkelerdeki yatırım fonları, büyüme gösteren firmalara da kaynak aktarmakta, uzun vadede ekonomik gelişmeye katkı sağlamaktadır (Korukoğlu, 2008: 86).

Yatırım kararı bireylerin kolayca alabildikleri bir karar değildir. Çünkü menkul kıymetlere yatırım yapmak çeşitli riskleri de beraberinde getirmektedir. Menkul kıymetlerin çeşitlerinin fazla olması bu risklerin başında gelmektedir. Ayrıca menkul kıymetlere değer biçme de oldukça karmaşık ve matematiksel bir süreç gerektirmektedir. Menkul kıymetleri ihraç eden birçok kuruluş vardır ve bu kuruluşlar hakkında gerekli bilgileri zamanında edinmek de görüldüğü kadar kolay değildir. Tüm bunların yanında, piyasa değerinin değişken olması sebebiyle bireysel olarak bazı fırsatlardan yararlanmak ve tehditlerden kaçınmak da zordur. Bu sebeple yatırım fonlarının profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilmesi büyük önem arz etmektedir.

Yatırımcıların kazanç sağlamak için yatırım fonlarına yatırım yapmalarının birçok avantajı vardır. Daha önce de belirtildiği gibi, uzman yöneticiler tarafından yönetildiği için risk yönetimi ve piyasa öngörüsü daha profesyonel yapılmaktadır. Portföy yöneticileri, yatırım fonu portföyüne büyük miktarda alım ve satımlar yapıldığı takdirde zaman ve para yönünden tasarruf sağlanacağını düşünmektedir. Küçük tasarruflarla, kazanç ihtimali yüksek olan menkul kıymetlere yatırım yapılmasına imkân vermektedir. Menkul kıymetlerle ilgili kupon, faiz gibi tahsilatlar, menkul kıymetlere değer biçilmesi ve bunların kontrol edilmesi gibi tüm işlemler

ilgili birimler tarafından yapılacağından, yatırımcılar tahsilat yapma ve vadeyi takip etme gibi işlemlerden sorumlu değildirler. Yatırım fonu portföyünde riskin en aza indirgenmesi mümkündür. Çünkü portföye dâhil edilebilecek menkul kıymetler çeşitlendirilebilmektedir. Portföyde bir değer artışı söz konusu olduğu zaman, bu artış portföy değerine günlük olarak yansıtılmaktadır. Bu sebeple, yatırımcıların fona yaptığı yatırımlar tamamen veya istekleri doğrultusunda belli bir miktarda paraya çevrilebilmektedir.

Dünya sermaye piyasalarındaki yatırımcılar özellikle bireysel olanlar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yoluyla işlem yapmayı piyasalara direk girmeye tercih etmektedirler. Bu sebeple, gün geçtikçe yatırım fonlarının önemi artmaktadır. Nitekim gelişmiş olan piyasalardaki sermaye piyasalarında yatırım fonlarının büyük bir önemi vardır. Yatırım fonlarının temel işlevi portföy yönetimidir ve tasarruf sahiplerine sabit bir getiri talep etmemesi sebebiyle de bankalardan ayrılmaktadır. Hiçbir kuruluş tarafından garanti edilmemişlerdir. Bu yüzden, her zaman yatırım riski taşımaktadırlar. Hatta bazı yatırım fonu çeşitleri diğerlerine oranla daha fazla riske sahiptirler.

2.1.2. Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının Tarihi Gelişimi

Farklı ülkelerde farklı şekilde -Amerika’da “Mutual Fund”, İngiltere’de “Unit Trust”, Almanya’da “Investmentfond”, Fransa’da “Fonds Commun de Placement”, İsviçre’de “Anglefonds”- isimlendirilen yatırım fonlarının başlangıç tarihi çok eskilere uzanmaktadır (Ural, 2010: 142). Yatırım fonunun temelleri 1822 yılında Avrupa’da Belçika Kralı I. William tarafından, “Société de Belgique” adıyla kurulmuştur. Ardından İngiltere’de devlet demir yolları hisselerinden şirketlere ödünç vermeye başlamıştır. Dolayısıyla 1800’li yılların ortalarında İngiltere’de ve buna ek olarak İskoçya’da da ilerlemeye başlamıştır. Ancak yatırım fonları ilk kez 1850’li yıllarda İngiltere’de kendini göstermiştir. 1862 – 1867 yıllarında yasal olarak meydana çıkmıştır. Hemen ardından 1868 yılında, “The Foreign and Colonial Government Trust” adı altında Londra’da bir fon kurulmuştur. Bu fon, küçük yatırımcılar için riskin azalmasını sağlayarak ortaklaşa yatırım yapmak amacı ile kurulmuştur. Bu süreden yaklaşık 20 yıl sonra yani 1886 yılı içerisinde Londra Borsası’nda 12 tane yatırım fonu işlem görmüştür (Anderson ve Ahmed, 2005: 3).

Amerika’da yatırım fonları 1800’lü yılların sonlarına doğru kurulmuş 1920’li yıllarda sayıları artmaya başlamıştır. İlk yatırım fonu 1921 yılında The International Securities Trust of America adı altında kurulmuştur (Hutson, 2005: 441). Birçok yatırımcıya göre ise Massachusetts Hospital Hayat Sigortası Şirketi ilk yatırım fonu olarak kabul görmektedir (Anderson ve Ahmed, 2005: 5). Bu zamana kadar kapalı uçlu olarak kurulan fonlar, bu süreçten sonra açık uçlu olarak kendini göstermiştir. Nitekim ilk açık uçlu fon 1924 yılında Boston’da kurulmuştur.

1900’lerin başlarında 100’ü aşkın yatırım fonu kurulmuştur. Bu fonların yaklaşık üçte biri İskoçya’da etkinlik göstermiştir. İskoçya’da 1873 yılında ilk yatırım fonu olan The First Scottish American Investment Trust faaliyete geçmiştir (Hutson, 2005: 445).

Yatırım fonlarının gelişimi 1929 bunalımlarından etkilenmiş ve gelişmeleri sekteye uğramış olmasına rağmen, II. Dünya Savaşı sonrasında 1960 yıllarının sonlarına doğru gelişmeye devam etmiştir (Süngü, 1989: 30-31). 1933 ve 1940 yıllarındaki Yatırım Şirketleri Kanunu ile fonların işleyişinde yasal düzenlemelere gidilmiştir.

1940 yılında modern yatırım endüstrisi başlamıştır. 1949 yılında ise bazı uzmanlar, yatırım fonlarının büyüme konusunda zirveye ulaştığını düşünmüşlerdir. Bu sırada yatırım fonlarının değeri iki milyar dolar bile değildir. 1973 yılındaysa, fonların değeri kırk yedi milyar dolara ulaşmıştır (Fink, 2008: 3).

1980 yılından sonra Amerika’da para piyasası yatırım fonları çok gelişmiştir. Bu sebeple bankalar zorluk çekmişlerdir. Fakat 1982 yılında bankalarda mevduat hesapları açma hakkı getirilmiştir (Detzler, 1999: 1201). Amerika’daki yatırım fonları artık 1999 yılında ticari bankalardan sonra en büyük finansal kuruluş haline gelmiştir.

Avrupa’da yatırım fonlarıyla ilgili temel gelişmeler 1985 yıllarında başlamıştır. 1985 yılında Avrupa Birliği’nin yayınladığı bir yönergeye göre yatırım fonları gibi kuruluşlar işleyiş temellerini düzenlemiş ve bu yönergenin zorunluluklarına uyan kuruluşlar da “Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS)” olarak adlandırılmışlardır. Bu şekilde adlanan fonlar, Avrupa Birliği sınırlarında yatırımcılar tarafından değerlendirilebilmektedir.

UCITS olmayanlar ise sadece ülke çapında kullanılabilir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2009).

Yatırım fonları gelişmiş ülkelere göre Türkiye’de daha yavaş bir süreç izlemiştir. 1979 yılının Haziran ayında yatırım fonuyla ilgili ilk gelişme yaşanmıştır ve “Meban Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.” bünyesinde “Meban Yatırım Fonu” adıyla ilk yatırım fonu kurulmuştur. Ardından, 1981 – 1986 yıllarında yatırım fonlarının oluşturulması ve işletilmesiyle alakalı hukuki bir alt yapı meydana getirilmiştir. 28 Temmuz 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35-44. maddelerince Türkiye’de “Menkul Kıymetler Yatırım Fonları”nın kurulması için yasal düzenek hazırlanmıştır. Ardından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bankaların bankerler aracılığıyla mevduat sertifikası alıp satması 1982 yılında yasaklanmıştır. Dolayısıyla, mali piyasa bu yasakla sarsılmış ve yatırımcılar verdikleri paraları bankerlerden tekrar almak istemişlerdir. Ancak bankerler yatırımcıların paralarını geri verememişlerdir. Bu sebeple, bu dönemdeki bankerlik uygulamaları mali krize sebep olmuştur. Bu olaylar sebebiyle yatırım fonlarına ilişkin ilk gelişmeler 1987 yılında yaşanmıştır. 1986 yılında da Menkul Kıymetler Borsası faaliyetlerine başlamıştır ve bu yılın sonlarına doğru para ve sermaye piyasasının işlem hacmi artmış ve farklı finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Tüm bunların da etkisiyle, 12 Aralık 1986 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, resmi bir gazetede “Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği” yayınlanmıştır. İlk resmi yatırım fonu ise 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiş olan katılma belgeleridir (Yalçın, 2011: 12). Türkiye’de bu tarihten itibaren 1988 yılının Kasım ayına kadar 10 banka tarafından 17 tane Menkul Kıymet Yatırım Fonu kurulmuştur. Bu bankalar Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1**Türkiye’de Kurulan İlk Yatırım Fonlarının Kuruluş Tarihine göre Sıralaması (1987-1988)**

	Banka	Fon	Katılma Belgesi Tarihi	Fon Tutarı (Milyar TL)
1	Türkiye İş Bankası A.Ş.	İş Yatırım	13.07.1987	10
2	Uluslararası End. Ve Ticaret Bankası	İnterfon 1	19.09.1987	5
3	Uluslararası End. Ve Ticaret Bankası	İnterfon 2	14.12.1987	5
4	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 1	16.09.1987	5
5	İktisat Bankası A.Ş.	İktisat Yatırım 2	10.02.1988	5
6	Garanti Bankası A.Ş.	Garanti Yatırım 1	22.10.1987	5
7	Eskişehir Bankası T.A.Ş.	Esbank Fon	16.11.1987	5
8	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Yatırım Fonu	02.11.1987	10
9	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Sektör Fonu	07.03.1988	7
10	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Hisse Fonu	07.03.1988	1
11	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Kamu Fonu	07.03.1988	5
12	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Likit Fonu	07.03.1988	10
13	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	YKB Karma Fonu	07.03.1988	5
14	Dışbank-Türk Ticaret Bankası A.Ş.	Dışbank Mavi Fon	28.06.1988	3
15	T. Tütüncüler Bankası	Tütünbank Fon	04.07.1988	5
16	T. Vakıflar Bankası A.O.	Vakıfbank Fon	09.05.1988	5
17	Chemical Mitsui Bank A.Ş.	Cembank Fon	15.07.1988	2

Kaynak: *Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğ ve Panel)*, 1989, İstanbul.

Tüm bu gelişmelerin ardından Türkiye’de 1987 yılından sonra yatırım fonlarının sayısı hızlı bir şekilde artmıştır. 1992 yılında, bu tarihten önce “menkul kıymetler yatırım fonu” olarak adlandırılan yatırım fonları yeni bir kanunla birlikte, “yatırım fonu” olarak değiştirilmiş ve kapsamı da geliştirilmiştir (Kılınç, 1995: 58-59). Bunun yanında bir önemli değişiklik daha olmuş ve yatırım fonu kurma yetkisi sadece bankalara değil, bazı aracı kurumlara da verilmeye başlanmıştır (Ural, 2010: 12). 1993 yılında, aracı bir kurum olan Ata Menkul Kıymetler tarafından “Atafon” adı altında ilk fon kurulmuştur.

Yatırım fonları, bir yatırım aracı olarak kendini gösterdiğinden bu yana, portföy çeşitliliğiyle birlikte günümüze kadar gelmiş ve gelişerek yaygınlaşmıştır. Daha çok 2000’li yıllarda gelişim göstermiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun

“Yatırım Fonlarının Tarihsel Konsolide Portföy Bilgileri” verilerine göre 1990 yılında 71 tane olan fonların sayısı, 1994 yılında 90’a, 1997 yılında 156’ya, 2001 yılında 293’e, 2008 yılında 340’a ulaşırken 2014 Aralık ayı verilerine göre 2014 yılında 482’yi bulmuştur (Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülteni, 2005 ve 2014).

Tablo 2, 2010 yılından 2014 yılına kadar olan yatırım fonlarının sayılarını ve portföy büyüklüklerini göstermektedir. 2013 yılından 2014 yılına geçerken toplam fon sayısı 679’dan 659’a düşmesine rağmen, fon büyüklüğü %28,8’lik bir artışla yaklaşık 58 milyar TL’den 74 milyar TL’ye yükselmiştir. Son 5 yılda A Tipi fon portföy büyüklüğünde ciddi bir değişiklik olmamıştır. 2014 yılının sonucuna bakıldığında yaklaşık olarak 2 milyar TL’lik A Tipi fon yönetilmiştir. B Tipi fonların da büyüklüğü yıllar içinde önemli bir değişiklik yaşamamıştır. Ancak 2014 yılı sonunda 34 milyar TL’ye çıkmıştır. Bu değer de %17’lik bir artışa tekabül etmektedir.

Tablo 2
Yatırım Fonları Sayıları ve Portföy Büyüklükleri

Fon Sayıları	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
A Tipi Fonlar	119	123	122	122	120	-1.6%
B Tipi Fonlar	307	343	333	324	294	-9.3%
Emeklilik Yatırım Fonları	140	165	175	233	245	5.2%
Toplam	566	631	630	679	659	-2.9%
Portföy Büyüklükleri (Milyon TL)						
A Tipi Fonlar	1,492	1,468	1,624	1,844	1,901	3.1%
B Tipi Fonlar	30,807	28,832	28,930	29,346	34,217	16.6%
Emeklilik Yatırım Fonları	12,177	14,308	20,343	26,364	38,030	44.2%
Toplam	44,476	44,608	50,897	57,554	74,149	28.8%

Kaynak: Takasbank

Tablo 3, A Tipi fonların portföy değerlerini milyon TL cinsinden göstermektedir. 2013 ve 2014 yılı incelendiğinde Karma fon, endeks fon, iştirak fonu, özel fon, borsa yatırım fonu, yabancı menkul kıymetler fonu ve sektör fonunun portföy değerleri artarken; değişken fon ve pay senedi fonunun portföy değerleri azalmıştır.

Tablo 3**A Tipi Fonların Portföy Değerleri (Milyon TL)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
Karma Fon	371	352	419	411	468	13.9%
Değişken Fon	269	269	324	344	335	-2.6%
Endeks Fon	315	260	273	301	316	5.0%
Pay Senedi Fonu	167	172	225	356	250	-29.8%
İştirak Fonu	150	221	128	164	234	42.7%
Özel Fon	137	139	185	188	204	8.5%
Borsa Yatırım Fonu	77	49	67	76	85	11.8%
Yabancı MK Fonu	1	1	1	3	9	249.0%
Sektör Fonu	0.2	0.2	0.4	0.2	0.3	50%
Fon Sepeti Fonu	5	5	0	0	0	A.D.
Serbest Yatırım Fonu	-	-	-	1	0	A.D.
Toplam	1,492	1,468	1,624	1,844	1,901	3.1%

Kaynak: Takasbank

Tablo 4, B Tipi fonların portföy değerlerini milyon TL cinsinden göstermektedir. 2013 ve 2014 yılı incelendiğinde kısa vadeli tahvil fonu, likit fon, değişken fon, tahvil ve bono fonu, serbest yatırım fonu, özel fon, yabancı menkul kıymetler fonu, borsa yatırım fonu, fon sepeti fonu ve karma fonun portföy değerleri artarken; altın ve diğer kıymetli madenler fonu, koruma amaçlı fon, garantili fon ve altın fonunun portföy değerleri azalmıştır.

Tablo 4**B Tipi Fonların Portföy Değerleri (Milyon TL)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
Kısa Vadeli Tahvil Fonu	-	-	4,618	12,215	12,998	6.4%
Likit Fon	22,877	20,555	17,036	11,005	12,622	14.7%
Değişken Fon	1,906	1,279	2,263	2,419	3,505	44.9%
Tahvil ve Bono Fonu	2,252	1,269	2,231	1,560	2,840	82.1%
Serbest Yatırım Fonu	214	162	244	580	935	61.3%
Özel Fon	251	246	279	278	456	63.9%
Altın & Diğer Kıy. Mad. Fonu	479	1,346	835	512	364	-28.8%
Koruma Amaçlı Fon	2,112	2,846	923	460	162	-64.9%
Yabancı MK Fonu	126	100	100	129	142	10.0%
Borsa Yatırım Fonu	164	238	306	105	107	2.5%
Fon Sepeti Fonu	8	16	14	24	49	107.8%
Garantili Fon	415	772	77	53	22	-58.6%
Karma Fon	4	4	0	5	13	164.6%
Altın Fonu	-	-	3	3	2	-12.3%
Toplam	30,807	28,832	28,930	29,346	34,217	16.6%

Kaynak: Takasbank

Tablo 5

Yatırım Fonu Katılma Belgesi Yatırımcı Sayıları

Yatırımcı Kategorisi	2010*	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
Yerli	2,955,280	2,935,245	2,786,747	2,745,407	2,731,674	-0.5%
Fon	-	29	54	44	64	45.5%
Yatırım Ortaklığı	-	10	9	11	13	18.2%
Tüzel	67,602	82,247	74,773	74,505	80,440	8.0%
Bireysel	2,873,196	2,839,767	2,701,762	2,661,242	2,641,600	-0.7%
Diğer	14,482	13,192	10,149	9,605	9,557	-0.5%
Yabancı	24,932	26,342	23,268	22,712	21,413	-5.7%
Fon	-	22	21	24	20	-16.7%
Tüzel	103	89	79	92	107	16.3%
Bireysel	24,800	26,224	23,160	22,588	21,271	-5.8%
Diğer	29	7	8	8	15	87.5%
Toplam	2,980,212	2,961,587	2,810,015	2,768,119	2,753,087	-0.5%

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu

* 2010 yılında fon ve yatırım ortaklığı toplamı ‘Diğer’ başlığı altında gösterilmiştir.

Tablo 5, yatırım fonu katılma belgesine sahip olan yatırımcılar ile alakalı verileri göstermektedir. 2010 yılına ait veriler için fon ve yatırım ortaklığı ‘Diğer’ başlığı altındadır. Yerli yatırım fonu yatırımcılarının sayısı 2010 yılından 2014 yılına kadar azalarak yaklaşık 2,75 milyon kişiye gerilemiştir. Bu gerilemede, bankaların çıkarmış olduğu fon benzeri mevduat ürünlerine de yönelişin etkisi olduğu düşünülmektedir. Tabloya göre, yatırım fonlarına en çok ilgi gösteren grup yerli bireysel yatırımcılardır.

2.1.3. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı ve İlkeleri

Yatırım fonlarının sorumlu olduğu işlemleri yürütebilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu’na karşı olan görevlerini yapabilmesi ve iyi bir denetim sağlayabilmesi için iyi bir şekilde organize olması gerekmektedir. Fonun yönetim yapısı da kurucu ve yönetici, fon kurulu ve denetçiler ve son olarak fon hizmet biriminden oluşmaktadır. Yatırım fonu kurucusu, fonların her biri için bir fon kurulu ve en azından bir denetçi atamalıdır. Fon kurulu en az 3 kişiden oluşmalıdır. Fon ile alakalı işlemlerin etkin bir şekilde ilerleyebilmesi için tam zamanlı olarak çalışan bir fon müdürü görev yapmaktadır. Fon müdürünün gözetiminde fon muhasebecisi ve yeterli sayıda personeli olan fon hizmet birimi çalışmaktadır. Yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri veya Sermaye Piyasası Kurulu’ndan “Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi”

alan aracı kurumlar tarafından yönetilmektedir. Yönetecek olan bu birimleri yatırım fonlarının kurucusu belirlemektedir. Fonun yönetim yapısını oluşturan birimleri aşağıda açıklanmaktadır (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997: 18-19).

2.1.3.1. Yönetimde Kurucu ve Yönetici

Kurucunun tüzel kişiliği yoktur. Yatırım fonunu riski en aza indirgeyecek şekilde ve inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetmekte ve saklamaktadır. İnançlı mülkiyet esasına göre, tasarruf sahipleri katılma belgesi satın almaktadır ve yatırımlarını fon kurucularının kontrolüne bırakmaktadırlar. Bir başka deyişle, tasarruf sahipleri fonla ilgili herhangi bir faaliyette bulunma yetkisini kurucuya devretmekte ve kurucu da tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak fon tüzüğüne göre fonu yönetmekte veya yönetmektedir. Bu açıdan kurucu Sermaye Piyasası Kurulu'na karşı sorumluluk taşımaktadır. Kurucu, bir yönetici belirlemektedir ve portföy bu yönetici tarafından yönetilebilmektedir (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997: 19).

2.1.3.2. Yönetimde Fon Kurulu ve Denetçiler

Fon kurucusu, en az üç kişilik bir fon kurulu ve en az bir tane denetçi atmalıdır. Bunlar, fon kurucusu adına fonla alakalı işlemleri yürütmekten sorumludurlar. Söz konusu fon kurulu ve üyeleri kurucunun ataması dışında, dışarıdan da atanabilmektedir. Fon kurulu denetçileri sermaye piyasası alanında en az 5 yıl tecrübeli olmalıdır. Bunun yanında yüksek öğrenim de görmüş olmaları gerekmektedir (Gökçe, 1998: 92).

2.1.3.3. Yönetimde Fon Hizmet Birimi

Bu birim, fonla ilgili işlemlerin düzgün bir şekilde ilerleyebilmesi için oluşturulmaktadır. Kurucu ve yönetici denetiminde fona hizmet vermektedir. Fon hizmet birimi içinde, her bir fon için fon yönetim müdürleri bulunmaktadır. Farklı fonlara aynı müdürün atanması da olasıdır. Ayrıca fon ile alakalı işlemler için yeterli

sayıda personel ve teknik donanım, mekân ve muhasebe sistemi de bulunmaktadır (Gökçe, 1998: 92).

2.1.3.4. Yönetim İlkeleri

Ülkemizde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulmuş olan fonların yönetilmesi ve etkin bir şekilde yürütülebilmesi için bazı ilkeler mevcuttur. Bu ilkeler; riskin dağıtılması ilkesi, profesyonel yönetim ilkesi, menkul kıymet portföyünü işletmek ilkesi, inançlı mülkiyet ilkesi ve mal varlığının korunması ilkesidir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2010).

Riskin dağıtılması ilkesine göre, kişilerin kendilerinin yapamadıkları derecede risk dağıtım işlemini yatırım fonları yapmaktadır. Birey tek başına elindeki belli bir miktarla ancak bir veya iki hisse senedi alma şansına sahipken, yatırım fonları binlerce kişiden para toplamakta böylece milyonlarca liralık portföyler oluşturmaktadır. İki şirketin durumlarının kötüye gitme ihtimali, çok daha fazla şirketin durumunun kötüye gitme ihtimalinden daha yüksek olduğu için, bu durum riskin azaltılmasına yol açmakta ve herhangi bir olumsuz durumdan daha az etkilenilmesini sağlamaktadır.

Profesyonel yönetim ilkesi doğrultusunda, yatırım fonları çok fazla yatırımcı bulunduğu ve yüksek değerlerde portföyler oluşturdukları için, yeterli donanıma sahip ve piyasalarla ilgili gereken niteliği olan elemanlar bulundurmaktadırlar. Bu kişiler piyasalarla ilgili hareketleri düzenli olarak takip ederek varlıkların fiyatlarına etkilerini tahmin etmekte, buna göre alım ve satım işlemini gerçekleştirmektedirler. Bu işlem belli bir bilgi birikimi gerektirmekte olduğu için, tasarruf sahiplerinin bireysel olarak bunu yapmaları etkili olmayabilmektedir ve zordur.

Menkul kıymet portföyünü işletmek ilkesine bağlı olarak, yatırım fonları sadece nakit ve kıymetli madenlere yatırım yapmamakta, aynı zamanda menkul kıymet alış ve satışı sonrasında ortaya çıkan farklarından gelir sağlamaktadırlar. Aynı zamanda menkul kıymetlerin kar payları ile faizlerinden de gelir sağlamaktadırlar.

İnançlı mülkiyet ilkesine göre, fona fonun kurucusu sahiptir. Bu sebeple, tasarruf sahipleri fonla ilgili yapılacak olan herhangi bir işlemde sorumlu

değillerdir. Bu yetki fon tüzüğü doğrultusunda kurucuyu verilmektedir. Kurucu, fonu yönetirken yatırımcıların haklarını korumalıdır.

Mal varlığının korunması ilkesine göre, fondaki mal varlığı kurucudan bağımsızdır. Fon mal varlığının korunması kanunca da desteklenmektedir. Bunun yanında Sermaye Piyasası Kanunu'na göre söz konusu fondaki mal varlığı alıkonulamamaktadır ve herhangi bir işlemde teminat olarak gösterilememektedir (Ural, 2010: 14-16).

2.1.4. Yatırım Fonlarının İşleyişi

Yatırım fonları anonim şirket olarak kurulabilmektedir ancak yaygın uygulanan şekli inançlı mülkiyet temeline dayalıdır. Bu sebeple, yatırım fonları hisse senedi ihraç edememekte, fona katılan yatırımcılara bahsedildiği gibi katılma belgesi vermektedir. Katılma belgesi, belgeye sahip olanın kurucu ve saklayıcı kurumlara karşı taşıdığı hakları ve kaç pay ile fona katıldığını gösteren kıymetli evrak başka bir deyişle senettir. Bu süreçte yönetici şirket, yed-i emin ve yatırımcı olmak üzere üç öge bulunmaktadır. Yönetici şirket yatırım fonu kuran kuruluştur. Bu fona katılabilmek için gerekli olan katılım belgelerini halka arz etmektedir. Yatırım fonu portföyü, portföy yöneticisi olan bir birim tarafından yönetilmektedir. Yed-i emin ise güvenilir kişi anlamına gelmektedir ve menkul kıymetlerden oluşan portföyü işleten kuruluşu temsil etmektedir. Portföy yöneticisinin kontrolü altında menkul kıymet hareketlerini gerektiği gibi uygulamaktadır. Menkul kıymet gelirlerinin tasarruf sahiplerine aktarılmasına yardımcı olmaktadır. Bir portföyün yönetilmesi ise portföye hisse senedi, tahvil gibi varlıkların alınması-satılması ve bu varlıklardan meydana gelen faiz ve kar payı gibi getirilerin tahsil edilmesi işlemidir (Gökbel, 2003: 45).

Yatırım fonları yatırımcıları korumaya yönelik olarak yönetilmektedir. Bu doğrultuda, fonların yönetiminde bir takım kısıtlamalar vardır ve kurucu ve yöneticiler bu kısıtlamalara uymak zorundadır. Varlıklar kesinlikle kendi değerlerinin üzerinde portföye satın alınmamaktadır ve değerlerinin altında satılmamaktadır. Bunun yanı sıra, borsada mevcut olan varlıkların yine alış ve satışlarının burada yapılması gerekmektedir. Aynı zamanda, bir fonda açığa satış işlemi söz konusu olmadığı gibi kredili bir şekilde menkul kıymet alımı da

yapılmamaktadır. Ayrıca, yatırım fonlarındaki mal varlıkları devredilmemektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 286-287).

İnançlı mülkiyet esası altında yatırım fonları iki şekilde oluşturulmaktadır. Bunlar tahsis yöntemi ve nakit yöntemidir (Sarıkamış, 1998: 121). Tahsis yönteminde kurucu sözleşmeyi hazırlayıp, yasal olarak tüm işlemleri hallettikten sonra, fon sermayesinin tamamını ödemektedir. Tahsis edilen bu miktarla belli bir portföy oluşturulmakta ve ardından katılma belgeleri hazırlanıp yatırımcılara satılmaktadır. Katılma belgesi sayesinde, bir yatırımcı gerçekte alamayacağı hisse senedi veya tahvile yatırım yapmaktadır. Nakit yönteminde ise, sözleşme hazırlanıp fon yöneticisi ve güvenilir kişi belirlenmekte ardından katılma belgeleri yatırımcılara satılmaktadır. Böylece fon oluşturulmaktadır. Belirlenen amaçlar doğrultusunda girişimlerde bulunularak fon yönetilmektedir.

Her iki oluşturulma şeklinde de daha önce belirtildiği üzere, profesyonel yöneticilere ihtiyaç vardır. Böylece, piyasadaki bilgiler doğru ve uygun bir şekilde değerlendirilmekte ve buna göre portföy stratejileri oluşturulmaktadır.

2.1.5. Yatırım Fonlarının Tarafları

Yatırım fonu tarafları kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf sahipleri olmak üzere dörde ayrılmaktadır. Uluslararası piyasalarda farklılık gösterse de genellikle taraflar bu şekildedir. Kurucu ve yönetici “yatırım fonlarının yönetim yapısı” kısmında anlatıldığı için bu bölümde saklama kuruluşu ve tasarruf sahiplerinden bahsedilmektedir.

Saklayıcılar gözetiminde sözleşme yapan kurucular, fon varlıklarının saklanmasını sağlamaktadır (Günel, 1997: 390). Saklayıcılar sadece portföydeki varlıkları saklamakla kalmayıp, aynı zamanda fondaki varlıkların gelirlerinin de tahsilatını da yapmaktadırlar.

Tasarruf sahibi, gerçek veya tüzel kişiler olabilmektedirler. Yatırım yapacak kişiler, fon kurucusunun halka sunduğu fon katılma belgelerinden satın aldığı takdirde o fonda pay sahibi olmaktadır. Yatırım fonları, katılma belgelerine sahip olan yatırımcılar olmadan var olmamaktadırlar. Ancak belge sahipleri, tasarruflarını

fon kurucusunun denetimine bıraktıkları için, katılma belgesi sahipleri fonun yönetiminde yer alamamaktadırlar (Akyıldız, 2003: 136).

2.1.6. Yatırım Fonları ile Alakalı Temel Bilgi Kaynakları

Tasarruf sahipleri yatırım fonuna yatırım yapmadan önce bazı kaynaklar aracılığıyla ilgili fon hakkında bilgi sahibi olmaktadır. Bunlar fondan veya aracı kurumdan istenebilmektedir. Tasarruf sahipleri için, yatırım aşamasında bu kaynaklar büyük önem arz etmektedir (SPK Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi, 2014).

İçtüzük; katılma sahibi ile fon yöneticisi, saklayıcısı ve kurucusu arasındaki sözleşmedir. İçeriği, portföyün yönetilmesi ve saklanması ile alakalıdır. Türkiye Ticaret Sicili gazetesinde duyurulmaktadır.

İzahname, fon ile alakalı kurucu, fona ait katılma belgelerinin alışı ve satışının yapılabileceği yerler, fon yöneticileri ve tecrübeleri, fona ait yatırım stratejisi, portföy yapısı gibi bilgileri içermektedir. Katılma belgeleri halka sunulurken hazırlanan fonun satış belgesidir.

Sirküler, izahnamelere benzer şekilde katılma belgeleri halka arz edilirken hazırlanmaktadır. İçeriği, izahnameler gibi, fon ile alakalı temel bilgilerden oluşmaktadır. Sirküler, halka sunulmadan önce, Türkiye’de yayın yapan gazetelerden en az ikisinde kendini göstermektedir.

Fonun finansal tabloları; fonun portföy değer tablosu, toplam değer tablosu, bu değerlerle alakalı bağımsız denetçi raporları ve buna ek olarak bilanço ve gelir tablosunu içermektedir. Bu bilanço ve gelir tabloları yatırım fonlarının geçmiş son yıllarla karşılaştırılmasıyla hazırlanmaktadır (Apak ve Demirel, 2009: 270).

Aylık rapor, menkul kıymet ve katılma belgesi hareketlerinin ay içindeki oynamalarını ve yatırım fonlarının geçmiş performanslarını içermektedir. Katılma belgesi nerede satılmaktaysa, aylık raporlar da bu yerlerde bulunmaktadır.

Birçok günlük gazete ve periyodik dergilerde, yatırım fonuna katılmak için gerekli olan katılma belgelerinin fiyatları halka sunulmaktadır. Bunun yanında halka arz edilmiş fonlar, fon portföy yöneticileri gibi fonlarla alakalı haberler de

bulunmaktadır. Buna ek olarak, internet yoluyla da Sermaye Piyasası Kurulu'nun resmi sitesinden de bazı temel bilgilere ulaşılabilmektedir.

2.1.7. Yatırım Fonlarının Seçimi ve Performans Karşılaştırılması

Yatırım fonlarına dâhil olan menkul kıymetlerin değerinin yükselmesinin yanında düşme ihtimali de bulunmaktadır. Değerleri düştüğü takdirde kayıplar oluşmaktadır. Bu sebeple yatırım fonlarına yapılan yatırım aynı zamanda bir risk demektir. Bu riskler fondan fona farklılık göstermektedir. Bu sebeple, fonlar risk kapsamına göre sıralanmaktadır. Riski diğer fonlara oranla daha yüksek olan fonların kaybettirme ihtimalleri daha yüksektir fakat bunun yanında kazandırma ihtimalleri de daha yüksektir. Dolayısıyla, tasarruf sahipleri kendi getiri ve risk beklentilerine göre seçimlerini yapmalıdırlar. Bu karar aşamasında, yatırım danışmanları ve dergileri yardımcı olabilmektedir (SPK, 2010).

Yatırımcı fonun performansını değerlendirirken, sadece fonun risk ya da getiri düzeyine bakmamalı, risk ve getiriye birlikte düşünülmelidir. Riske göre düzeltilmiş getiriye göre fonların performansını değerlendirmeyen yatırımcının yanlış yatırım kararı verme olasılığı yüksektir. Çünkü riske göre düzeltilmiş getiri, fonun risk birimi başına getirisinin hesap edilmesini sağlamakta ve eksik bir yaklaşım olan fonun bir tek kritere göre değerlendirilmesi durumuna engel olmaktadır.

Yatırım fonlarının geçmiş dönemlerde çok kaybettirip kazandırmış olması, bu fonların gelecekte de aynı doğrultuda hareket edeceğini göstermemektedir. Bu da yatırımcılar tarafından bilinmesi gereken önemli bir husustur (SPK Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi, 2014). Ayrıca yatırım fonlarında, devletin vermiş olduğu bir garantinin de olmaması hatırlanması gereken önemli bir konudur.

Bahsedilen durumlara göre fon tipinin belirlenmesinin ardından, aynı tipteki fonlar için performans karşılaştırması yapılması yatırımcı açısından yararlı olmaktadır. Bu sebeple, fon getirisi ve maliyetleri ele almak gerekmektedir. Dolayısıyla, giderleri de sürece dâhil etmek büyük önem arz etmektedir. Bu çalışmanın da diğer birçok çalışmadan farkı, fonların getirileri hesap edilirken giderlerin de ele alınmasıdır. Giderler ele alınmadan farklı performans sergileyip

yatırımcıyı yanlış yönlendirebilen fonların, giderleri de performans ölçümüne dâhil edildikten sonra performansları değişebilmektedir. Böylece, maliyetlerin dâhil edilerek fonların değerlendirilmesi yatırımcının daha doğru sonuca ulaşmasını sağlayacaktır. Giderler genel olarak “katılma payı satış komisyonu” ve “fon yönetim ücreti ve aracılık komisyonu” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Birçok fon katılma payı alımı ve satımı için ekstra ücret almamaktadırlar. Likit fonların dışındaki diğer fonlarda, katılma payının geri satıldığı durumlarda komisyon uygulanabilmektedir.

“Fon yönetim ücreti ve aracılık komisyonu” fona dâhil olunan süre boyunca var olan giderlerdir. Bunları da dikkate almak gerekmektedir. Tüm bunların yanında fonların tipleri ve türleri, fondaki portföy kombinasyonu, portföy yöneticisi, fonun kurucusu ve sağladığı verim de fon seçimi yapılırken dikkat edilmesi gereken önemli mevzulardandır (SPK, 2010).

2.1.8. Yatırım Fonlarının Kurulması

Yatırım fonlarının en belirgin özelliklerinden biri de yönetiminin güvenilir bir kişi tarafından yapılmasıdır. Bu kişi, fonu yönetirken kendi mal varlığı bu sürece dâhil olmamaktadır.

Bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar ve bazı emekli ve yardım sendikaları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aranan nitelikleri taşıdığı sürece, yine Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin alarak fon kurabilmektedirler (Aydın v.d. 2010: 67).

Fon kurmak isteyen kuruluş, fon içtüzüğü taslağı hazırlamalıdır. Ardından, gereken bilgi ve belgelerle birlikte Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurmalı ve izin almalıdır. Banka ve sigorta şirketleri fon kurmak niyetiyle Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurduklarında, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı’nın fikri sorulmaktadır. Aynı şekilde, vakıflar da aynı niyetle Sermaye Piyasası Kurulu’na başvururlarsa, Vakıflar Genel Müdürlüğü’nün fikrine ihtiyaç duyulmaktadır. Fonların kuruluşu sırasındaki fon tutarı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen miktardan az olmamaktadır. Bu miktar her yıl yeniden belirlenmektedir (İnam, 2007: 181).

Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülen fon içtüzükleri notere onaylatılmaktadır. Ardından, bir örneği Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmektedir. Bu içtüzük kurucuya gönderilmektedir. İchtüzük, kurucunun merkezi nerede ise, Sermaye Piyasası Kurulu oradaki ticaret siciline izin belgesi verilmektedir. Ardından, bu belge altı iş günü içerisinde tescil edilmekte ve ilan edilmektedir. Böylece, fonun kuruluş aşaması da tamamlanmaktadır (Ertaş, Tuncel ve Teker, 1997: 23).

2.1.9. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Sermaye Piyasası Kanunu 1982 yılında yürürlüğe girmiştir ancak ilk yatırım fonu 1987 yılında kurulmuştur. Bunun sebeplerinden biri de yatırım fonlarının vergilendirilme meselesidir.

Yatırım fonlarının vergilendirilmesi iki türlü olmaktadır. Bunlar; portföy işletmeciliği yapan kuruluşun bu işten kazandığı gelirlerin vergilendirilmesi ve yatırım fonu katılma belgesine sahip olanların yol açtığı gelirlerin vergilendirilmesi şeklindedir. Bunların dışında vergi konusunda gerekli düzenlemeler yapılırken, gerçek kişi ve kurum gibi noktalara da dikkat edilmektedir (Karacabey, 1998: 74).

Yatırım fonlarının vergilendirilmesiyle alakalı izahnameler de yol göstermektedirler. Bunlar katılma belgelerinin alış ve satışının yapıldığı yerlerde bulunmaktadır. Ayrıca "Sürekli Bilgilendirme Formları"ndan da izahnamelere erişmek mümkündür. Bunların yanında, vergilendirilmeyle alakalı bilgilere Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı'nın sitesinden de ulaşılmaktadır (SPK, 2010).

2.1.10. Yatırım Fonlarının Fiyatlaması

Kurucu, her iş günü, fona ortak olma hakkı veren katılma payı için fiyat hesaplamaktadır. Bu fiyatı hesaplarken dikkat edilmesi gereken unsurlar bulunmaktadır. Söz konusu günde, fon portföy değeri hesaplanırken portföyde hangi varlıklar bulunmakta ise, o varlıkların alım ve satım gibi işlem gördükleri borsalarda ortaya çıkan fiyatları ele alınmaktadır. Fonun toplam değeri, portföy değerine fonun alacaklarının eklenmesi, borçlarının da düşürülmesi yoluyla bulunmaktadır. Son

olarak birim katılma fiyatı ise, toplam değerin o günde geçerli olan pay sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır (SPK, 2010).

2.1.11. Yatırım Fonlarının Alınması ve Satılması

Yatırım fonu katılma payı, yatırım fonunun kurucusundan ya da fonun iç tüzüğünde bahsedilen aracı kurumlardan alınmakta ve satılmaktadır. Fon kurucularının birçoğu bu işlemi banka ATM'lerinden ve telefon ya da internet üzerinden gerçekleştirmektedir. Katılma payları ilk defa halka arz edilmekteyse, yatırım fonlarıyla alakalı bazı kaynaklarda belirtilen adreslerde ve saatlerde alınmakta ve satılmaktadır. Adres genellikle kurucunun şube adresleri olmaktadır. Saatleri ise günün belli saatlerinden oluşmaktadır. Bütün fonların, B Tipi likit fonlar hariç, alışı ve satışı belli bir saate kadar olmaktadır. O saate kadar verilen satış emirleri bir veya iki işgünü sonra, o saatten sonra verilen satış emirleri ise iki veya üç işgünü sonra yatırımcılara ödenmektedir. Sadece B Tipi likit fonlarında alışı satışı işlemi 24 saat yapılabilir.

Alışı emirleri hem pay sayısı hem de tutar miktarı olarak verilebilmektedir. Fon payı alışı ve satışı belli bir süre durdurulabilmektedir. Çünkü bir sonraki gün uygulanacak fiyatın hesaplanması için bu gerekli bir durumdur. Fiyat hesaplandıktan sonraki pay alışlarında bir sonraki günün fiyatları kullanılmaktadır. Her fon için alışı ve satışı fiyatları içtüzük, sirküler ve izahname ile tasarruf sahiplerine bildirilmektedir. Fon portföyünde bulunan varlıkların saklanması gerekmektedir. Bu işlemi de Takas ve Saklama Bankası A.Ş. yürütmektedir. Bu banka, Türkiye'nin merkezi saklama kuruluşudur (SPK, 2010).

2.1.12. Yatırım Fonlarının Gelir ve Giderleri

Tasarruf sahipleri yatırım fonları sayesinde üç farklı yoldan gelir elde etmektedirler. Öncelikle, fon içerdiği menkul kıymetlerden kar payı ve faiz olarak gelir sağlamaktadır. Bunun sonucunda elde edilen gelirler portföy değerine yansıtılmaktadır. Diğer gelir elde etme yöntemi ise fona dâhil olan menkul kıymetlerin fiyatlarının artması sonucunda oluşmaktadır. Fon, söz konusu bu menkul kıymetleri satarsa sermaye kazancı sağlamakta bu da fon portföy değerine

yansımaktadır. Üçüncü gelir elde etme yöntemi ise fon fiyatı yükselen menkul kıymeti satmak yerine elinde tutmayı tercih ettiği takdirde oluşmakta ve bu şekilde katılma belgelerinin fiyatı yükselmektedir. Böylece katılma belgesi satılırsa kar elde edilmektedir (Civan, 2010: 52-53).

Yatırım fonları gelir elde ettirdiği gibi, iki yolla da maliyete sebebiyet verebilmektedir. Öncelikle, alış ve satışlar sebebiyle yatırımcılardan komisyon kesilmektedir. Bu maliyete sebep olan yollardan birisidir. Diğer sebep ise, fon işletilirken fon varlığından harcamalar yapılmasıdır. Böylece, hem birim pay fiyatı hem de fonun getirisi düşmektedir. Fonun hacmi ne kadar artarsa, bu harcamalar da o oranda artmaktadır. Bunun sonucunda oluşan bir fon gider oranı vardır ve ne kadar büyükse, getiri de o kadar olumsuzdur. Bu sebeple, gider oranları da önemli bir etkidir. Bu oranlar, içtüzükten ve izahnameden öğrenilebilmektedir. Yatırım fonlarındaki varlıklar kullanılarak oluşturulan harcamaları fon yönetim ücreti, aracılık komisyonları, noter ücreti, tescil ve ilan giderleri, sigorta ücreti, bağımsız denetim ücreti, saklama ücreti ve fonun yükümlüsü olduğu vergiler olarak sıralamak mümkündür. Fon yönetim ücreti, fon kurucusuna ödenmektedir. Kurucu fonu yönetimi sonucunda bu ücreti almaktadır ve bu ücret giderler arasındaki en yüksek ücrettir. Aracılık komisyonları, aracı kuruluşlara ödenen ücrettir ve menkul kıymet alış ve satışları sebebiyle ödenmektedir. Noter ücreti, fonların gerekli belgeleri notere imzalatmasıyla oluşan ücrettir. Tescil ve ilan giderleri, fonların reklam amaçlı ilanları dışında diğer tasarruf sahiplerinin duyurularının masraflarının karşılanmasıyla oluşmaktadır. Ayrıca bu şekilde ticaret siciline işlenen belgeler de bu yolla karşılanmaktadır. Sigorta ücreti, fondaki varlıklarının nakledilmesine bağlı sigorta ücretleridir. Bağımsız denetim ücreti, bağımsız denetim kuruluşlarının fonların altı aylık ve yıllık mali tablolarını kontrol etmesi sonucu bu kuruluşlara ödenen ücrettir. Saklama ücreti, saklayıcı kuruluşlara fonlardaki varlıkları saklamaları sebebiyle ödenen ücretlerdir. Fonun yükümlüsü olduğu vergiler de fon varlıklarından ödenmektedir.

2.1.13. Yatırım Fonlarının Birleşmesi, Sona Ermesi ve Tasfiyesi

Bir kurucu birden fazla fon kurma yetkisine sahiptir. Aynı kurucunun kurduğu fonlar bazı durumlarda Sermaye Piyasası Kurulu'nun talebiyle

birleştirilmektedir. Bunun sonucunda, kendi altında birleşen fon hariç, birleşecek olan fonlara yönelik içtüzük değişikliği sebebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurulmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun görüşü doğrultusunda içtüzük değişikliği, kurucu hangi merkezde bulunmaktaysa, o merkezin ticaret siciline tescil edilmekte ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmektedir. Bunun yanında, yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla, değişiklikler Türkiye'de yayın yapan en az iki günlük gazetede gösterilmektedir.

Yatırım fonları, bir karar alınmadan veya bir ihbarda bulunulmadan kendiliğinden yani infisah yoluyla ve sözleşme baz alınarak yetki sahipleri tarafından yani fesih yoluyla sona ermektedir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2007: 560). Bir fonun infisah olması için fonun süresinin dolması, sözleşmedeki olumsuz durumların gerçekleşmesi, saklayıcı bankanın iflas etmesi gibi süreçlerin oluşması gerekmektedir. Fesih ise belli bir alınan karar sonucunda oluşmaktadır. Bu kararı taraflar veya mahkeme almaktadır. Fesih durumu oluştuktan sonra, hiçbir katılma belgesi arz edilememektedir ya da hiç yatırımcı katılma belgesini geri iade edememektedir.

Fon başındaki kurucu iflas veya tasfiye ederse, Sermaye Piyasası Kurulu fonu farklı bir kuruluşa devretmektedir. Benzer şekilde saklayıcı kurum iflas ederse, kurucu fon varlığını Sermaye Piyasası Kurulu kabul ettiği takdirde devretmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu bazı durumlarda da fonun tasfiyesinin olmasını isteyebilmektedir. İçtüzükte önerilen süre dolduğunda, kurucunun finansal durumunun zarar gördüğü bir sürecin içindeyken, fon kendi giderlerini karşılayamadığında ve buna benzer durumlar yaşandığında Sermaye Piyasası Kurulu devreye girmektedir ve bu durumun yatırımcılara zarar verdiği de anlaşıldıktan sonra kurucu altı ay önceden feshi ilan etmektedir. Böylece Sermaye Piyasası Kurulu da bu durumu uygun gördüğü takdirde fonun tasfiyesini istemektedir. Fon tasfiyesi, içtüzük ilkelerine göre olmakta ve tasfiye bakiyesi tasarruf sahiplerine dağıtılmaktadır. Bu dağıtım yatırımcıların pay oranlarına göre olmaktadır (Babuşçu ve Hazar, 2007: 77-78).

2.1.14. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Türkiye’de menkul kıymet yatırım fonlarını tiplerine ve türlerine göre sınıflandırmak mümkündür.

2.1.14.1. Tiplerine Göre Yatırım Fonları

Türkiye’de tip olarak “A Tipi yatırım fonları” ve “B Tipi yatırım fonları” olmak üzere ikiye ayrılan fonların tipleri içerdikleri varlıklara göre belirlenmektedir. A ve B Tipi fon tipleri tek başına belirtilmeyip türlerle birlikte kullanılmaktadır.

A Tipi yatırım fonlarını, portföy değerlerinin aylık ortalama en azından % 25’ini devamlı olarak Türk şirketlerinin hisse senetlerine yatırmış olan fonlar oluşturmaktadır. Bahsedilen hisse senetlerine özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri de dâhildir. Bu % 25 yatırım oranı fonların içtüzüklerinde de belirtilmelidir (SPK, 2010). Portföy ortalamasında bu oranı yakalamasına rağmen içtüzüklerinin içeriğinde bu durumun belirtilmediği yatırım fonları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından A Tipi olarak görülmemektedir (Kırman, 2009: 19).

B Tipi yatırım fonlarında ise, A Tipi yatırım fonlarında olduğu gibi % 25 oranında Türk şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapma gibi bir sınırlama yoktur. Dolayısıyla A Tipi yatırım fonları dışında kalanlar B Tipi yatırım fonlarıdır. B Tipi yatırım fonlarının portföylerinde A Tipi yatırım fonlarınınkine oranla daha az hisse senedi fonu bulunmaktadır. Bu sebeple, A Tipi yatırım fonları borsadaki finansal değişimlerden daha çok etkilenmektedir. Dolayısıyla, A Tipi yatırım fonları B Tipi yatırım fonlarına göre daha büyük risk içermektedir. Diğer bir deyişle de daha büyük getiriye yol açmaktadır (Coşkun, 2010: 170).

2.1.14.2. Türlerine Göre Yatırım Fonları

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’na göre tür olarak altın fonu, değişken fon, endeks fon, fon sepeti fonu, garantili fon, grup fonu, hisse senedi fonu, iştirak fonu, karma fon, kıymetli madenler fonu, koruma amaçlı fon, likit fon, özel fon, sektör fonu, serbest yatırım fonu, tahvil ve bono fonu ve yabancı menkul kıymetler

fonu olmak üzere 17'ye ayrılan yatırım fonlarının türleri portföye alınacak olan menkul kıymetlere göre belirlenmektedir (SPK, 2010).

Altın fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, ulusal ve uluslararası borsalardaki altına yatırmış olan fonlardır. Bu fonlar sadece altına değil altına yönelik sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapmaktadır.

Değişken fon, sınırlamalar kapsamında, portföyünün tamamı diğer fon türlerine uymayan fonlardır.

Endeks fon, portföyünün en az % 80'i devamlı bir şekilde, kurul tarafından uygun görülmüş olan herhangi bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az % 90 olan fonlardır. Endeks fonları, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden veya bir kısmından oluşmaktadır.

Fon sepeti fonu, portföyünün en az % 80'i devamlı bir şekilde, diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşmaktadır.

Garantili fon, yatırımcının fona katılırken yapmış olduğu yatırımın tamamının, bir kısmının veya bu yatırımın üzerinde belli bir getirinin yatırımcıya geri ödenmesinin vaat edildiği fonlardır. Bu getiri, izahnamede belirlenen esaslar dâhilinde belli vadelerle geri ödenmektedir. Söz konusu vadin garantisini, bir garantör tarafından verilen garantiye ve uygun bir yatırım stratejisine dayandırılmaktadır.

Grup fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlardır.

Hisse senedi fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, Türkiye'deki ortaklıkların hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır.

İştirak fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, kurucunun iştirakleri tarafından çıkarılan menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardır.

Karma fon, portföyünün tamamı, borçlanma araçları, hisse senetleri ve altın ve diğer kıymetli madenlerle bunlara yönelik sermaye piyasası araçlarının en az ikisinden oluşan fonlardır ve her birinin değeri fon portföyünün değerinin % 20'sinden az değildir.

Kıymetli madenler fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, ulusal ve uluslararası borsalardaki altına ve diğer kıymetli madenlere yatırmış olan

fonlardır. Bu fonlar sadece altına ve kıymetli madenlere değil bunlara yönelik sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapmaktadır.

Koruma amaçlı fon, yatırımcının fona katılırken yapmış olduğu yatırımın tamamının, bir kısmının veya bu yatırımın üzerinde belli bir getirinin yatırımcıya en iyi gayret esasıyla geri ödenmesinin amaçlanmış olduğu fonlardır. Bu getiri, izahnamede belirlenen esaslar dâhilinde belli vadelerle geri ödenmektedir.

Likit fon, portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en çok 45 gün olan fonlardır ve portföyünün tamamı devamlı bir şekilde, portföyünde vadesine en çok 180 gün kalmış ve likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır.

Özel fon, katılma payları daha önceden belirlenen kişi ya da kuruluşlara ayrılmış olan fonlardır.

Sektör fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, belli bir sektörü oluşturmuş şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlardır.

Serbest yatırım fonu, kurulma amacı nitelikli yatırımcılara katılma paylarını satmak olan ve mevzuattaki portföy sınırlamalarından muaf olan fonlardır.

Tahvil ve bono fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, özel sektör ya da kamu borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardır.

Yabancı menkul kıymetler fonu, fon portföyünün en az % 51'i devamlı bir şekilde, yabancı özel ya da kamu sektörü varlıklarına yatırım yapan fonlardır (SPK, 2010).

2.2. Emeklilik Fonları

2.2.1. Emeklilik Fonları Kapsamı

Finansal piyasaların gelişmediği ve gelişme aşamasında olan ülkelerdeki vatandaşlar, çalışırken tasarruf yapmaya çalışmaktadırlar. Ancak gelişmiş olan finansal piyasaların bulunduğu ülkelerde ise bu tasarruf yapma işlemi finansal kurumlar yoluyla olmaktadır. Emeklilik fonları da bunlardan biridir.

Emeklilik fonları, şartları önceden belirlenen bir emeklilik planı ve profesyonel yönetim ilkeleri kapsamında tasarruf sahiplerinin düzenli olarak

yaptıkları katkıların bir fonda toplanmasıyla yatırıma yönlendirildiği kurumsal yapılardır. Dolayısıyla, emeklilik fonları, çalışan kişilerin çalışma hayatı boyunca elde ettikleri gelirden tasarruf etmeyi sağlamaktadır. Bu sayede, emeklilik dönemlerinde sürdürülebilir bir yaşama seviyesi sağlamalarına imkân vermektedir (Derelioğlu, 2001: 15).

Emeklilik fonları, bireysel emeklilik şirketleri tarafından, tasarruf sahiplerinin katkı amacıyla ödedikleri paylarının kendi hesaplarında değerlendirilmesi amacıyla kurulmuş olan ve gelir getiren farklı sermaye piyasası araçlarından oluşan yatırım araçlarıdır. Kurulmuş olan fonlar sadece bireysel emeklilik sistemine üye olan yatırımcılara yöneliktir ve bu süreç Türkiye’de gönüllü olarak işlemektedir. Kişiler, istedikleri takdirde emeklilik fonlarına yatırım yapmaktadırlar. Herhangi bir zorunluluk söz konusu değildir. Ancak bazı ülkelerde bu süreç zorunlu tutulmaktadır.

Ayrı emeklilik fonları birleştirilebilmektedir ve birleşen bu emeklilik fonları süresiz bir şekilde kurulmaktadır. Bunun yanında, eğer bireysel emeklilik şirketleri faaliyetlerini sürdüremeyecek duruma gelirse, bu şirketler başka şirketlere devir olabilmektedirler (Uygurtürk, 2007: 37-52).

Süresiz olarak kurulmuş olan emeklilik fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Emeklilik sürecinde gelir elde etmek amacıyla birikimlerin değerlendirilmesi için kurulabilmektedir. Emeklilik fonlarının kurulması için Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin alınması zorunludur ve kurulduktan sonra bu fonlar uzmanlar tarafından yönetilmektedir. Bu sebeple her fon için en az bir portföy yöneticisi ile fon kurulabilmektedir. Fon kurma işlemi, emeklilik şirketleri tarafından portföy yönetim sözleşmesiyle birlikte olmaktadır.

Emeklilik fonları ile tasarruf sahiplerinin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi sağlanmaktadır. Böylece, bireyler emeklilik dönemlerinde ek gelir elde etmekte dolayısıyla ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak ekonomik kalkınmaya yardımcı olmaktadır. Fonlama modeline dayanan bir sistemin içinde olan emeklilik fonlarının ayırt edilebilecek en önemli özelliği çalışanların aylıklarından alınan kesintilerin toplanarak daha sonra kendisine ödenmesidir (Derelioğlu, 2001: 6). Ancak emeklilik fonları sadece emeklilik süreci için sağlanan bir tasarruf olarak düşünülmemelidir. Aynı zamanda, ulusal tasarruf düzeyini ve

istihdamı arttırmaktadır. Bunun yanında, sermaye piyasalarının derinliğini ve verimliliğini ve gayri safi milli hasılayı da arttırmaktadır (Karasar, 2005: 19-24).

Emeklilik fonunun mal varlığı, sözleşmede ve kanunda belirtilmiş olan amaçların dışında hiçbir şekilde kullanılamamaktadır. Bu sözleşme ve kanunları Sermaye Piyasası Kanunu, Bireysel Emeklilik Kanunu, fon iç tüzüğü, emeklilik sözleşmesi oluşturmaktadır. Söz konusu mal varlığı, teminat olarak gösterilememekte, üçüncü şahıslar tarafından haczedilememekte ve iflasa konu olmamaktadır.

Emeklilik fonlarına yatırım yapıldığı takdirde yatırımcı açısından bazı avantajlar elde edilmektedir. Emeklilik fonlarıyla, risk çeşitlendirilmekte ve yatırımcıların bireysel olarak ulaşamayacakları kadar alt düzeylere indirilebilmektedir. Bu süreçte, fon profesyoneller tarafından yönetilmekte dolayısıyla yatırımcı açısından zaman ve bilgi tasarrufu sağlanmaktadır. Tüm bunların yanında, tasarruf sahiplerine sabit getirili yatırım araçlarını seçme fırsatı veren emeklilik fonları, değişken getirili yatırım araçlarını da seçme imkânı vermektedir (Karacabey ve Gökgöz, 2005: 42-45).

Türkiye’de uygulanan Emeklilik Sistemi’ne göre, 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren sisteme yatırılan katkı payları için, payların %25’i oranında bireylerin bireysel emeklilik hesaplarına devlet katkısı ödenmektedir. Devlet tarafından sağlanan bu katkı, yıllık belirlenen limit dâhilinde gerçekleşmektedir. Söz konusu katkı, bireysel emeklilik sözleşmesi altında katkı payı ödeyen Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarına ödenmektedir. Bireysel emeklilik sistemine dâhil olan her birey devlet katkısı avantajından yararlanabilmektedir. Bu avantajdan yararlanmak için, emeklilik şirketleri yatırılan katkı paylarını Emeklilik Gözetim Merkezi’ne bildirmekte ve devlet katkısı gereken miktarda bireysel emeklilik hesabına yatmaktadır (Anonim, 2015).

2.2.2. Emeklilik Fonlarındaki Yatırım Araçları

Emeklilik fonları çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler (SPK, 2010). Bunlar yatırım fonu katılma belgeleri, borçlanma araçları ve hisse senetleri, kıymetli madenlere ve gayrimenkullere dayalı varlıklar, vadeli işlem ve opsiyon

sözleşmeleri, repo ve borsa para piyasası işlemleri, nakit, vadeli ve vadesiz mevduat ve son olarak kurul tarafından uygun görülüp ilan edilmiş diğer para ve sermaye piyasası araçları olarak sıralanmaktadır.

2.2.3. Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonlarının Tarihi Gelişimi

Dünyanın çeşitli yerlerinde farklı adlarla isimlendirilen emeklilik fonlarının ortak amacı bireylerin emeklilik dönemlerinde ekstra bir gelir kaynağı yaratmaktır. Tarihte ilk olarak bilinen emeklilik fonu, Bank of New South Wales tarafından, 1862 yılında Avustralya’da kurulmuştur. Ardından Amerika’da Amerikan Demiryolu Şirketi 1875 yılında bu süreci devam ettirmiştir (Elton ve Gruber, 1999: 28).

Amerika’da 1874 yılında “Grand Trunk Railway of Canada Superannuation and Pensions Association” oluşturularak ilk çağdaş emeklilik kurumu kurulmuştur. Bu kurulumla birlikte katılımcılar belirlenmiş ve bu katılımcıları yolcu ve nakliye acenteleri, denetim elemanları, telgraf operatörleri, mekanik birimlerdeki ustalar, ofis çalışanları ve maaşlı memurlar oluşturmuştur. Amerika’nın ardından Kanada ve İngiltere’de de emeklilik fonları oluşturulmuş ve uygulanmıştır. 1902 yılında, “Equitable Life Assurance Society” İngiltere’de emeklilik aylığı planı sunmuştur. Bu plan, hayat sigorta senediyle düzenli yıllık ödemelerin olduğu ilk üründür (Lumby, 1999: 35-36).

20. yüzyılda emeklilik fonlarının gelişim süreci daha hızlı olmuştur. Kuruluşlar ilk önemli gelişmeleri aslında 1940’lardan sonra yaşamaya başlamışlardır. Kurumsal büyüme endüstriyel organizasyonlara entegre olduğu için istihdamda istikrar ve işte kalıcılık ortaya çıkmıştır. 1929 yılında yaşanan ekonomik karışıklık ve sonrasındaki II. Dünya Savaşı’ndan sonra işveren tarafından karşılanan emeklilik fonlarının sayısında çok büyük artış yaşanmıştır. Çünkü insanlar bu süreçlerden sonra gelecekleri hakkında endişelenmiş ve dolayısıyla arayışa girmişlerdir. Bu sebeple, emeklilik fonları bu süreçte insanlara yardımcı olan kuruluşlar olarak belirmiştir.

Türkiye’de 1999 yılında kurulmuş olan Bireysel Emeklilik Komisyonu Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu Tasarısı’nın taslağını hazırlamıştır. Bu zamanlarda, sosyal güvenlik kurumlarının bünyesinde belli başlı

sorunlar ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, bireysel emeklilik sistemi konuşulmaya başlanmış ve bu sorunlar doğrultusunda ona ihtiyaç duyulmuştur. Bu sebeple, Bakanlar Kurulu tarafından, 16 Mayıs 2000 tarihinde, “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu Tasarısı” TBMM Başkanlığı’na arz edilmiştir. Bu şekilde, bireylerin emeklilikleri için olan tasarruflarına dayanan fonlu bir sistem oluşturulmak istenmiştir. Bu tasarı, 28 Mart 2001 tarihinde TBMM tarafından kabul görmüştür. Ardından, 24366 sayılı Gazete’de 7 Nisan 2001 tarihinde yayınlanmıştır. Bu kanun, yayınlandığı tarihten yaklaşık altı ay sonra yürürlüğe girmiş, 27 Ekim 2003 tarihinde bireysel emeklilik sistemi uygulanmaya başlanmış ve emeklilik şirketleri işler duruma gelmiştir.

12 Ocak 2008 tarihinde Emeklilik Gözetim Merkezi’nin çalışma usulleri düzenlenmiş, yapısı ve görevleri ince ayrıntılarıyla tayin edilmiştir. 9 Ağustos 2008 tarihinde de yürürlüğe girmiş olan “Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik” aracılığıyla bir takım düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerde fon dağılımındaki değişiklikler, grup emeklilik sözleşmesi, sözleşmelerde hak kazanma süresi, emeklilik sözleşmesinin yürürlüğe girmesi, birikimlerin aktarılması ve ödenmesi, sözleşmenin feshi, hesapların birleştirilmesi ve haciz gibi mevzular ele alınmıştır.

Dünya genelinde değişmiş olan ve her geçen gün değişmeye devam eden ekonomik durumlar, var olan sosyal güvenlik sistemlerinin tekrar düzenlenmesini gerektirmektedir. Gelişmiş olan ülkelerdeki bu sosyal güvenlik sistemindeki dengenin bozulması, nüfusundaki yaşlılık oranının artması ve aynı zamanda gelişme sürecinde olan ülkelerde daha etkin sosyal güvenlik hizmeti verilmesi gerekmekte olduğu için düzenlemeler her geçen gün artmaktadır.

Tablo 6, emeklilik fonlarının büyüklük dağılımını milyon TL cinsinden göstermektedir. 2010 yılının sonunda yaklaşık 12 milyar TL olan emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü sürekli yükselmiş ve 2014 yılı sonunda 38 milyar TL olmuştur. 2014 yılında, Emeklilik fonları A ve B Tipi fonları ile kıyaslandığında, Emeklilik fonlarının portföy büyüklüğünün A ve B Tipi fonlarının toplam portföy büyüklüğünü geçmiş olduğu görülmektedir. Bu artışta, 2013 yılında getirilen devletin %25 oranındaki katkısının da etkisi olduğu düşünülmektedir. Kamu borçlanma araçları fonları yaklaşık 13 milyar TL portföy büyüklüğü ile emeklilik fonları portföy

değeri büyüklüğünde ilk sıradadır. İkinci sıradaki fon ise 11 milyar TL ile esnek fonlardır. Standart fonların büyüklüğü ise 3 milyar TL'dir. 2013 yılında işleme konan devlet katkısı fonunun portföy büyüklüğü ise 2014 yılı sonunda 2,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 6
Emeklilik Yatırım Fonlarının Büyüklük Dağılımı (Milyon TL)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
Kamu Borçlanma Araçları (TL)	6,482	7,211	10,146	10,209	12,721	24.6%
Esnek Fon	3,079	3,828	5,908	8,057	11,323	40.5%
Likit Fon	1,162	1,374	1,690	2,229	3,480	56.1%
Standart Fon	-	-	-	1,150	3,019	162.5%
Hisse Senedi Fonu	765	908	1,427	1,854	2,543	37.2%
Kamu Borçlanma Araçları (Yabancı Para)	401	634	750	865	1,567	81.2%
Altın Fonu	-	-	-	84	301	258.3%
Karma Fon	132	150	213	182	275	51.1%
Karma Borçlanma Araçları Fonu	-	-	-	100	162	62.0%
Dengeli Fon	123	111	121	118	123	4.2%
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	-	-	1	34	57	67.6%
Endeks Fon	-	-	19	37	33	-10.8%
Uluslararası Fon	33	91	68	186	21	-88.7%
Devlet Katkısı Fonu	-	-	-	1,259	2,407	91.2%
Toplam	12,177	14,308	20,343	26,364	38,031	44.3%

Kaynak: Takasbank

Tablo 7, Emeklilik fonlarına ait yatırımcı sayılarını ve portföy değerlerini göstermektedir. Emeklilik fonların yer alan toplam yatırımcı sayısı 2013 yılında %32'lik, 2014 yılında %23'lük bir artış göstermiştir. Bu artışta, 2013 yılında işleme konan %25 oranındaki devlet katkısının da etkisinin bulunduğu düşünülmektedir.

Tablo 7
Emeklilik Yatırım Fonlarının Yatırımcı Sayısı ve Portföy Değeri

	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013 Değişim
Yatırımcı Sayısı (Bin)	2,281	2,642	3,128	4,127	5,063	22.7%
Portföy Değeri (Mn. TL)	12,012	14,330	20,346	24,845	34,577	39.2%
Toplam Portföy Değeri (Mn. TL)*	12,012	14,330	20,346	25,997	37,600	44.6%

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi

* Devlet katkısı ile birlikte toplam portföy değeridir.

2014 yılında, bireysel emeklilik fonlarının devlet katkısı hariç portföy değeri %39 artmış ve yaklaşık 35 milyar TL olmuştur. Devlet katkısı da düşünülduğünde bu miktar yaklaşık 38 milyar TL'dir. 2014 yılı sonunda, 2013 yılı sonuna göre, kişi başına düşen ortalama portföy büyüklüğü %13'lük bir artışla 6.830 TL'ye ulaşmıştır.

2.2.4. Emeklilik Fonlarının Yönetim Yapısı ve İlkeleri

Emeklilik fonlarını yöneten kuruluşlar ülkeye göre farklı olsa da genellikle sigorta şirketleri, fon yönetim şirketleri ve yatırım bankaları tarafından yönetilmektedir. Emeklilik şirketi, şirketin yönetim kurulu kararı doğrultusunda, kurulan fonlarla alakalı yürütülen işlemlerin takip edilmesi ve rapor oluşturulması amacıyla bir Fon Kurulu atamaktadır. Bu Fon Kurulu en az üç kişiden oluşmaktadır. Atanan üyeler şirket dışından da olabilmektedir. Hem tek bir fon için hem de birden fazla fon için bir tane Fon Kurulu kurulabilmektedir.

Fon Kurulu üyelerinin belli başlı şartları taşımaları gerekmektedir. Öncelikle dört yıllık eğitim veren yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları ve sermaye piyasası, sigortacılık veya bankacılık alanlarında en az beş yıllık tecrübeleri olması gerekmektedir. Faaliyet yetki belgelerinden en az biri ve borsa üyeliği iptal edilmiş kuruluşlarda iptalde sorumluluk sahibi olan kişilerden olmamaları gerekmektedir. Üyelerin aynı zamanda "Bireysel Emeklilik Fonları Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"te yer alan yüz kızartıcı suçlardan ve birtakım kaçakçılık suçlarından hüküm giymemiş olmaları gerekmektedir (Anonim, 2015).

Fon İç Kontrol Sistemi, Fon Kurulu'ndan ayrı olarak fonla alakalı kontrol işlemlerini yapmaktadır. Bu sistem, fon işlemlerinin etkin ve verimli olmasını sağlamak ve elde edilen finansal ve idari bilgilerin güncelliğinin korunmasına yardımcı olmaktadır. Bunların yanında, fon işlemlerinin her türlü sözleşmeye uygun olarak ilerlemesini, muhasebe işlemlerinin doğru olarak yapılmasını ve zamanında temin edilmesini sağlamaktadır.

Emeklilik şirketi en azından bir tane fon denetçisi atamaktadır. Fon işlemlerinin iç kontrol usullerine göre yürütülmesinin sağlanması için fon denetçileri mevcuttur. Bir yılda en az bir kere denetçilerin tespit ve denetimlerine ait rapor

sonuçları, şirketin yönetim ve fon kuruluna sunulmaktadır. Bu raporlar şirket tarafından en az beş yıl saklanmak zorundadır (Dalğar, 2007: 89).

Emeklilik fonları sadece menkul kıymet kar payları ve faizlerinden gelir getirmeyi amaçlamamakta, aynı zamanda kıymetli madenlere de yatırım yapabilmektedir. Menkul kıymet piyasaları da hakkında bilgi sahibi olunması gereken teknik piyasalardır ve bu piyasalardaki gelişmelerin güncel olarak izlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, bu takip düzenli olarak yapılmakta ve piyasalardaki değişikliklerin menkul kıymet fiyatlarını nasıl etkilediğine dair doğru tahminlemeler yapılmalıdır. Bu tahminler doğrultusunda belirli tedbirler almak gerekmektedir. Bu süreç bahsedildiği kadar kolay gerçekleşmemektedir. Bu sebeple, emeklilik fonları gerekli donanım ve piyasalar hakkında gerekli bilgiye sahip olan profesyoneller tarafından yönetilmektedir. Bu profesyoneller, piyasa hareketlerine aşina olmalı ve bu hareketleri yakından takip ederek fon portföyleriyle alakalı güncel işlemleri gerçekleştirmelidir (Ergenekon, 2003: 36-39).

Fon portföyündeki varlıkların değeri birtakım sebeplerden dolayı içtüzükteki, izah namedeki ve yönetmelikteki olan asgari sınırların altına iner veya azami sınırların üzerine çıkarsa en geç otuz iş günü içerisinde, değer, bu sınırların içine dâhil edilmelidir. Bu süre belli koşullarda Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uzatılabilmektedir (Mengütürk, 2008: 24).

Fon portföyleri, bazı ilkeler doğrultusunda portföy yöneticileri tarafından yönetilmektedir. Portföy yönetimiyle alakalı usuller, emeklilik şirketi ve portföy yöneticileri arasında yapılan “portföy yönetim sözleşmesi” ile ortaya çıkmaktadır. Portföy yöneticileri belli başlı ilkeleri baz alarak portföyleri yönetmektedirler. Portföy yönetilirken riskin dağıtılması, likidite ve getiri durumlarına dikkat etmek zorundadırlar. Bu durumlar dikkate alınırken fon içtüzüğü ve portföy yönetim stratejisine göre hareket etmelidirler. Eğer bir yönetici birden fazla fon yönetmekte ise, her bir fonu ayrı değerlendirmelidir. Fon portföyü ile alakalı yatırım kararları alınacağı zaman sözleşmelerdeki yatırım ilkelerine uymalıdırlar. İşlemleri zaman ve fiyat olarak en uygun şekilde değerlendirmelidir. Bu işlemlerin her birini yerine getirirken kendi çıkarlarını gözetmemelidir. Gerek şirket fon kurulu üyeleri, gerek portföy yöneticisi ve gerekse saklayıcı, sahip oldukları bilgileri üçüncü kişilerle

paylaşmamalıdır. Bu durum, görevlerinden ayrıldıktan sonra da geçerlidir (Ekin ve Akgeyik, 2003: 28-35).

Bir fon portföyü için birden fazla portföy yöneticisi görev yapabilmektedir. Emeklilik şirketi, portföy yöneticilerinin fonun yönetiminde gerekli titizliği göstermemeleri ve Fon Kurulu'nun yöneticilik ilkeleri doğrultusunda davranmamaları durumunda ve buna ek olarak mali olarak sıkıntıya girilmeye başlandığında yönetim sözleşmesini feshedebilmekte ve başka yöneticilerle anlaşabilmektedir. Bu olumsuzluklar yaşandığı takdirde, Kurul da yöneticilerin değişmesini isteyebilmektedir.

2.2.5. Emeklilik Fonları ile Alakalı Temel Bilgi Kaynakları

Emeklilik fonlarında yatırım fonlarındaki gibi yatırımcının kendisi için uygun fonu seçmesi ve fonlarla ilgili bilgilere ulaşması için bazı belgelerin olması gerekmektedir. Belgeler kurul tarafından onaylanmış olmalı ve gerek duyulduğunda katılımcıya verilmek zorundadır. Bu belgeler yatırım fonlarında da anlatıldığı gibi fon içtüzüğü, izahname, sirküler, fon finansal tabloları ve aylık raporlardır.

2.2.6. Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi

Emeklilik fonlarının önemli bir paya sahip olduğu ve aksine fonların tam olarak gelişemediği ülkelerin mevzuatları karşılaştırıldığı takdirde, aradaki farklılığın önemli sebeplerinden biri de fonların vergilenmesiyle alakalı işlemlerdir (Ergenekon, 2001: 107).

Türkiye'de vergilendirme üç evrede olmaktadır (Anonim, 2015).

Öncelikle bu sisteme girerken, vergi kazanımı söz konusudur. Katılımcıların katkı payı ödemeleri, söz konusu ayda elde edilmiş olan brüt ücretin %10'una kadar vergi matrahından indirilebilmektedir. İşverenlerin de çalışanları adına emeklilik hesabına ödeyeceği tutarın brüt maaşın %10'una tekabül eden miktarı kurumlar vergisi matrahından indirilebilmektedir. Bu iki vaziyette de yapılacak olan indirimler asgari ücretin yıllık toplam miktarını aşmamaktadır.

İkinci aşama olarak da, emeklilik fonlarının kazançları hiçbir vergi türünden sorumlu değildir ve gelirler üzerinden vergi ödenmemektedir. Ancak bu vergi ödememe sürecine stopaj işlemi dâhil değildir.

Son olarak sistemden çıkışta emeklilik hakkı kazananlar belli bir miktar para almaktadırlar ve bu paranın %25'ine vergi muafiyeti getirilmiştir. Geri kalan paranın, yani paranın %75'inin, üzerine de %5 stopaj işlemi uygulanmaktadır. Tasarruf sahipleri sistemde 10 yıllarını doldurduktan sonra, eğer 56 yaşını doldurmadan sistemden ayrılırlarsa birikimlerinin %10'u stopaj işlemine maruz kalmaktadır.

2.2.7. Emeklilik Fonlarının Denetlenmesi

İşleyen sistemin güvenilirliğinin sağlanması ve düzgün bir şekilde işlemlerini sağlamak için emeklilik şirketlerini denetleyen denetim ve gözetim mekanizmaları vardır. Bu gözetim ve kontrolü sağlayan kurum ve kuruluşlardan bazıları Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu, Emeklilik Gözetim Merkezi, Takasbank ve bağımsız denetim şirketleridir.

Sermaye Piyasası Kurulu yılda en az kez fonların ve yöneticilerin faaliyetlerini kontrol etmektedir. Fon işlemleri de üçer ayda bir bağımsız olarak dış denetimden geçmektedir (Anonim, 2015). Bağımsız dış denetimin yapıldığı zamanlarda denetçinin fikirlerini içeren bir rapor hazırlanmaktadır. Ardından bu rapor, bağımsız denetim raporuyla şirkete ve kurula gönderilmektedir. Rapor, fonların mevzuata göre saklanıp saklanmama durumunu, birim pay değerinin uygun olarak hesaplanıp hesaplanmama durumunu, fon iç kontrol sistemini ve kamuya açıklanmış olan bilgilerin uygun olup olmaması durumunu içermektedir (Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, 2015).

2.2.8. Emeklilik Fonlarının Sona Ermesi

Birleşme veya devir olayı söz konusu olduğu zaman emeklilik fonları sona ermektedir. Birleşme işlemi sadece aynı şirketteki fonlar için söz konusudur, farklı şirketteki fonlar birleştirilememektedir ve bu durumu şirketin veya kurulun talep

etmesi gerekmektedir. Emeklilik fonlarının birleşmesi işleminde de yatırım fonlarının birleştirilmesindeki düzenlemeler geçerlidir. Söz konusu fon devri de, müsteşarlık tarafından onay alınırsa, şirketin fon kurma şartlarını kaybettiğinde ve durumun bir yıl öncesinde fesih talebinde bulunduğu gerçeğiyle gerçekleştirilebilmektedir (Anonim, 2015).

2.2.9. Türkiye’de Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması

Emeklilik fonlarının mevzuat düzenlemesi, değişik getirisi olan ve farklı risk bileşimlerine sahip para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak koşuluyla riskin dağıtılmasını ve aynı zamanda etkili bir risk yönetiminin gerçekleşmesini sağlayan bir şekilde oluşturulmaktadır (Dalğar, 2007: 48-55).

Fon türlerinin ortaya çıkarken, istenen amaç tanımlanmalı ve fonun bu amaca ulaşırkenki performansının ölçülmesi amacıyla kullanılan karşılaştırma ölçütü de izahnamede belirtilmelidir. Bu süreç işlerken de portföy yönetim stratejileri uygulanmalıdır (Anonim, 2015).

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10.05.2002 tarih ve 22 / 646 sayılı kararı gereğince emeklilik yatırım fonu türleri; gelir amaçlı fonlar, büyüme amaçlı fonlar, kıymetli maden fonları, ihtisaslaşmış fonlar, para piyasası fonları ve diğer fonlar olmak üzere altı sınıfta toplanmaktadır (Dalğar, 2007: 48-55).

Gelir amaçlı fonlar, yatırım yapılacak olan varlıkların, temettü ve faiz gelirlerine bakılarak belirlenmiş olan fonlardır. Gelir amaçlı fonlar hisse senedi, devlet tahvili ve yabancı fonları içermektedir. Bu fonların amacitemettü ve faiz geliri elde etmektir (Tekere ve Parlak, 2004: 188).

Büyüme amaçlı fonlar, yatırım yapılacak olan varlıkların, yine bu varlıklardan elde edilecek olan sermaye kazancına bakılarak belirlenmiş olan fonlardır. Bu fonların asıl hedefi riskli varlıkların olduğu gruba yatırım yapmaktır. Bu fonlar, hisse senedinin ait olduğu şirketin büyümesini ve hisselerin fiyatının yükselmesiyle kar elde etmeyi amaçlamaktadır.

Kıymetli maden fonları, fonun portföyünün en az %80’ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıkların meydana getirmesi hedefiyle kurulmuş olan fonlardır.

İhtisaslaşmış fonlar, coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksi baz alarak yatırım yapmakta olan fonlardır.

Para piyasası fonlarında fon portföyünün tamamı vadesine 3 ay ya da bu süreden daha az kalmış likiditesi yüksek olan varlıklardan oluşmaktadır. Yani, kısa süreli bir şekilde elde tutulan varlıklardan oluşmuş olan fonlardır.

Diğer fonlar ise tüm bu anlatılmış olan fon gruplarına girmeyen fonlardan oluşmaktadır.



3. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARI PERFORMANS ÖLÇÜMÜ İÇİN KULLANILAN VARLIK FİYATLAMA MODELLERİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nda yer alan yatırım ve emeklilik fonlarının gider verileri dikkate alınarak, fonların risklerine uygun bir getiri sağlayıp sağlamadıklarının analiz edildiği bu çalışmada, sistematik riske karşı düzeltilmiş getiriyi hesaplamaya olanak veren Jensen Alfa değeri iki ayrı modelden yararlanılarak tahminlenmiştir. Öncelikle SVFM kullanılmış, ardından SVFM'nin sonuçlarının tutarlılığının test edilmesi amacıyla Fama ve French üç faktör modelinden yararlanılmıştır.

3.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

Markowitz'in portföy teorisini temel alan SVFM, birbirinden bağımsız bir şekilde Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilmiştir. SVFM herhangi bir finansal varlığın beklenen getirisi ve risk seviyesi arasındaki ilişkiyi gösteren bir modeldir (Gökbel, 2003: 21-22). Söz konusu model çeşitli varsayımlardan yola çıkmaktadır. Bu varsayımlara göre, menkul kıymetlerin alım ve satım maliyetleri mevcut değildir. Yatırımcılar imkânlar el verdiği sürece istedikleri menkul kıymetlere istedikleri kadar yatırım yapabilmektedirler. Kişilerin söz konusu bireysel yatırım hareketleri menkul kıymetlerin piyasa fiyatını etkilememektedir. Yatırımcılar, sadece beklenen getiri ve bu getirinin standart sapmasına göre yatırım yapmaktadırlar. Bunların yanında, piyasada risksiz menkul kıymetler de mevcuttur ve risksiz faiz oranı üzerinden yatırımcılar kendilerine göre uygun miktarda borç alıp vermektedirler. Ayrıca tüm yatırımcıların beklenen getirileri aynıdır ve pazarda mevcut tüm menkul kıymetler pazarlanabilmektedir (Elton ve Gruber, 1995: 295). Tüm bu bilgiler ışığında, SVFM'ni Denklem (1)'deki gibi ifade etmek mümkündür.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (1)$$

Denklem (1)'de $E(r_i)$, bir i varlığının beklenen getirisini; r_f , risksiz faiz oranını; $E(r_m)$, piyasa portföyünün beklenen getirisini ve β_i , i varlığının sistematik riskini göstermektedir.

Varlıkların nasıl fiyatlandırıldığını anlamak amacıyla ortaya çıkarılmış olan SVFM önemli temel özelliklere sahiptir (Berk, 2010: 379). Bu özelliklere göre, bir

menkul kıymete ait sistematik risk beta (β) ile ölçülmektedir. Menkul kıymete ait beklenen getiri ise, risksiz faiz oranına, pazar risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır. Yatırımcılar, riskli varlıklardan oluşan portföyleri yeterli miktarda çeşitlendirdikleri takdirde getiri ve risk arasında denge kurmaktadır. Bunun yanında, belli bir portföyden beklenen getirinin artırılması için, yatırımcının daha çok risk alması gerekmektedir.

Belli bir risk yatırımcı tarafından göze alındığı zaman, elde edilen fazladan getiri risk primidir. Yani risk primi, mevcut menkul kıymetten elde edilen getirinin risksiz menkul kıymetten elde edilecek getiriye aşan bölümüdür.

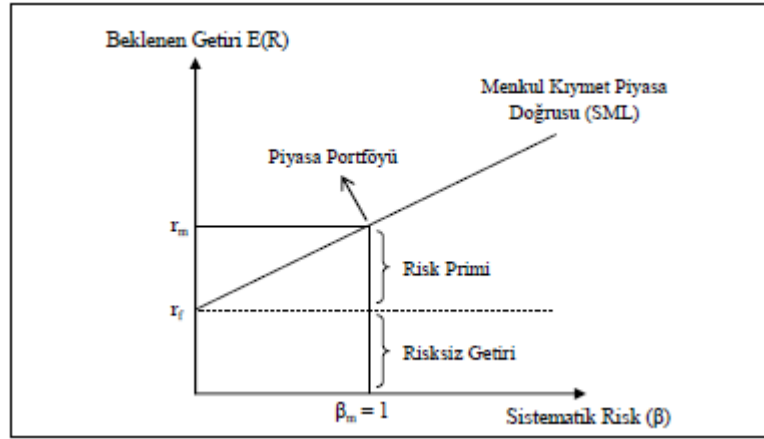
Piyasada risksiz yatırım araçları da vardır. Bu araçların ilerleyen zamanda getirilerinin gerçekleşme olasılığı yoktur. Bu sebeple, risksiz yatırım aracının getiri düzeyi, risksiz getiri oranı veya risksiz faiz oranı olarak kabul görmektedir. Devlet tahvilleri ve hazine bonoları risksiz varlıklara örnek olarak gösterilebilmektedir (Usta, 2008: 362).

Beta katsayısı, menkul kıymetlere ait riskin yani sistematik riskin ölçütüdür ve belli bir menkul kıymetin getirisinin piyasa getirisine, yani piyasada işlem görmekte olan menkul kıymetlerin oluşturduğu piyasa portföyünün getirisine, olan duyarlılığını göstermektedir. Yüksek betaya sahip olan varlıkların riski, düşük betaya sahip olan varlıkların riskinden daha fazladır (Coşkun, 2010: 366). Söz konusu beta Denklem (2)'deki gibi hesaplanmaktadır.

$$\beta = \frac{Cov_{(i,m)}}{\sigma_m^2} \quad (2)$$

Denklem (2)'de β , beta katsayısını; $Cov_{(i,m)}$, menkul kıymet getirisi ile pazar getirisi arasındaki kovaryansı; σ_m^2 , pazar getirisinin varyansını göstermektedir.

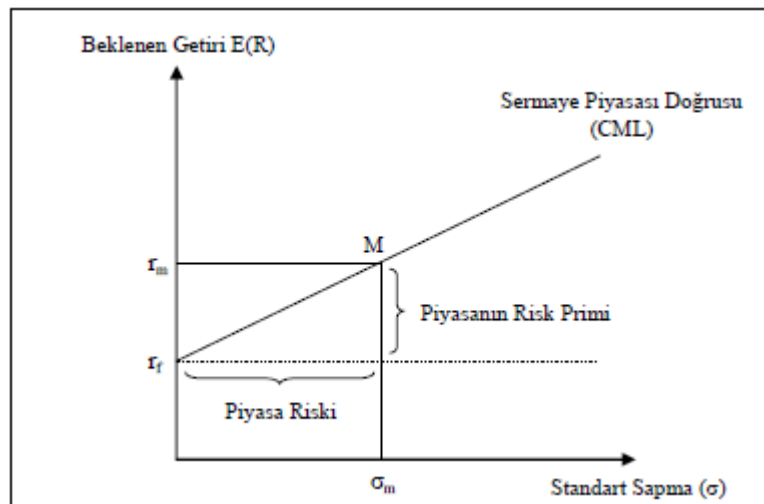
SVFM varsayımları bazı doğrusal ilişkileri de meydana getirmektedir. Bu ilişkilerden biri de menkul kıymet piyasa doğrusudur. Menkul kıymet piyasa doğrusu (MKPD), bir menkul kıymet veya menkul kıymetlerin oluşturduğu portföy için beklenen getiri ile sistematik risk arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Şekil 1'de görülen bu doğrusal ilişkiden de anlaşılacağı üzere, beta katsayısı 1'e eşit olduğu zaman belli bir menkul kıymetin getirisi pazar portföyünün getirisi ile aynı oranda olmaktadır.



Şekil 1: Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu

Kaynak: Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2000), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.

SVFM’nde bir yatırım aracının risk ve getiri ilişkisini ifade eden MKPD, piyasadaki tüm menkul kıymetler için sistematik riske uygun olacak şekilde beklenen getirinin ne olması gerektiğini göstermektedir. SVFM varsayımlarının meydana getirdiği doğrusal ilişkilerden bir diğeri de sermaye piyasası doğrusudur. Şekil 2’de gösterilen sermaye piyasası doğrusu (SPD), menkul kıymetlerden oluşan portföyünün beklenen getirisi ile bu getirinin standart sapması arasındaki ilişkiyi göstermektedir.



Şekil 2: Sermaye Piyasası Doğrusu

Kaynak: Usta, Ö. (2008), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim* (3. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.

Şekil 2’de görüldüğü üzere M noktasında bir portföyün getirisi piyasa portföyünün getirisine eşit olmakta; aynı şekilde portföyün riski de piyasa portföyünün riskine eşit olmaktadır. SPD’na göre portföylerin risk primi portföylerin standart sapmasının bir fonksiyonu iken; MKPD’na göre herhangi bir hisse senedinin risk primi sistematik riskin bir fonksiyonudur.

3.2. Faktör Modelleri

1930 ve 1950 yılları arasında matematiğin gelişmesiyle çok değişkenli analiz türü olan faktör modelinin de temelleri atılmıştır (Anderson, 2003: 569-570). Faktör modeli, öncelikle psikoloji alanında uygulanmış, 1950 yılından sonra bilgisayarın da gelişimiyle farklı alanlarda da kullanılmaya başlanmıştır.

Faktör modelinin yapısı, menkul kıymet getirilerini açıklayacak olan bir bağımsız değişkene dayanmaktadır. Bu menkul kıymet getirileri ile bağımsız değişken arasında yüksek seviyede korelasyon olduğu varsayılmaktadır. (Karan, 2011: 230).

Faktör modeli özellikle karmaşık ve çok boyutlu ilişki analizlerinde kullanılmaktadır (Albayrak, 2006: 107).

3.2.1. Fama – French Üç Faktör Modeli

Gelişen piyasa şartlarıyla birlikte, birçok çalışmada SVFM temel alınarak analizlere farklı değişkenler dâhil edilmiş ve varlıkların getirileri bu şekilde izah edilmeye çalışılmıştır. Böylece çok faktörlü modeller oluşturulmaya başlanmıştır. Bu konuda çalışmalar yapmış olan Fama, portföy performansını onu oluşturan ögelerine ayırarak değerlendirmekte ve bu değerlendirme SVFM’ni temel almaktadır (Teker, Karakurum ve Tav, 2008: 98).

Fama ve French (1992) ortaya koydukları çalışmalarında, hisse senedi getirilerinin zamanla olan değişimlerini incelemişlerdir. Bu değişimi incelerlerken hisse senedi getirileri üzerinde sadece pazar portföyünün getirisinin değil, firma büyüklükleri ve defter değerinin piyasa değerine oranının da etkisi olabileceğini savunmuşlardır. İfade ettikleri bu sonuca dayanarak, Fama ve French (1993) söz

konusu iki faktörü de mevcut SVFM'ne ilave etmiş ve SVFM'ne alternatif olarak üç faktörlü varlık fiyatlama modelini geliştirmişlerdir (Fama ve French, 1993: 1-56). Böylece, denklem (3)'te ifade edilen Fama – French üç faktör modeli çoklu faktör modelleri arasında yerini almıştır.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Denklem (3)'te R_{it} , i varlığının t dönemindeki artık getirisini; R_{Mt} , piyasanın t dönemindeki risk primini; SMB_t (Small Minus Big), küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; HML_t (High Minus Low), yüksek ve düşük fiyat kazanç oranına sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; α_i , i varlığının alfa değerini; β_i , i varlığının artık getirisinin piyasanın artık getirisine olan duyarlılığını; s_i , i varlığının artık getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını ve h_i , i varlığının artık getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını göstermektedir.

Firma büyüklüğü ve defter değerinin piyasa değerine oranının, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin araştırıldığı Fama ve French (1993)'in çalışmasının sonucunda, yüksek defter değeri/piyasa değeri oranına sahip hisse senetlerinin düşük defter değeri/piyasa değeri oranına sahip hisse senetlerine göre daha fazla getiri sağlamış olduğu ortaya çıkarılmıştır. Aynı şekilde, piyasa değerleri düşük olan firmaların hisse senetlerinin piyasa değerleri yüksek olan firmaların hisse senetlerine göre daha fazla getiri sağladığı saptanmıştır. Bu şekilde ortaya çıkan anormal getirilerin, yüksek defter değeri/piyasa değeri oranına sahip ve küçük piyasa değeri olan firmaların hisse senetlerinin daha riskli olmasından dolayı olduğu Fama ve French (1993) tarafından ifade edilmiştir (Fama ve French, 1993: 45-56).

4. PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ VE SEÇİMİ

4.1. Jensen Alfa Ölçütü

Bu çalışmada tercih edilen Jensen Alfa ölçütü, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçimi ve geleceği tahmin kabiliyetinin ölçülmesine olanak veren bir modeldir (Dalğar, 2006: 75). SVFM'ne dayanan ve MKPD'nun temel alındığı modele göre alfa, fonun gerçekleşen getirisi ile teorik olarak olması gereken getiri arasındaki farkı yansıtmaktadır. Başka bir ifadeyle, fonun ortalama getirisinin MKPD'dan sapmasını yani portföy ile MKPD arasındaki dikey uzaklığı göstermektedir. Eğer söz konusu menkul kıymet doğru bir şekilde fiyatlanmış ise alfa kesim noktası sıfır olacaktır. Böylece risk priminin üzerinde bir getiri sağlamayacaktır. Menkul kıymetin getirisi risk priminin üzerinde olduğu takdirde alfa değeri pozitif çıkacak; menkul kıymetin getirisi risk priminin üzerinde olduğu takdirde alfa değeri negatif çıkacaktır. Eğer bir fon pozitif alfa değerine sahipse, sistematik olarak kendisine uygun olan getiriden daha fazla bir getiri sağlamış; negatif alfa değerine sahipse, sistematik olarak kendisine uygun olan getiriden daha az bir getiri sağlamış demektir. Jensen alfa ölçütü Denklem (4)'teki gibi oluşturulmuştur.

$$\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p (r_m - r_f)] \quad (4)$$

Denklem (4)'te α_p , portföyün alfa değerini; r_p , portföyün getirisini; r_m , piyasa getirisini; r_f , risksiz faiz oranını; β_p , portföyün beta katsayısını göstermektedir. SVFM'ne dayanan Jensen alfa ölçütünün tanımı değişebilmektedir. Çalışmada kullanılan bu ölçüt, Denklem (4)'te ve Denklem (5)'te gösterilmek üzere, iki farklı şekilde ortaya çıkmaktadır. Denklem (5), Fama – French üç faktör modeli temel alınarak oluşturulmuştur.

$$\alpha_i = R_{it} - [\beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}] \quad (5)$$

Denklem (5)'te α_i , i varlığının alfa değerini; R_{it} , i varlığının t dönemindeki artık getirisini; R_{Mt} , piyasanın t dönemindeki risk primini; SMB_t (Small Minus Big), küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; HML_t (High Minus Low), yüksek ve düşük fiyat kazanç oranına sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; β_i , i varlığının artık getirisinin piyasanın artık getirisine olan duyarlılığını; s_i , i varlığının

artık getirisinin *SMB* faktörüne olan duyarlılığını ve h_i , i varlığının artık getirisinin *HML* faktörüne olan duyarlılığını göstermektedir. Denklem (4)'teki alfa değerinin ortaya çıkışında hisse senedi ve pazar getirileri etkiliyken; Denklem (5)'teki alfa değeri oluşumunda bu faktörlere ek olarak, hisse senetlerinin piyasa değerleri ve fiyat kazanç oranları da etkili olmaktadır. Bir fona ait alfa değeri ne kadar yüksekse, o fon o kadar yüksek performans göstermektedir.

4.2. Treynor Oranı

Sistematik riskin baz alındığı Treynor oranı, Treynor (1965) tarafından geliştirilmiştir. Sistematik riskin temel alınmasıyla, portföyün iyi derecede çeşitlendirilmiş olduğu varsayılmakta ve sistematik olmayan risk yok olmaktadır. Treynor, portföy performansının sistematik risk göstergesi olan beta katsayısı ile ölçülmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Portföy getirilerinin piyasaya olan duyarlılığını gösteren beta katsayısının yüksek olması portföyün o derece riskli olması anlamına gelmektedir. Treynor oranı, Denklem (6)'daki gibi hesap edilmektedir.

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (6)$$

Denklem (6)'da T_p , portföyün Treynor performans endeksini; r_p , portföyün getirisini; r_f , risksiz faiz oranını ve β_p , sistematik riski göstermektedir. Treynor oranı hesaplanarak bulunan değer sistematik risk başına ilave getiriye ifade etmektedir. Dolayısıyla daha fazla ek getiri elde edilmesi yani Treynor endeksinin yüksek olması söz konusu portföyün performansının daha iyi olduğu anlamına gelmektedir.

4.3. T^2 Performans Ölçütü

Bu ölçüt, Treynor oranını, yüzdelik halde getiriye çevirmektedir ve Denklem (7)'deki gibi hesaplanmaktadır.

$$T^2 = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} - (r_m - r_f) \quad (7)$$

Denklem (7)'de T^2 , performans ölçütünü; r_p , portföyün getirisini; r_f , risksiz faiz oranını; β_p , sistematik riski ve r_m , piyasa getirisini göstermektedir. T^2 performans

ölçütünün Treynor oranının yüzde getiri hali olduğu düşünülürse, bu değerin yüksek olması Treynor oranında olduğu gibi, düşük olmasına göre tercih edilen bir durumdur.

4.4. Sharpe Oranı

Sharpe (1966) tarafından ortaya çıkarılan ve Sharpe oranı olarak kullanılan performans ölçütü, SVFM'ni temel almaktadır. Bu ölçüte göre, portföyün toplam riskini standart sapma oluşturmaktadır. Sharpe oranı ölçütünün kullanılmasıyla bulunan değer ne kadar yüksekse, portföy performansı da o kadar yüksek demektir. Sharpe oranı Denklem (8)'deki gibi ifade edilmektedir.

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (8)$$

Denklem (8)'de S_p , Sharpe endeksini; r_p , portföy getirisini; r_f , risksiz faiz oranını; σ_p , portföyün toplam riskini göstermektedir. Sharpe oranı, getirinin arttığı ya da standart sapmanın azaldığı durumlarda yükselmekte; getirinin azaldığı ya da standart sapmanın arttığı durumlarda düşmektedir.

4.5. M^2 Performans Ölçütü

Risk ölçütü olarak toplam riski baz alan M^2 performans ölçütü, Modigliani ve Modigliani (1997) tarafından geliştirilmiştir. Sharpe oranında da risk ölçütü olarak toplam risk kullanılmasına rağmen, M^2 ölçütünde performanslar daha kolay yorumlanmaktadır. Bu ölçütte karşılaştırma ölçütü kullanılmaktadır (Ural, 2010: 112). Söz konusu ölçüt Denklem (9)'da gösterilmektedir.

$$M^2 = r_f + \sigma_m[\text{Sharpe oranı}] \quad (9)$$

Denklem (9)'da M^2 , performans ölçütünü; r_f , risksiz faiz oranını ve σ_m , karşılaştırma ölçütü getirilerinin standart sapmasını ifade etmektedir. M^2 performans ölçütünde, bütün portföyler piyasa karşılaştırma ölçütündeki risk seviyesine göre ayarlanmakta ve bu sebeple risk ve getiri arasındaki denge kullanılmaktadır. Dolayısıyla, M^2 ölçütüyle performans ölçümü yapılırken, söz konusu portföyün riski

piyasa riskiyle eşleşmekte ve bu risk düzeyinde portföy getirisi ölçülmektedir (Dalğar, 2006: 81).

4.6. Sortino Oranı

Sortino (1994) tarafından geliştirilmiş olan performans ölçütü, Sharpe oranına benzemektedir. Sortino oranı hesaplanırken, toplam risk yerine kayıp risk kullanılmaktadır. Kayıp risk, risksiz getiri seviyesi altındaki portföy getirilerinin standart sapmasını ifade etmektedir. Denklem (10)'da Sortino oranı gösterilmektedir.

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{r_p - MKEG}{\sqrt{\sum_{t=0}^N \frac{(r_{pt} - MKEG)^2}{T}}} \quad (10)$$

Denklem (10)'da $MKEG$, minimum kabul edilebilir getiriyi; T , analizdeki zaman birimi sayısını; r_{pt} , portföyün t anındaki getirisini ifade etmektedir. $MKEG$ yatırımcının beklediği ve garanti olan risksiz faiz oranıdır. Bu kavram için genellikle risksiz faiz oranından yararlanılmaktadır.

4.7. Değerleme Oranı

Değerleme oranı, portföyün alfasını sistematik olmayan riskine bölerek performans ölçümünü sağlamaktadır. Bu oran Denklem (11)'de gösterilmektedir.

$$\text{Değerleme Oranı} = \frac{\alpha_p}{\sigma_s} \quad (11)$$

Denklem (11)'de α_p , portföyün Jensen Alfa'sını; σ_s , portföyün sistematik olmayan riskini belirtmektedir. Değerleme oranı ne kadar yüksekse, portföy performansı da o kadar yüksektir. Bir fonun sistematik olmayan riski ne kadar düşükse, değerlendirme oranının sonuçlarının Jensen endeksinin sonuçlarına benzerliği o kadar artmaktadır. Eğer fonun sistematik olmayan riski yüksekse, iki ölçüt arasındaki sonuçlar büyük farklılıklar göstermektedir. Değerleme oranı, pasif portföy üzerine aktif portföy yatırımlarının dâhil edilmesi durumunda ayrımın sağlanabilmesi için kullanılabilir.

4.8. Performans Ölçütü Seçimi

Bu çalışmada, fonların performansı analiz edilirken Jensen Alfa ölçütünün tercih edilmesinin önemli sebepleri vardır. Bir fonun performansı sadece getiri düzeyine göre değerlendirilmemeli, risk kriteri de göz önünde bulundurulmalıdır. Yani fon performansı değerlendirilirken kullanılan ölçüt, maruz kalınan riski de hesaba katmalıdır. Sistemik riske karşı düzeltilmiş getiriyi hesaplamaya olanak veren Jensen Alfa, aynı zamanda fonların birbirleriyle karşılaştırılmasından çok, belli bir kriter gere göre ayrı ayrı değerlendirilmesini sağlamaktadır. Fonlar birbirleriyle karşılaştırılırken, mutlak bir ölçüte göre değerlendirilmediği için, sadece aralarında karşılaştırılma yapılabilmektedir. Bunun sonucunda biri diğerine göre daha başarılı veya başarısız sayılabilmektedir. Fonların her ikisi de piyasaya göre düşük performans sergilediğinde, biri diğerine göre başarılı sayılabilmektedir. Dolayısıyla, bu durum fonların yanlış değerlendirilmesine sebep olabilmektedir. Bu açıdan, fonların belli bir ölçüte göre değerlendirilmeleri hem performanslarının kendi aralarında değerlendirilmesine hem de birbirleriyle doğru bir şekilde karşılaştırılmalarına yol açmaktadır.

5. LİTERATÜR TARAMASI

1950 yılı öncesinde portföy performansları sadece getiri oranı baz alınarak ölçülmekteydi. Yatırımcılar risk büyüklüğü ve nasıl ölçüleceği konusunda yeterince bilgiye sahip değillerdi. Bu sebeple, hem risk hem getiri temelli bir tercih yapmamaktaydılar. Markowitz (1952) modern portföy teorisinin temellerini atmış ve risk ile getiriye aynı süreçte değerlendirmeye almıştır. 1960'ların başında portföy teorisi kavramının gelişmesiyle, risk faktörü de portföy performansı ölçümlerinde kendini göstermeye başlamıştır. Bu sürecin başında, Sharpe (1964) tarafından SVFM ortaya çıkarılmıştır. Belli bir varlığın risk ile getiri arasındaki ilişkisini ele alan bu model, daha sonra Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilerek literatürde 'Sharpe – Lintner – Mossin modeli' olarak yerini almıştır. Bu çalışmaların her birinde, Markowitz (1952)'in portföy teorisi temel alınmıştır. İlerleyen yıllarda, bazı çalışmalardaki analizlere farklı değişkenler dâhil edilerek de varlıkların performansları açıklanmak istenmiş ve çok faktörlü modeller oluşturulmuştur. Fama ve French (1992) zamana bağlı olarak hisse senetlerinin getirilerinin değişimini araştırmışlar ve bu getirileri, pazar portföyünün getirisine ek olarak, firma büyüklüğü ile defter değeri / piyasa değeri oranının da etkileyebileceğini ifade etmişlerdir. Elde ettikleri bu sonucu esas alan Fama ve French (1993), SVFM'ne iki faktörü de ilave etmişler ve SVFM'ne alternatif olarak üç faktörlü varlık fiyatlama modelini oluşturmuşlardır.

Literatürde SVFM'ne dayanan çeşitli portföy performansı değerlendirme yöntemleri oluşturulmuştur. Bu yöntemlerin en yaygın olanları Treynor (1965), Sharpe (1966) ve Jensen (1968) tarafından geliştirilmiştir. Treynor (1965) sistematik riske dayanan bir portföy performansı ölçütü oluşturmuştur. Bu ölçüt, birim sistematik riske karşılık sahip olunan ek getiriye esas almaktadır. Çalışmasında, sistematik olmayan riskin portföy çeşitlendirmesiyle yok edilebileceğini fakat sistematik riskin hiçbir yolla ortadan kalkamayacağını ileri sürmüştür. Sharpe (1966)'ın geliştirdiği ve literatürde Sharpe oranı olarak yerini alan performans ölçütü, portföy performansını taşıdığı riske göre düzelterek ölçmektedir. Portföyün birim toplam riske karşılık sahip olunan getiriyi temel almaktadır. Treynor (1965) ve Sharpe (1966)'ın geliştirdiği ölçütler performans sıralamasını sağlamaktayken; Jensen (1968) portföy performansının ölçülmesi için Jensen Alfa gibi belli bir ölçütü ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmada da kullanılan ve Jensen (1968)'in SVFM'ni temel

olarak geliştirdiği bu ölçü, portföy performansını piyasa getirisine göre değerlendirmektedir. Jensen (1968), 1945 – 1964 yılları arasında işlem gören 115 yatırım fonunun performansını yıllık dönemlerle ölçmüş ve fonların çoğunlukla piyasadan daha yüksek performans göstermediği sonucuna ulaşmıştır. Bu performans ölçütlerine ek olarak, literatürde yer alan diğer bir performans ölçütlerinden biri, Treynor ve Mazuy (1966) tarafından geliştirilen kuadratik regresyon modelidir. Bu model, sistematik riskin zamanla değişkenlik gösterebileceğini temel almaktadır ve yöneticilerin zamanlama kabiliyetini ölçmektedir. Bu çalışmaya benzer olarak, Henriksson ve Merton (1981) çalışmalarında yöneticilerin zamanlama yeteneklerini nasıl ölçebileceklerini incelemişlerdir. Bunun sonucunda, portföy yöneticilerinin piyasanın eğiliminin yönünü tahmin edebildiklerini fakat bu eğilimin ne kadar süreceğini tahmin edemediklerini savunmuşlardır. Sonraki yıllarda, Sortino (1994) kayıp risk kavramıyla performans ölçümüne yeni bir kriterle katkı sağlamıştır. Kayıp risk, risksiz getiri seviyesinin altındaki portföy getirilerinin standart sapmasını ifade etmektedir. Modigliani ve Modigliani (1997) M^2 ile gösterilen performans ölçütünü geliştirmişlerdir. M^2 , toplam riski temel almaktadır. Sharpe ölçütünden farklı olarak, portföyün riski ile piyasa riskini eşleştirmekte ve bu risk seviyesinde portföyün getirisini ölçmektedir.

Portföy performansını ölçmeye yönelik literatürdeki çalışmaların çoğunluğunda, özellikle yatırım fonları, bu çalışmada olduğu gibi ele alındıkları ölçütlere göre düşük performans göstermişlerdir. Bu çalışmada kullanılan Jensen Alfa ölçütü ve ortaya çıkan diğer performans ölçütleri, literatürde farklı bilim adamları tarafından fonların performansının ölçülmesine yönelik uygulama alanı bulmuşlardır.

5.1. Uluslararası Çalışmalar

Grinblatt ve Titman (1989), 1975 – 1984 tarihleri arasında Amerika'da yatırım fonlarının performanslarını üçer aylık dönemlerle ölçmeye çalışmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, fonların genel olarak piyasadan yüksek performans gösterdiklerini ifade etmişlerdir.

Cumby ve Glen (1990), 1982 – 1988 tarihleri arasında Amerika’da 15 adet uluslararası yatırım fonunun performansını ölçmeye çalışmışlar; fonların piyasaya göre yüksek performans sergilemediğini görmüşlerdir.

Blake, Elton ve Gruber (1993), 1979 – 1989 tarih aralığında ulaşabildikleri aylık dönemlerle, Amerika’da 46 adet tahvil yatırım fonunun performansını alfa ölçütüne göre değerlendirmiş ve fonların büyük çoğunluğunun düşük performans gösterdiğini ifade etmiştir.

Malkiel (1995), 1971 – 1991 tarihleri arasında yıllık dönemlerle Amerika’da yatırım fonlarını yönetim ve diğer bir takım giderleriyle birlikte ele almış; bu giderlerle ele alınan fonlarda aktif olarak görülen yönetici çabalarının fonların ek bir getiri getirmesinde bir etkisi olmadığını çalışmasında ortaya çıkarmıştır.

Carhart (1997), 1962 – 1993 tarihleri arasında aylık dönemlerle Amerika’da yatırım fonlarının performansını ölçmüştür. Bu ölçüm sonuçlarına göre fonların yüksek performans göstermesinin fon yöneticisinin doğru menkul kıymetleri seçme yeteneğiyle alakası olmadığı ifade etmiştir. Bunu ifade ederken, Fama – French üç faktör modelinden de yararlanmıştır.

Detzler (1999), 1988 – 1995 tarihleri arasında Amerika’da 19 adet tahvil yatırım fonlarının performansını aylık dönemlerle ölçmek istemiş; fonlar karşılaştırılan endekslerden daha yüksek performans göstermemiştir.

Dahlquist, Engström ve Söderlind (2000), 1993 – 1997 tarihleri arasında İsveç’te 210 adet fonun performanslarını ölçmüşler; genellikle fonların düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Cesari ve Panetta (2002), 1985 – 1995 tarihleri arasında İtalya’da aylık dönemlerle yatırım fonlarının performansını incelemişler ve fonlarının alfa değerlerini ‘sıfır’ olarak bulmuşlardır.

Fama ve French (2008), 1962 – 2006 yılları arasında yatırım fonlarının performanslarını Fama – French üç faktör modelini de kullanarak analiz etmişlerdir. Bu analiz sonucunda, yüksek yönetim maliyetlerin neden olduğu düşük getiriler sebebiyle, fon performanslarının piyasa performansına yakın olduğunu göstermişlerdir.

5.2. Türkiye Üzerinde Yapılmış Çalışmalar

Karatepe ve Karacabey (2000), 1997 – 1999 tarihleri arasında aylık dönemlerle 9 adet A Tipi yatırım fonu performansını yeni bir yöntemle ölçmüş ve Sharpe, Treynor ve Jensen yöntemlerini de kullanarak, hepsinin sonuçlarını kıyaslamıştır. Sonuçlara göre yatırım fonları piyasadan daha düşük bir performans sergilemiştir.

Gürsoy ve Erzurumlu (2001), 1998 – 2000 tarihleri arasında 55 A Tipi ve 77 B Tipi yatırım fonlarının performansını haftalık bazda incelemişler ve fon yöneticilerinin pazar endeksine göre yüksek performansta fonlar oluşturma çabalarının çok yararlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Arslan (2005), 2002 – 2005 tarihleri arasında olmak üzere 4 yıllık dönemi ele alarak 45 adet A Tipi yatırım fonunun performansını ölçmüş ve fonların genellikle piyasaya göre düşük performans sergilediğini ifade etmiştir.

Korkmaz ve Uygurtürk (2007), 2004 – 2006 tarihleri arasında 46 adet emeklilik fonunun performansını haftalık bazda ölçmüşlerdir. Bunun sonucunda, fonlar tekli ve iki değişkenli analizlerde başarılı; üç değişkenli analizlerde başarısız olmuştur.

Akel (2007), 2000 – 2004 tarihleri arasında aylık dönemlerle 51 adet A Tipi ve 51 adet B Tipi yatırım fonunun performansını ölçmüştür. Bunun sonucunda genel olarak A Tipi fonlar pazar endeksinin altında bir getiri sağlarken; B Tipi fonlar pazar endeksinin üzerinde bir getiri sağlamıştır.

Altıntaş (2008), 2004 – 2006 tarihleri arasında aylık dönemlerle 36 adet emeklilik fonunun performansını incelemiş; inceleme sonunda genel olarak fon yöneticilerinin seçicilik yeteneklerinin olmadığını, yani fonların pozitif alfa değerine sahip olmadığını göstermiştir.

Korkmaz ve Uygurtürk (2009), çalışmalarında 2006 – 2009 tarihleri arasında günlük bazda işlem gören emeklilik, borsa yatırım ve A Tipi hisse senedi fonlarının fon performanslarını ve yönetici yeteneklerini saptamaya çalışmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, yöneticilerin başarı gösteremediklerini ve sadece borsa yatırım fon grubuna dâhil edilen bir fonun yüksek performans gösterdiğini ifade etmişlerdir.

Omağ (2010), 2000-2008 tarihleri arasında yıllık dönemlerle A Tipi ve B Tipi yatırım fonlarının performans analizini yapmış; fonların piyasaya göre düşük performans gösterdiğini savunmuştur.

Arslan ve Arslan (2010), 2006 – 2010 tarihleri arasında A Tipi değişken fon, B Tipi değişken fon, A Tipi hisse senedi fonu ve A Tipi borsa yatırım fonlarından oluşan 4 grup yatırım fonunun günlük bazda performansları tespit etmeye çalışmıştır. Çıkan sonuçlarda, fonların tamamının pozitif alfa değerine sahip olduğu görülmüştür.

Aşçı ve Erzurumlu (2012), 2006 – 2010 tarihleri arasında aylık dönemlerle 79 adet fonu incelemiştir. Tahminlenen alfa değerlerine göre pozitif anormal getiri sağlayan fonların az miktarda olduğu yani fonların genellikle düşük performans sergilediği sonucuna ulaşmıştır.

Yolsal (2012), 2009 – 2012 tarihleri arasında 20 adet A Tipi yatırım fonunun günlük bazda performans analizini gerçekleştirmiştir. Sonuçlara göre alfa değeri anlamlı ve pozitif çıkan fon grupları çoğunluk göstermiştir.

Gökğöz ve Günel (2012), 2008 – 2009 tarihlerinde; altışar aydan oluşan 4 dönemde A Tipi, B Tipi ve değişken fonlardan oluşan onar adet yatırım fonunun performansını ölçmüşlerdir. Analizleri sonucunda Jensen Alfa ölçütüne göre, fonlar analize tabi tutulan dönemlerinin yarısında pozitif getiri sağlamış; yarısında negatif getiri sağlamıştır.

Ayaydın (2013), 2010 – 2013 tarihleri arasında aylık dönemlerle 34 adet Esnek ve Dengeli Emeklilik fonlarının performanslarını değerlendirmiştir. Sonuçlara göre, emeklilik fonlarının pazar performansına göre düşük performans gösterdiğini ifade etmiştir.

6. YATIRIM VE EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS DEĞERLEMESİ

6.1. Giriş

Çalışma kapsamında, Türkiye’de faaliyet göstermekte olan 9 türde A Tipi, 9 türde B Tipi olmak üzere 18 farklı türde yatırım fonu ve ayrıca A Tipi (toplam), B Tipi (toplam) yatırım fonları ve Emeklilik (toplam) fonlarının tamamından oluşan fon gruplarının, risklerine oranla anormal bir getiri sağlayıp sağlamadıkları test edilerek performansları ölçülmüştür. Bu amaç doğrultusunda, söz konusu fon gruplarının getirileri, (SVFM) ve Fama – French üç faktör modeli ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu modellerin tahminlenmesinden elde edilen ve sistematik riske karşı düzeltilmiş performans ölçütü olan Jensen Alfa ölçütü kullanılarak, fonların anormal bir getiriye sahip olup olmadıkları test edilmiştir.

Çalışma kapsamında, performans ölçümü için yatırım ve emeklilik fonlarının seçilmesinin önemli nedenleri vardır. Öncelikle, fonların profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi, pazar hakkında gerekli bilgilerin zamanında edinilmesini ve piyasa öngörüsünün daha profesyonel olarak yapılmasını sağlamaktadır. Ayrıca fonların içerdiği menkul kıymetler çeşitlendirilerek, bireysel olarak yapılamayan risk yönetimi yapılmakta ve riskin olabildiğince en aza indirgenmesi mümkün hale gelmektedir. Bunların yanında, fona katılanlara, kurumlar vergisinden muaf olmaları sebebiyle, vergi avantajı sağlanmaktadır. Bu nedenler sebebiyle, fonlar aracılığıyla yatırım yapmanın, bireysel yatırım yapmaya göre daha yüksek bir getiri performansı sağlaması beklenmektedir. Buna rağmen, literatürde fonların performanslarının beklendiği gibi yüksek olmadığını gösteren ampirik çalışmalar da vardır. Bu çalışmalara; Blake, Elton ve Gruber (1993), Malkiel (1995), Karatepe ve Karacabey (2000), Gürsoy ve Erzurumlu (2001), Arslan (2005), Korkmaz ve Uygurtürk (2009), Omağ (2010), Aşçı ve Erzurumlu (2012) ve Ayaydın (2013)’in çalışması örnek gösterilebilmektedir. Literatürde fonların performansı hakkında bir fikir birliği oluşturacak yeterli deneysel bulgu bulunmadığından, bu konunun açıklığa kavuşturulması için daha gerçekçi varsayımlarla elde edilmiş yeni ampirik bulgulara ihtiyaç vardır.

Yapılan literatür araştırmasından anlaşıldığı kadarıyla, BIST üzerine yapılan önceki çalışmalarda fon giderleri performans ölçüm işlemine dâhil edilmemiştir. Bu

çalışmada, giderler fonların performans ölçümü için yapılan analizlerde ele alınmış ve fonların performansları analiz edilmiştir. Giderlerin dâhil edilmesiyle, gelir elde ettiren bazı fonların daha düşük bir pozitif getiriye ve hatta negatif bir getiriye sahip olup olmayacağı araştırılmıştır. Performans ölçütü olarak Jensen (1968) tarafından geliştirilmiş, Jensen Alfa kullanılmıştır. Söz konusu ölçüt, çeşitli varlık fiyatlama modelleri tahminlemesinde kullanılan regresyon denklemlerinden elde edilen regresyon sabitidir. Fon performanslarının birbirleriyle karşılaştırılmasından çok, alfa kriterine göre ayrı ayrı değerlendirilmesini sağlayan Jensen Alfa ölçütünün tercih edilmesinin en önemli sebebi, fon performanslarını riske göre düzeltilmiş olarak ölçmesidir. Dolayısıyla, risk ve getiri aynı anda hesaba katılmaktadır.

Bu çalışmada, Jensen Alfa ilk olarak Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) in geliştirdiği SVFM kullanılarak tahminlenmiştir. İkinci olarak, bu ölçütü tahminlemek için Fama ile French (1993)'in uyguladığı ve hisse senedi getirileri üzerinde piyasa getirisi, hisse senedi piyasa değerleri ve fiyat kazanç oranı faktörlerinin dâhil edildiği üç faktör modeli kullanılmıştır. Böylece Jensen Alfa farklı modellerle tahminlenmiş ve sonuçların kullanılan modele göre hassasiyet gösterip göstermediği araştırılmıştır.

Bu çalışmanın, literatüre en önemli katkısı, fonlarının net getiri oranlarının, ham getiri oranlarından gider oranlarının çıkarılmasıyla elde edilmiş olmasıdır. Yani, çalışmada diğer birçok çalışmadan farklı olarak, fon gruplarının net getiri oranları ortaya çıkarılırken, gider oranları da hesaba katılmıştır. Bu durum, fon performansının daha gerçekçi olarak hesaplanmasında büyük önem arz etmektedir. Çünkü giderler hesaba katılarak değerlendirilen fon gruplarının performansı daha düşük olabilecek fakat giderler dâhil edilmeden hesaplanan performans yanı olarak daha yüksek gözükülebilecektir. Dolayısıyla, fon giderleri düşünülmeden yapılacak olan bir yatırım, yatırımcıyı zarara uğratabilmektedir.

Hem günlük hem aylık dönemlerde analiz edilen fon gruplarının gider verileri sadece Ocak 2001 – Aralık 2011 tarihleri arasında elde edildiği için, çalışmadaki fon gruplarına ait en uzun tarih aralığı bahsedilen şekilde sınırlandırılmıştır. Bazı fon grupları belli tarihlerde işlemde olmadıkları için onların analiz edildikleri tarih aralığı daha kısadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nda adı geçen fonların tamamı analiz edilememiştir. Bunun sebebi, analiz edilemeyen fonların bazılarının ham getirisi

hesaplanırken kullanılan verilerinin; bazılarının da gider verilerinin birçoğunun eksik olmasıdır.

Yatırım ve emeklilik fonlarının performans analizinin yapılmasının yatırımcılar açısından bazı faydaları bulunmaktadır. Öncelikle bu analiz, fonların performanslarının karşılaştırılmasına ve her birinin performansının değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. İkinci olarak, bu değerlendirme yapılırken, fon gruplarının giderlerinin de hesaba katılması ile, yatırımcıların fon performansı ile ilgili daha gerçekçi sonuçlara ulaşması mümkün olmaktadır ve yatırım kararlarındaki kalitenin artması sağlanmaktadır. Bu yüzden çalışmanın sonuçlarının, yatırımcıları ve finansal analistleri yakından ilgilendireceği düşünülmektedir.

Bulgularımız veri frekansına, Jensen Alfa ölçütünü tahminlerken kullanılan farklı varlık fiyatlama modellerine ve Fama French 3 faktör modelindeki faktörler oluşturulurken kullanılan ağırlıklandırma yöntemlerine bağlı olmaksızın tutarlı sonuçlar sunmaktadır. Buna göre, 21 fon grubu arasından 3 fon grubu neredeyse tüm regresyon analizi sonuçlarında; 1 fon grubu ise, sadece günlük dönemlerle yapılan SVFM analizi sonuçlarında yüksek performans göstermiştir. Dolayısıyla, gider oranları da hesap edilerek yapılan analizlerde, fonların büyük çoğunluğu yüksek performans göstermemiştir.

Çalışmanın bu bölümünde geri kalan kısım şu şekilde organize edilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, analizler için kullanılan veri setleri ve yöntemler açıklanmıştır. Üçüncü bölümde, çalışmada yapılan analizlerin sonucunda elde edilen bulgular yer almaktadır. Dördüncü bölümde ise, çalışmadan elde edilmiş sonuçlar genel olarak değerlendirilmiştir.

6.2. Veri ve Değişkenler

Yatırım ve emeklilik fonlarının performanslarını ölçmeye yönelik bu çalışmada A ve B Tipi yatırım ve Emeklilik fonlarına ait toplam değer ve gider verileri, hazine bonusu getiri oranları, borsada işlem gören 100 şirkete ait hisse senedi getiri endeksi (XU100) ve son olarak BIST’de işlem gören, firmalara ait, hisse senetlerinin getiri verileri, piyasa değerleri ve fiyat kazanç oranları kullanılmıştır.

A ve B Tipi yatırım ve Emeklilik fonlarına ait toplam değer ve gider verileri Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu resmi web sitesinden, hazine bonusu getiri oranları Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası resmi web sitesinden, borsada işlem gören 100 şirkete ait hisse senedi getiri endeksi (XU100) Borsa İstanbul resmi web sitesinden ve BIST’de işlem gören, firmalara ait, hisse senetlerinin getiri verileri, piyasa değerleri ve fiyat kazanç oranları Thomson Reuters Eikon veri kaynağından alınmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu resmi web sitesinde yer alan fonlara ait gider verilerinin tarih aralığının Ocak 2001 – Aralık 2011 olması sebebiyle, çalışmadaki en uzun tarih aralığı bu şekilde sınırlandırılmıştır. Fonlar bu tarih aralığında hem günlük hem de aylık dönemlerle analize tabi tutulmuştur. Bazı fonlar için, gereken verilerin tamamına ulaşamaması veya belli tarihlerde fonun işlemde olmaması sebebiyle bu fonların analiz dönemleri daha kısadır. Ele alınan fonlar ve analiz edildikleri tarih aralıkları Tablo 8’de gösterilmiştir.

Tablo 8
Fonlar ve Analiz Dönemleri

Fonlar	Tarih Aralıkları
A Tipi (Toplam)	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Değişken	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Endeks	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Fon Sepeti	Eylül 2008 – Aralık 2011
A Tipi Hisse Senedi	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi İştirak	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Karma	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Özel	Ocak 2001 – Aralık 2011
A Tipi Sektör	Ocak 2001 – Aralık 2008
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	Şubat 2004 – Aralık 2011
B Tipi (Toplam)	Ocak 2001 – Aralık 2011
B Tipi Altın	Nisan 2007 – Aralık 2011
B Tipi Değişken	Ocak 2001 – Aralık 2011
B Tipi Endeks	Eylül 2007 – Aralık 2011
B Tipi Fon Sepeti	Eylül 2008 – Aralık 2011
B Tipi Karma	Ocak 2001 – Aralık 2011
B Tipi Likit	Ocak 2001 – Aralık 2011
B Tipi Özel	Ocak 2004 – Aralık 2011
B Tipi Tahvil Bono	Ocak 2001 – Aralık 2011
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	Ocak 2001 – Aralık 2011
Emeklilik (Toplam)	Ocak 2005 – Aralık 2011

Sermaye Piyasası Kurulu Yatırım Fonları Bilgilendirme Kitapçığı'na göre yatırım fonları 2 ayrı tipte ve 17 türde olup emeklilik fonları yatırım stratejilerine göre çeşitli alt gruplara ayrılmaktadır. Bu çalışma kapsamında ise 9 türde A Tipi; 9 türde B Tipi yatırım fonu ayrı ayrı ele alınmıştır. Bunlara ek olarak, Emeklilik fonlarının ve hem A Tipi hem B Tipi yatırım fonlarının tamamı ayrı 3 fon grubu şeklinde ele alınmıştır. Anlaşıldığı üzere, analizin yapıldığı tarih aralığında Sermaye Piyasası Kurulu'nda adı geçen fonların tamamı analiz edilememiştir. Bu durumun öncelikli sebebi, analize dâhil edilmeyen fonların kendi içinde zaman serisinin farklılık göstermesidir. Söz konusu fonların ele alındıkları zaman aralığı Ocak 2001 – Aralık 2011 olmasına rağmen, bu aralıktaki bazı tarihler için fonlara ait toplam değer verisi bulunmamaktadır. Diğer sebep ise, elde edilmesi gereken gider verilerinin, tarih aralığının tamamı için sağlanamamasıdır. Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için söz konusu fon grubuna ait toplam değer verilerine ulaşılrken, bu aralıktaki bazı tarihler için o tarihin gider verilerine ulaşılamamıştır. Sonuç olarak, tüm örneklem periyodu için toplam değer ve gider verisi süreklilik göstermeyen fonlar örnekleme dâhil edilmemiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'na göre, bir fona ait “portföy değeri”, herhangi bir iş günü için portföye ait varlıkların işlem görüp alım ve satımının yapıldığı borsalardaki fiyatlar ele alınarak hesap edilmektedir. Fon portföy değerinden de söz konusu fonun borçları düşölüp, alacakları da eklenerek fonun “toplam değeri” ortaya çıkarılmaktadır (SPK, 2010). Bu sebeple, çalışma kapsamında yatırım ve emeklilik fonlarının ham getiri oranları hesap edilirken günlük portföy değeri yerine, günlük toplam değer verileri baz alınmış ve Denklem (12) kullanılmıştır. Ham getiri oranı denmesinin sebebi henüz risksiz faiz oranının (risksiz getiri oranı) ve fonların gider oranlarının bu orandan çıkarılmamasıdır.

$$Getiri\ oranı = \frac{Toplam\ değer_{t+1}}{Toplam\ değer_t} - 1 \quad (12)$$

Denklem (12)'de fon toplam değerinin $t+1$ dönemi t döneminden sonraki dönemi göstermektedir. Bu da günlük hesaplamalar için 1 iş gününe, aylık hesaplamalar için 1 aya tekabül etmektedir. Risksiz faiz oranı olarak da üç aylık hazine bonusu getiri oranları kullanılmıştır. Bu getiri oranlarından risksiz faiz oranları günlük olarak hesap edilirken Denklem (13) kullanılmıştır.

$$r_f = (1 + r_{fy})^{1/252} - 1 \quad (13)$$

Denklem (13)'te r_f , risksiz faiz oranını; r_{fy} , yıllık bileşik faiz oranını ifade etmektedir. 252 sayısı bir yıldaki iş gününü göstermektedir. Dolayısıyla, Denklem (13)'te günlük olarak hesap edilen risksiz faiz oranları, aylık olarak hesap edilirken bir yılda 12 ay olması sebebiyle 252 sayısı yerine 12 sayısı getirilerek hesaplanmıştır.

Bu çalışmadaki en önemli veri setini ise yatırım ve emeklilik fonlarının gider verileri oluşturmaktadır. Çünkü bu çalışmanın literatüre katkısı, fonların ham getiri oranlarının gider oranlarından arındırılmasıyla elde edilen net getiri oranlarının kullanılmasıdır. Dolayısıyla, fonların net getiri oranları hesaplanırken gider oranlarının analize dâhil edilmesi söz konusu çalışmayı literatürde diğer birçok çalışmadan ayırmaktadır. Fonların artık net getiri oranları, ham getiri oranlarından gider ve risksiz faiz oranlarının çıkarılmasıyla elde edilmiştir. Fonların net getiri oranlarının giderler düşülerek hesap edilmesi, yapılan analizlerin yatırımcıya daha doğru bir yol göstermesine sebep olmaktadır. Çünkü fonların giderleri ele alınarak yapılan analiz sonuçları ile giderler ele alınmadan yapılan analiz sonuçları farklılık gösterebilmektedir. Çalışmada, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yıllık olarak sunulan çeşitli gider verileri gruplar¹ halinde toplanarak her bir fon için toplam gider hesap edilmiştir. Ardından her bir fonun toplam gideri fonun toplam değerine bölünerek yıllık gider oranı bulunmuştur. Daha sonra, yıllık gider oranı o fonun bir yılda işlem gördüğü güne ve aya bölünerek günlük ve aylık gider oranı hesap edilmiştir. Böylece, diğer birçok çalışmadan farklı olarak fonların net getiri oranları bulunurken gider oranları da hesaba katılmıştır.

Portföy performansını ölçmek için uygulanan regresyon analizlerindeki varlık fiyatlama modellerinde şu değişkenler kullanılmıştır: Bağımlı değişken olarak yatırım ve emeklilik fonları getiri oranı; bağımsız değişkenler olarak ise piyasa risk primi (R_M), ele alınan 239 şirkete ait olan küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisse senedi portföylerinin getirileri arasındaki fark (SMB), yüksek ve düşük fiyat kazanç oranına sahip hisse senedi portföylerinin getirileri arasındaki fark (HML) kullanılmıştır. Piyasa risk primi, piyasada işlem gören riskli hisse senetlerinin

¹ Bu gider grupları ihraç izni giderleri, ilan giderleri, sigorta ücretleri, aracılık komisyonu giderleri toplamı, noter harç ve tasdik giderleri, fon yönetim ücreti, bağımsız denetim ücreti, katılma belgesi basım giderleri, vergi, resim, harç ve benzeri giderler, saklama giderleri ve diğer gider gruplarından oluşmaktadır.

beklenen getirisinden risksiz faiz oranının çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Herhangi bir hisse senedine ait piyasa değeri, şirketin o hisse senedinin fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpılmasıyla ortaya çıkmaktadır. Fiyat kazanç oranı hesaplanırken ise, belli bir hisse senedinin piyasa fiyatı hisse başına düşen kâra bölünmektedir

6.3. Yöntem

Çalışmada Sermaye Piyasası Kurulu'nda yer alan yatırım ve emeklilik fonlarının gider verileri dikkate alınarak, fon getirilerinin ortalama piyasa getirisinden farklılaşıp farklılaşmadığı analiz edilmiş ve piyasaya göre gösterdikleri performansları tespit edilmeye çalışılmıştır. Yatırım ve emeklilik fonlarının performanslarının değerlendirilmesi, getirileri baz alan yatırımcılara yol göstermesi açısından önem arz etmekte ve fonların karşılaştırılmasına imkân vermektedir. Ancak herhangi bir fon, harcanan giderler ele alınmadan pozitif getiri sağlıyor gözükürken; giderler de ele alındığı takdirde durum tersine dönebilmekte ve negatif getirilere sebep olabilmektedir. Bu da giderler dâhil edilmeden performansı ölçülen fonun yatırımcıyı yanıltmasına sebep olmaktadır. Bu yüzden, bu çalışmada fonların performansı ölçülürken ölçüme dâhil edilen fon giderleri büyük önem taşımaktadır.

Herhangi bir fonun performansının sadece getiri oranına bakılarak belirlenmesi hatalı bir yaklaşım olacaktır. Risk ve getiri bir arada düşünülmeli, fonun risk birimi başına getirisi hesaplanmalıdır. Pazar endeksi ve portföyün risk seviyesi fon performansı belirlenirken baz alınması gereken temel faktörlerdir.

Sistemik riskleri (β) farklı olan fonların piyasadaki değişimlere karşı olan duyarlılıkları farklıdır. Yüksek betaya sahip bir fon grubunun piyasadaki değişimlere hassasiyeti daha yüksek olduğu için, piyasa getirisi arttığı zaman, fon grubu da yüksek getiri sağlayabilmekte; piyasa getirisi azaldığı zaman, fon grubu da düşük getiriye sahip olabilmektedir. Bu sebeple, bir fonun yüksek getirisinin olması, mutlaka yüksek performans sergilediği anlamına gelmemektedir. Piyasadaki herhangi bir olumsuzlukta yüksek betaya sahip fon grubu da bundan olumsuz olarak etkilenecektir. Dolayısıyla, yüksek risk alındığı zaman, fonun sadece getirisi düşünüldüğünde, piyasaya göre kötü performans sergileme ihtimali de vardır. Aynı şekilde, düşük betaya sahip bir fon grubunun piyasadaki değişimlere hassasiyeti de düşük olduğu için, piyasa getirisi arttığı zaman, fon grubu, yüksek betaya sahip fon

gruplarına göre, getiri bazında daha az bir yükselişe sahip olmakta; piyasa getirisi azaldığı zaman, yüksek betaya sahip fon gruplarına göre getiri bazında daha az bir düşüşe sahip olabilmektedir. Dolayısıyla, bir fonun performansı sadece getiri düzeyine göre değerlendirilmemeli, yatırımın risk boyutu da göz önünde bulundurulmalıdır. Yani fon performansı değerlendirilirken kullanılan ölçüt, maruz kalınan riski de hesaba katmalıdır. Bu yüzden, çalışmada fon performanslarının ölçümünde sistematik riske karşı düzeltilmiş getiriyi hesaplamaya olanak veren Jensen Alfa performans ölçütünden yararlanılmıştır.

Jensen (1968) tarafından geliştirilen Jensen Alfa ölçütü SVFM temel alınarak oluşturulmuştur. Jensen Alfa ölçütü fon performanslarını riske göre düzeltilmiş olarak karşılaştırmaktadır. Söz konusu modelde alfa (α), fonun getirisi ile menkul kıymet piyasa doğrusu baz alınarak fonun olması gereken getirisi arasındaki farkı göstermektedir. Bu sebeple, bu modelin amacı gerçekleşmiş olan riske göre fonun beklenen getirisini hesaplayarak gerçekleşen getirisiyle karşılaştırmaktır. Dolayısıyla, menkul kıymet doğru bir şekilde fiyatlandıysa risk priminden daha fazla veya daha az bir getiri sağlamayacak, alfa değeri sıfır olacaktır. Alfa değerlerinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmaması fonların doğru bir şekilde fiyatlandığını ve anormal getiri sağlamadığını göstermektedir.

Jensen Alfa ölçütünün kullanılmasının önemli sebeplerinden biri de, fonların karşılaştırılmasına dayanan bir performans ölçümünün yanında mutlak bir ölçütün de kullanılmış olmasıdır. Fonların mutlak bir ölçüte göre değerlendirilmesi, her birinin belli bir ölçüte göre değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Yani fonların birbirleriyle karşılaştırılmasından çok, belli bir kritere göre ayrı ayrı değerlendirilmesi söz konusudur. Fonlar birbirleriyle karşılaştırılırken, mutlak bir ölçüte göre değerlendirilmediğinde, sadece aralarında karşılaştırılma yapılabilmekte ve biri diğerine göre daha başarılı veya başarısız sayılabilmektedir. Hâlbuki fonların her ikisi de piyasa getirisine göre daha az (negatif) getiri sağladığında, ikisi de piyasaya göre düşük performans sergilemesine rağmen, biri diğerine göre başarılı sayılabilmekte; bu durum da fonların yanlış değerlendirilmesine sebep olabilmektedir. Bu nedenle, fonların belli bir kritere göre değerlendirilmeleri hem performanslarının kendi içinde değerlendirilmesine hem de birbirleriyle doğru bir şekilde karşılaştırılmalarına yol açmaktadır. Bu çalışma kapsamında, sadece fonların birbirlerine olan üstünlüklerine bakılmamış; ayrıca fon performansları mutlak bir

ölçüte göre ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Bu noktada alfa söz konusu mutlak ölçüt için kullanılmaktadır.

Fon performanslarının ölçülmesinin hedeflendiği bu çalışmada alfa değeri iki ayrı modelden yararlanılarak tahminlenmiştir. Öncelikle SVFM kullanılmış, ardından SVFM'nin sonuçlarının tutarlılığının test edilmesi amacıyla Fama ve French (1993) üç faktör modelinden yararlanılmıştır.

6.3.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne göre Jensen Alfa

Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından Markowitz'in (1952) modern portföy teorisi temel alınarak geliştirilen Jensen Alfa, öncelikle SVFM kullanılarak tahmin edilmiştir. SVFM, riskli ya da risksiz varlıkların beklenen getiri ve risk oranı arasındaki ilişkinin belli hipotezlerle ortaya konulabilmesi açısından oldukça önemli ve işlevsel bir modeldir. Portföyün beklenen getirisi ile portföy riskinin hesaplanması için gerekli olan veri sayısını oldukça azaltan SVFM, Denklem (14)'te ifade edilmiştir.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (14)$$

Denklem (14)'te $E(r_i)$, i varlığının beklenen getiri oranını; r_f , risksiz faiz oranını; $E(r_m)$, piyasa portföyünün beklenen getiri oranını ve β_i , i varlığının sistematik riskini, göstermektedir. Beta (β) katsayısı herhangi bir varlığın piyasa portföyüne olan duyarlılığını gösteren bir parametredir. Piyasa portföyü, piyasadaki tüm varlıklara yapılan yatırımdan oluşmaktadır ve çok iyi çeşitlenmiş bir portföydür. Bu sebeple, toplam riski oluşturan firma riski ve piyasa riski bileşenlerinden firma riski tamamıyla ortadan kalkmaktadır. Bu sebeple, β sadece piyasa riskini göstermektedir.

Çalışma kapsamında, fonların giderleri dâhil edilerek fonların getirileriyle piyasa getirisi arasındaki ilişki analiz edilmiş, benzerlik veya farklılıkları saptanmaya çalışılmıştır. Her bir fon ve fon toplamlarının işlem gördüğü gün ve ay için, SVFM kullanılarak Denklem (15)'te ifade edilen regresyon analizi yapılmıştır. Böylece fon getirilerinin piyasa getirisinden farklılaşıp farklılaşmadığı, fon giderleri de dâhil edilerek belirlenmeye çalışılmıştır.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

Denklem (15)'te R_{it} ($r_{it} - r_{ft}$), i varlığının t dönemindeki artık getiri oranını; R_{Mt} ($r_{Mt} - r_{ft}$), t dönemindeki piyasa risk primini; α_i , i varlığının alfa değerini; β_i , i varlığının beta katsayısını ve ε_{it} , i varlığının t dönemi için regresyondaki hata terimini göstermektedir. Söz konusu regresyon analizi, günlük ve aylık veri setleriyle oluşturulan her bir fon tipi ile A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamları için ayrı ayrı uygulanmıştır.

Öncelikle günlük analize tabi tutulan fonların artık net getiri oranları hesap edilirken, her bir gün için fonların toplam değerleri kullanılarak Denklem (12)'den günlük ham getiri oranları elde edilmiştir. Ardından fonlara ait gider verileri her bir fon için elde edildikten sonra, o fona ait toplam değere bölünerek bir fona ait toplam değer ne kadarlık bir oranının giderden oluştuğu hesaplanmış, bir başka deyişle gider oranları bulunmuştur. Bir fona ait yıllık gider oranı, o fonun bir yılda işlem gördüğü güne bölünerek günlük gider oranı hesap edilmiştir. Bu gider oranları da daha önce hesap edilen ham getiri oranlarından Denklem (16)'daki gibi çıkarılarak her bir fona ait net getiri oranı değerleri elde edilmiştir. Elde edilen getiri oranlarından daha önce hesaplanan risksiz faiz oranları çıkarılarak fona ait artık net getiri oranı bulunmuştur.

$$R_{it} = (\text{Ham getiri oranı} - \text{Gider oranı}) - r_{ft} \quad (16)$$

Hesaplanan artık net getiri oranı, regresyon denkleminde bağımlı değişken olarak yerini almıştır. BIST 100 getiri endeksi (XU100) için getiri oranları Denklem (12)'ye göre hesaplanmıştır. Bu hesaplamada endekse ait Türk lirası cinsinden kapanış değerleri (2. seans) kullanılmıştır. Endeksin günlük getiri oranından risksiz faiz oranı çıkarılarak elde edilen piyasa risk primi, regresyon denkleminde bağımsız değişken olarak yerini almıştır. Fonların hesaplanan günlük getiri oranları ile piyasa endeksine ait günlük getiri oranları arasında Denklem (15) ile gösterilen regresyon analizi uygulanmıştır. Günlük frekansta gerçekleştirilen bu analizler, her bir fon ve fon toplamları için ayrıca aylık frekansta da yapılmıştır. Regresyon denklemlerinden tahmin edilen regresyon sabiti olan Jensen Alfa'nın istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığı test edilerek, fonların riske göre düzeltilmiş anormal bir getiri sağlayıp sağlamadıkları test edilmiştir.

6.3.2. Fama – French Üç Faktör Modeli'ne göre Jensen Alfa

Çalışmanın bu bölümünde Jensen Alfa, Fama ve French (1993) tarafından ortaya çıkarılıp uygulanan üç faktör modeli kullanılarak tahmin edilmiştir. Fama ve French (1993) yaptıkları çalışmada hisse senedi getirileri üzerinde, zamana bağlı olarak, piyasa portföyünün getirisinin yanında hisse senedi piyasa değeri ve 'defter değeri / piyasa değeri' oranının da etkili olduğunu göstermişlerdir. Böylece önceki bölümde SVFM kullanılarak elde edilmiş sonuçların tutarlılığı farklı bir model kullanılarak test edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen bu iki faktörün de dâhil edilmesiyle oluşturulan Denklem (17)'deki üç faktör modeli, alfanın tahmin edilmesinde alternatif bir yol olarak kullanılmıştır.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Denklem (17)'de R_{it} , i varlığının t dönemindeki artık getiri oranını; RM_t , piyasanın t dönemindeki risk primini; SMB_t (Small Minus Big), küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; HML_t (High Minus Low), yüksek ve düşük fiyat kazanç oranına sahip hisse senedi portföylerinin t dönemindeki getirileri arasındaki farkı; α_i , i varlığının alfa değerini; β_i , i varlığının artık getirisinin piyasanın artık getirisine olan duyarlılığını; s_i , i varlığının artık getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını ve h_i , i varlığının artık getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını göstermektedir.

SVFM ile sadece piyasa risk primi baz alınarak performans analizi yapılan fonların, Fama-French 3 faktör modeli kullanıldığında nasıl bir performans göstereceği çalışmanın bu bölümünde analiz edilmiştir. 3 faktörü meydana getiren faktörlerden SMB ve HML 'un oluşturulabilmesi için BIST'de işlem gören hisse senetlerinin çeşitli verilerine ihtiyaç duyulmuştur. Bu faktörler oluşturulurken hisse senetlerinin piyasa değerleri ve fiyat kazanç oranları temel alınmıştır. Bu aşamada, Fama ve French (1993, 1996)'in kullanmış olduğu portföy oluşturma uygulaması izlenmiştir.

Çalışma kapsamında, Thomson Reuters Eikon veri kaynağından alınan 239 hisse senedine ait veriler arasındaki toplam getiri endekslerinden, Denklem (12)

kullanılarak, hisse senetlerinin günlük getiri oranları elde edilmiştir. Bu aşamada, öncelikle *SMB* ve *HML* faktörlerine ait portföy getirileri oluşturulmuştur.²

Faktörlerin oluşturulması aşamasında öncelikle *SMB* faktörü için portföyler meydana getirilmiştir. Bu amaç doğrultusunda, tüm hisse senetleri piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanmış ve eşit sayıda (veya olabildiğince en yakın sayıda) hisse senedi içeren üç portföy oluşturulmuştur. Bu oluşumdan sonra, en büyük ve en küçük piyasa değerine sahip portföyün eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı ortalama getirileri hesap edilmiştir. Ardından, piyasa değeri küçük olan hisse senetlerinin oluşturduğu portföylerin ortalama getirilerinden, piyasa değeri büyük olan hisse senetlerinin oluşturduğu portföylerin ortalama getirileri çıkarılarak, *SMB* faktörüne ait getiriler eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı olacak şekilde iki farklı ağırlıklandırma yöntemi ile bulunmuştur. Bu işlem, 2001 yılının ilk iş gününden 2011 yılının son iş gününe kadar her iş günü için ayrı ayrı tekrarlanmış ve her güne ait uç portföyler arasındaki ortalama getiri farkları hesaplanarak *SMB* faktörü elde edilmiştir.

HML faktörü oluşturulurken de aynı yöntem uygulanmış fakat bu sefer hisse senetleri fiyat kazanç oranlarına göre yüksekten düşüğe doğru sıralanmış ve üç portföy oluşturulmuştur. En yüksek ve en düşük fiyat kazanç oranına sahip portföylerin ortalama getirileri arasındaki fark hesaplanarak, *HML* faktörü günlük frekansta hem eşit ağırlıklı hem de değer ağırlıklı olarak hesaplanmıştır.

Jensen Alfa tahmin edilirken, eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı olarak hesaplanmış *SMB* ve *HML* faktörleri ayrı faktör grupları olarak iki farklı regresyon analizine dâhil edilmiş ve sonuçlar her iki farklı ağırlıklandırma yöntemi için raporlanmıştır. Ayrıca, söz konusu faktörler aylık frekansta da oluşturulmuş ve faktör oluşumunda günlük olarak yapılan tüm bu işlemler, her bir fon ve fon toplamları için aylık olarak da tekrarlanmıştır.

² Bu getiriler oluşturulurken, önce *SMB* faktörü için eşit ve değer ağırlıklı getiri hesabı; ardından *HML* faktörü için eşit ve değer ağırlıklı getiri hesabı yapılmıştır. Eşit ağırlıklı getiri, bir portföyü oluşturan hisse senetleri getirilerinin ortalaması alınarak bulunmuştur. Değer ağırlıklı getiri ise, bir portföyü oluşturan hisse senetlerinin piyasa değeri ve getiri çarpımları toplamının hisse senetlerinin tümünün toplam piyasa değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır.

6.4. Bulgular

Fonların performans ölçümü yapılırken riske göre düzeltilmiş getiriye gösteren Jensen Alfa ölçütü, söz konusu fonların getirileri ve ilgili faktörler arasında yapılan regresyon denkleminde tahminlenen sabit terim (α) olarak hesaplanmıştır. Pozitif alfa değeri riske göre düzeltilmiş yüksek performansı ifade ederken, negatif alfa değeri de riske göre düzeltilmiş düşük performansı göstermektedir. Performans değerlendirmesi yapılırken alfanın sıfırdan farklı olup olmadığı test edilmiştir. Bu amaçla, hem pozitif hem de negatif performansın söz konusu olabileceği düşünülerek iki taraflı 't' testi kullanılmıştır.

Ele alınan fonların SVFM ve Fama - French üç faktör modeli için ayrı ayrı günlük ve aylık regresyon analizi uygulanmış ve her bir model ve veri frekansı için performans değerlendirmeleri yapılmıştır.

6.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne göre Bulgular

6.4.1.1. Günlük Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular

SVFM analizi kapsamında, yatırım ve emeklilik fonları Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için günlük bazda analize tabi tutulmuştur. Böylece yatırım fonlarının performansı farklı yatırım ufkuna sahip yatırımcılar içinde değerlendirilmiş olacaktır.

Tablo 9 ve 10, SVFM kullanılarak oluşturulan ve Denklem (15) ile ifade edilen regresyon denkleminin günlük veriler kullanılarak tahmin edilmesiyle elde edilen regresyon katsayısı ve sabiti tahminlerini ve t-istatistiklerini göstermektedir.

Tablo 9**A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük SVFM ile Performans Testi**

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan SVFM regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı temsil etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β
A Tipi Değişken	-0.00 ^b	0.01
	(-2.23)	(0.69)
A Tipi Endeks	0.00	0.01
	(0.23)	(0.22)
A Tipi Fon Sepeti	0.00	0.02
	(0.82)	(1.10)
A Tipi Hisse Senedi	-0.00	0.06 ^c
	(-1.30)	(2.90)
A Tipi İştirak	-0.00	0.00
	(-0.50)	(0.13)
A Tipi Karma	0.00	0.02
	(0.22)	(1.05)
A Tipi Özel	-0.00	0.02
	(-0.88)	(0.77)
A Tipi Sektör	-0.00	0.00
	(-1.23)	(0.02)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	-0.00	0.06
	(-1.31)	(1.25)
B Tipi Altın	0.00 ^c	0.02
	(3.94)	(0.60)
B Tipi Değişken	-0.00	0.03
	(-1.30)	(1.54)
B Tipi Endeks	0.00	-0.01
	(0.17)	(-0.39)
B Tipi Fon Sepeti	0.00	0.18 ^b
	(0.57)	(2.49)
B Tipi Karma	0.00 ^a	0.04
	(1.69)	(0.83)
B Tipi Likit	0.00	0.01
	(0.73)	(0.62)
B Tipi Özel	0.00 ^c	0.03 ^a
	(2.98)	(1.65)
B Tipi Tahvil Bono	-0.00	-0.02
	(-0.42)	(-0.82)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.00	0.12 ^c
	(0.46)	(2.99)

Tablo 10**A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının
Günlük SVFM ile Performans Testi**

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan SVFM regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı temsil etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “ ^a ” %10, “ ^b ” %5 ve “ ^c ” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.		
Fonlar	α	β
A Tipi (Toplam)	-0.00	0.02
	(-0.81)	(1.23)
B Tipi (Toplam)	0.00	0.00
	(0.51)	(0.49)
Emeklilik (Toplam)	0.00 ^c	-0.00
	(10.06)	(-0.46)

Tablo 9’da yer alan her bir fon tipi ve Tablo 10’da yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubundan, 12 fon grubunda alfa değerinin pozitif olduğu görülmektedir (A Tipi endeks, A Tipi fon sepeti, A Tipi karma, B Tipi (toplam), B Tipi altın, B Tipi endeks, B Tipi fon sepeti, B Tipi karma, B Tipi likit, B Tipi özel, B Tipi yabancı menkul kıymetler ve Emeklilik (toplam) fonu). Fakat bu fonlardan sadece 4 fon grubu için pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı alfa değerleri elde edilmiştir. Bu fonlar, B Tipi altın fon, B Tipi karma fon, B Tipi özel fon ve Emeklilik (toplam) fonudur. Yani, bu fon grupları, risklerine göre sağlamaları gerekenden daha fazla bir getiri sağlamışlar ve yüksek performans sergilemişlerdir. Geriye kalan 17 fon grubu, fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. Yani, incelenen fon gruplarının büyük çoğunluğunda, beklenenin aksine, profesyoneller tarafından yönetilen yatırım fonlarının daha yüksek bir performans göstermedikleri bulunmuştur. Hatta İstatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 1 fon grubunun (A Tipi değişken) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve riskine göre sağlaması gereken getiriye kazandırmadığı tespit edilmiştir.

6.4.1.2. Aylık Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular

SVFM analizi kapsamında, yatırım ve emeklilik fonları Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için aylık bazda da analize tabi tutulmuştur.

Tablo 11 ve 12, SVFM kullanılarak oluşturulan ve Denklem (15) ile ifade edilen regresyon denkleminin aylık veriler kullanılarak tahmin edilmesiyle elde edilen regresyon katsayısı ve sabiti tahminlerini ve t-istatistiklerini göstermektedir.

Tablo 11’de yer alan her bir fon tipi ve Tablo 12’de yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubu; alfa değerleri ve t-istatistikleri göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, alfa değerinin 4 fon grubunda pozitif olduğu görülmektedir. Bu fon grupları A Tipi fon sepeti, B Tipi altın, B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonudur. Fakat bu fonlardan sadece B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonu olmak üzere, 2 fon grubunun alfası pozitif ve istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Yani, B Tipi Özel ve Emeklilik (toplam) fonları sahip oldukları riske oranla daha yüksek bir getiri sağlayıp, yatırımcılarına anormal getiri elde etme imkânı sunmuşlardır. Geriye kalan 19 fon grubu fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. Hatta istatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 10 fon grubunun (A Tipi (toplam) fonu, A Tipi değişken fon, A Tipi endeks fonu, A Tipi hisse senedi fonu, A Tipi karma fon, A Tipi özel fon, A Tipi sektör fonu, A Tipi yabancı menkul kıymetler fonu, B Tipi karma fon ve B Tipi yabancı menkul kıymetler fonu) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve risklerine göre sağlamaları gereken getiriyi kazandırmadıkları tespit edilmiştir.

Tablo 11**A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık SVFM ile Performans Testi**

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan SVFM regresyon denklemleri $R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı temsil etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β
A Tipi Değişken	-0.02 ^c (-3.53)	0.68 ^c (12.55)
A Tipi Endeks	-0.01 ^a (-1.66)	0.57 ^c (7.82)
A Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.65)	0.43 ^c (8.17)
A Tipi Hisse Senedi	-0.02 ^c (-2.96)	0.51 ^c (7.00)
A Tipi İştirak	-0.01 (-1.05)	0.66 ^c (7.95)
A Tipi Karma	-0.02 ^c (-3.80)	0.38 ^c (8.05)
A Tipi Özel	-0.01 ^c (-2.64)	0.43 ^c (12.63)
A Tipi Sektör	-0.03 ^b (-2.55)	0.82 ^c (7.66)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	-0.02 ^b (-2.16)	0.03 (0.28)
B Tipi Altın	0.02 (1.47)	-0.03 (-0.20)
B Tipi Değişken	-0.00 (-0.43)	0.37 ^c (4.50)
B Tipi Endeks	-0.00 (-0.88)	0.19 ^b (2.01)
B Tipi Fon Sepeti	-0.00 (-0.40)	0.29 ^b (2.29)
B Tipi Karma	-0.04 ^c (-3.01)	0.22 (1.54)
B Tipi Likit	-0.00 (-0.37)	-0.02 (-0.61)
B Tipi Özel	0.01 ^b (2.39)	0.16 ^a (1.76)
B Tipi Tahvil Bono	-0.01 (-1.21)	0.49 ^c (5.63)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	-0.03 ^b (-2.25)	0.07 (0.59)

Tablo 12

A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık SVFM ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan SVFM regresyon denkleminin $R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı temsil etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “ ^a ” %10, “ ^b ” %5 ve “ ^c ” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.		
Fonlar	α	β
A Tipi (Toplam)	-0.02 ^c	0.57 ^c
	(-3.86)	(13.05)
B Tipi (Toplam)	-0.00	-0.00
	(-0.61)	(-0.01)
Emeklilik (Toplam)	0.03 ^c	0.14 ^c
	(8.91)	(3.48)

6.4.2. Fama – French Üç Faktör Modeli’ne göre Bulgular

Fama – French üç faktör analizi kapsamında, yatırım ve emeklilik fonları Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için, hem günlük hem de aylık analize tabi tutulmuştur. SVFM’den farklı olarak Fama – French üç faktör modeline eşit ve değer ağırlıklı olarak hesaplanan *SMB* ve *HML* faktörleri de eklenmiştir. Böylece, SVFM’de elde edilen performans sonuçları için tutarlılık testlerinin oluşturulması hedeflenmiştir.

6.4.2.1. Günlük Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular

Tablo 13, 14, 15 ve 16 Fama – French üç faktör modeli kullanılarak oluşturulan ve Denklem (17) ile ifade edilen regresyon denkleminin günlük veriler kullanılarak tahmin edilmesiyle elde edilen regresyon katsayısı ve sabiti tahminlerini ve t-istatistiklerini göstermektedir.

Tablo 13’te yer alan her bir fon tipi ve Tablo 14’te yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubu alfa değerleri ve t-istatistikleri göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, alfa değerinin 13 fon grubunda pozitif olduğu görülmektedir. Bu fon grupları A Tipi (toplam), A Tipi fon sepeti, A Tipi karma, A Tipi yabancı menkul kıymetler, B Tipi

Tablo 13

A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10 , “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi Değişken	-0.00 ^b (-2.56)	0.05 ^b (2.17)	0.30 ^c (4.57)	-0.12 (-1.49)
A Tipi Endeks	-0.00 (-0.37)	0.05 (1.49)	0.39 ^c (4.18)	0.10 (0.86)
A Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.66)	0.03 (1.29)	0.09 (1.35)	-0.14 ^a (-1.74)
A Tipi Hisse Senedi	-0.00 (-1.44)	0.07 ^c (3.41)	0.15 ^b (2.36)	-0.15 ^a (-1.78)
A Tipi İştirak	-0.00 (-0.81)	0.03 (1.61)	0.27 ^c (4.55)	-0.13 ^a (-1.79)
A Tipi Karma	0.00 (0.06)	0.03 ^a (1.76)	0.13 ^b (2.26)	-0.04 (-0.54)
A Tipi Özel	-0.00 (-0.57)	0.01 (0.41)	0.15 ^a (1.89)	0.07 (0.73)
A Tipi Sektör	-0.00 ^a (-1.69)	0.02 (0.67)	0.29 ^c (2.46)	0.02 (0.14)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.00 (0.37)	0.08 (0.70)	0.02 (0.05)	-0.12 (-0.27)
B Tipi Altın	0.00 ^c (3.98)	0.02 (0.53)	-0.07 (-0.71)	0.11 (0.89)
B Tipi Değişken	-0.00 (-1.27)	0.02 (1.26)	-0.04 (-0.82)	0.08 (1.13)
B Tipi Endeks	0.00 (0.26)	-0.02 (-0.68)	-0.09 (-1.02)	-0.11 (-1.06)
B Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.54)	0.18 ^b (2.42)	0.14 (0.61)	-0.43 (-1.48)
B Tipi Karma	0.00 (1.25)	0.09 (1.55)	0.10 (0.60)	0.05 (0.21)
B Tipi Likit	0.00 (0.80)	0.01 (0.28)	-0.02 (-0.46)	-0.09 (-1.21)
B Tipi Özel	0.00 (1.51)	-0.41 ^a (-1.69)	-0.80 (-1.14)	-0.91 (-1.08)
B Tipi Tahvil Bono	-0.00 (-0.78)	0.02 (0.90)	0.29 ^c (4.34)	0.07 (0.81)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.01 (1.63)	0.18 (1.12)	-0.37 (-0.75)	0.21 (0.32)

(toplam), B Tipi altın, B Tipi endeks, B Tipi fon sepeti, B Tipi karma, B Tipi likit, B Tipi özel, B Tipi yabancı menkul kıymetler ve Emeklilik (toplam) fonudur. Fakat bu fonlardan sadece B Tipi altın ve Emeklilik (toplam) fonu olmak üzere, 2 fon grubunun alfası pozitif ve istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Geriye kalan 19 fon grubu fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. İstatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 2 fon grubunun (A Tipi değişken fonu ve A Tipi sektör fonu) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve risklerine göre sağlamaları gereken getiriyi kazandırmadıkları tespit edilmiştir.

Tablo 15’te yer alan her bir fon tipi ve Tablo 16’da yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubu; alfa değerleri ve t-istatistikleri göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, alfa değerinin 13 fon grubunda pozitif olduğu görülmektedir. Bu fon grupları A Tipi (toplam), A Tipi fon sepeti, A Tipi karma, A Tipi yabancı menkul kıymetler, B Tipi (toplam), B Tipi altın, B Tipi endeks, B Tipi fon sepeti, B Tipi karma, B Tipi likit, B Tipi özel, B Tipi yabancı menkul kıymetler ve Emeklilik (toplam) fonudur. Fakat bu fonlardan sadece B Tipi altın ve Emeklilik (toplam) fonunun alfası pozitif ve istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Geriye kalan 19 fon grubu fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. Hatta istatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 1 fon grubunun (A Tipi değişken fonu) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve riskine göre sağlaması gereken getiriyi kazandırmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 14

A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Günlük Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “ ^a ” %10 , “ ^b ” %5 ve “ ^c ” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.				
Fonlar	α	β	s	h
A Tipi (Toplam)	-0.00	0.05 ^b	0.23 ^c	-0.09
	(-1.10)	(2.51)	(4.00)	(-1.17)
B Tipi (Toplam)	0.00	0.01	0.01	-0.02
	(0.50)	(0.50)	(0.21)	(-0.36)
Emeklilik (Toplam)	0.00 ^c	-0.01	0.01	-0.05
	(10.03)	(-0.54)	(0.33)	(-1.40)

Tablo 15

A Tipi ve B Tipi Fonların Günlük Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10 , “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi Değişken	-0.00 ^b (-2.37)	0.057 ^b (2.42)	0.17 ^c (3.67)	-0.05 (-1.02)
A Tipi Endeks	-0.00 (-0.21)	0.08 ^b (2.41)	0.35 ^c (5.15)	0.00 (-0.07)
A Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.70)	0.04 ^a (1.85)	0.09 ^b (1.96)	0.07 ^a (-1.78)
A Tipi Hisse Senedi	-0.00 (-1.39)	0.08 ^c (3.65)	0.10 ^b (2.27)	0.00 (-0.06)
A Tipi İştirak	-0.00 (-0.70)	0.06 ^c (2.62)	0.21 ^c (5.10)	0.01 (0.33)
A Tipi Karma	0.00 (0.17)	0.03 (1.62)	0.06 (1.45)	-0.00 (-0.03)
A Tipi Özel	-0.00 (-0.48)	0.02 (0.51)	0.10 ^a (1.70)	0.06 (1.02)
A Tipi Sektör	-0.00 (-1.59)	0.04 (1.00)	0.22 ^b (2.55)	0.07 (0.89)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.00 (0.42)	0.02 (0.19)	-0.25 (-1.02)	0.11 (0.45)
B Tipi Altın	0.00 ^c (3.97)	0.02 (0.61)	0.02 (0.22)	-0.07 (-1.08)
B Tipi Değişken	-0.00 (-1.34)	0.03 (1.59)	0.02 (0.54)	0.05 (1.35)
B Tipi Endeks	0.00 (0.20)	-0.02 (-0.59)	-0.04 (-0.56)	-0.02 (-0.30)
B Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.48)	0.17 ^b (2.11)	-0.05 (-0.29)	0.37 ^c (2.58)
B Tipi Karma	0.00 (1.31)	0.07 (1.19)	-0.01 (-0.05)	-0.04 (-0.37)
B Tipi Likit	0.00 (0.75)	0.00 (0.18)	-0.03 (-0.70)	0.02 (0.48)
B Tipi Özel	0.01 (1.47)	-0.40 (-1.50)	-0.25 (-0.49)	-0.92 ^a (-1.84)
B Tipi Tahvil Bono	-0.00 (-0.58)	0.04 (1.49)	0.22 ^c (4.49)	-0.03 (-0.71)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.01 (1.61)	0.13 (0.75)	-0.36 (-1.01)	0.32 (0.96)

Tablo 16**A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Günlük Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi**

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında günlük bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “ ^a ” %10, “ ^b ” %5 ve “ ^c ” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.				
Fonlar	α	β	s	h
A Tipi (Toplam)	-0.00 (-0.93)	0.06 (2.73) ^c	0.14 (3.35) ^c	-0.03 (-0.62)
B Tipi (Toplam)	0.00 (0.48)	0.02 (0.72)	0.03 (0.60)	0.02 (0.50)
Emeklilik (Toplam)	0.00 ^c (10.01)	0.00 (0.28)	0.03 ^a (1.70)	-0.02 (-0.79)

6.4.2.2. Aylık Veriler Kullanılarak Elde Edilen Bulgular

Tablo 17, 18, 19 ve 20 Fama – French üç faktör modeli kullanılarak oluşturulan ve Denklem (17) yoluyla yapılan regresyon analizleri sonucunda aylık tahmin edilen regresyon katsayısı tahminlerini ve t-istatistiklerini göstermektedir.

Tablo 17’de yer alan her bir fon tipi ve Tablo 18’de yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubu; alfa değerleri ve t-istatistikleri göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, alfa değerinin 8 fon grubunda pozitif olduğu görülmektedir. Bu fon grupları A Tipi fon sepeti, A Tipi yabancı menkul kıymetler, B Tipi altın, B Tipi karma, B Tipi likit, B Tipi özel, B Tipi yabancı menkul kıymetler ve Emeklilik (toplam) fonudur. Fakat bu fonlardan sadece B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonu olmak üzere, 2 fon grubunun alfası pozitif ve istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Geriye kalan 19 fon grubu fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. Hatta istatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 6 fon grubunun (A Tipi (toplam), A Tipi değişken fonu, A Tipi hisse senedi fonu, A Tipi karma fon, A Tipi özel fon ve A Tipi sektör fonu) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve risklerine göre sağlamaları gereken getiriye kazandırmadıkları tespit edilmiştir.

Tablo 17

A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi Değişken	-0.02 ^c (-3.25)	0.71 ^c (12.79)	0.08 (0.57)	0.39 ^b (2.19)
A Tipi Endeks	-0.01 (-1.27)	0.60 ^c (7.28)	0.16 (0.74)	0.16 (0.64)
A Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.31)	0.43 ^c (8.22)	0.08 (0.67)	0.18 (1.20)
A Tipi Hisse Senedi	-0.02 ^b (-2.44)	0.53 ^c (7.05)	-0.12 (-0.63)	0.35 (1.47)
A Tipi İştirak	-0.01 (-1.00)	0.69 ^c (8.65)	0.101 (0.54)	0.28 (1.09)
A Tipi Karma	-0.02 ^c (-3.49)	0.38 ^c (7.63)	-0.02 (-0.15)	0.00 (0.01)
A Tipi Özel	-0.01 ^a (-1.73)	0.39 ^c (7.01)	0.35 ^c (2.60)	0.18 (-1.03)
A Tipi Sektör	-0.04 ^b (-2.12)	0.89 ^c (6.39)	0.07 (0.18)	-0.20 (-0.41)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.02 (0.51)	0.20 (0.46)	-0.51 (-0.59)	0.45 (0.43)
B Tipi Altın	0.02 (1.19)	-0.02 (-0.13)	0.17 (0.46)	0.27 (0.59)
B Tipi Değişken	-0.01 (-0.60)	0.34 ^c (3.92)	0.02 (0.07)	-0.42 (-1.55)
B Tipi Endeks	-0.01 (-0.88)	0.06 (0.36)	-0.41 (-1.12)	-0.45 (-1.03)
B Tipi Fon Sepeti	-0.01 (-0.61)	0.29 ^b (2.25)	0.20 (0.67)	-0.48 (-1.27)
B Tipi Karma	0.06 (1.26)	0.71 (1.62)	-0.79 (-0.74)	-0.83 (-0.59)
B Tipi Likit	0.00 (0.34)	-0.10 ^a (-1.73)	-0.08 (-0.56)	-0.12 (-0.65)
B Tipi Özel	0.03 ^a (1.70)	0.31 (1.41)	0.23 (0.52)	0.12 (0.23)
B Tipi Tahvil Bono	-0.02 (-1.64)	0.47 ^c (5.21)	0.26 (1.19)	-0.37 (-1.31)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.14 (1.25)	-0.82 (-0.84)	-1.01 (-0.42)	0.64 (0.20)

Tablo 18**A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık Fama – French Üç Faktör (Eşit Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi**

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi (Toplam)	-0.01 ^c	0.59 ^c	0.01	0.29 ^b
	(-3.42)	(13.12)	(0.08)	(2.02)
B Tipi (Toplam)	-0.00	0.02	-0.02	-0.17
	(-0.11)	(0.39)	(-0.15)	(-1.01)
Emeklilik (Toplam)	0.03 ^c	0.13 ^c	0.00	-0.13
	(8.61)	(3.17)	(0.02)	(-1.23)

Tablo 19’da yer alan her bir fon tipi ve Tablo 20’de yer alan A – B Tipi fon toplamları ve Emeklilik fonu toplamlarının oluşturduğu 21 tane fon grubu; alfa değerleri ve t-istatistikleri göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde, alfa değerinin 9 fon grubunda pozitif olduğu görülmektedir. Bu fon grupları A Tipi fon sepeti, A Tipi yabancı menkul kıymetler, B Tipi (toplam), B Tipi altın, B Tipi karma, B Tipi likit, B Tipi özel, B Tipi yabancı menkul kıymetler ve Emeklilik (toplam) fonudur. Fakat bu fonlardan, sadece B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonu olmak üzere, 2 fon grubunun alfası pozitif ve istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Geriye kalan 19 fon grubu fon giderleri de ele alındığında, pozitif anormal getiri sağlamamıştır. Hatta istatistiksel olarak anlamlı çıkan diğer 5 fon grubunun (A Tipi (toplam) fonu, A Tipi değişken fon, A Tipi hisse senedi fonu, A Tipi karma fon ve A Tipi sektör fonu) negatif bir alfaya sahip olduğu görülmüş ve risklerine göre sağlamaları gereken getiriye kazandırmadıkları tespit edilmiştir.

Tablo 19

A Tipi ve B Tipi Fonların Aylık Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi Değişken	-0.02 ^c (-3.20)	0.75 ^c (13.08)	0.17 ^a (1.67)	0.34 ^c (2.88)
A Tipi Endeks	-0.01 (-1.03)	0.63 ^c (7.51)	0.17 (1.03)	0.25 (1.45)
A Tipi Fon Sepeti	0.00 (0.19)	0.43 ^c (7.54)	0.18 ^b (2.22)	0.03 (0.34)
A Tipi Hisse Senedi	-0.02 ^c (-2.74)	0.56 ^c (7.13)	0.15 (1.07)	0.24 (1.47)
A Tipi İştirak	-0.01 (-1.13)	0.75 ^c (9.37)	0.41 ^c (2.84)	0.32 ^a (1.91)
A Tipi Karma	-0.02 ^c (-3.62)	0.40 ^c (7.60)	0.06 (0.62)	0.06 (0.51)
A Tipi Özel	-0.01 (-1.49)	0.40 ^c (6.95)	0.28 ^c (2.71)	0.10 (-0.81)
A Tipi Sektör	-0.03 ^b (-2.12)	0.95 ^c (6.69)	0.31 (1.14)	0.05 (0.16)
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.02 (0.51)	0.12 (0.26)	-0.80 (-1.21)	-0.02 (-0.02)
B Tipi Altın	0.02 (1.27)	-0.01 (-0.07)	0.27 (1.04)	0.04 (0.17)
B Tipi Değişken	-0.00 (-0.44)	0.35 ^c (3.88)	-0.04 (-0.24)	-0.09 (-0.46)
B Tipi Endeks	-0.02 (-1.18)	0.02 (0.10)	-0.42 (-1.59)	-0.15 (-0.60)
B Tipi Fon Sepeti	-0.01 (-0.48)	0.26 ^a (1.74)	0.03 (0.12)	-0.13 (-0.54)
B Tipi Karma	0.07 (1.34)	0.77 ^a (1.65)	-0.65 (-0.80)	0.18 (0.18)
B Tipi Likit	0.00 (0.49)	-0.09 (-1.54)	-0.11 (-1.01)	0.03 (0.27)
B Tipi Özel	0.03 ^a (1.70)	0.30 (1.32)	0.26 (0.77)	-0.05 (-0.13)
B Tipi Tahvil Bono	-0.02 (-1.55)	0.49 ^c (5.25)	0.26 (1.52)	-0.13 (-0.67)
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	0.12 (1.09)	-0.90 (-0.88)	-0.07 (-0.03)	-0.42 (-0.19)

Tablo 20

A Tipi (Toplam) – B Tipi (Toplam) – Emeklilik (Toplam) Fon Gruplarının Aylık Fama – French Üç Faktör (Değer Ağırlıklı) Modeli ile Performans Testi

Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığında aylık bazda uygulanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli regresyon denklemi $R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \varepsilon_{it}$ sonuçları gösterilmektedir. α , Jensen Alfa ölçütünü; β , pazar riskine karşı duyarlılığı; s , fon getirisinin SMB faktörüne olan duyarlılığını; h , fon getirisinin HML faktörüne olan duyarlılığını ifade etmektedir. Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir. “^a” %10, “^b” %5 ve “^c” ise %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan değişkenleri göstermektedir.

Fonlar	α	β	s	h
A Tipi (Toplam)	-0.02 ^c	0.60 ^c	0.10	0.18 ^a
	(-3.57)	(12.89)	(1.21)	(1.86)
B Tipi (Toplam)	0.00	0.04	-0.05	0.04
	(0.11)	(0.65)	(-0.49)	(0.34)
Emeklilik (Toplam)	0.03 ^c	0.14 ^c	-0.00	-0.00
	(8.77)	(3.23)	(-0.04)	(-0.00)

6.5. Sonuç

Çalışma kapsamında, A ve B Tipi yatırım fonları ile Emeklilik ve A – B yatırım fonları toplamından oluşan fon gruplarının Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için performans ölçümü yapılmış ve bu ölçümde, regresyon denklemlerinde regresyon sabiti olarak kendini gösteren Jensen Alfa ölçütü kullanılmıştır. Regresyon analizleri yapılırken SVFM ve Fama - French üç faktör modelinden yararlanılmıştır. Her bir model için hem günlük hem de aylık analizler yapılmış ve fon gruplarının performansları değerlendirilmiştir.

Öncelikle SVFM kullanılarak günlük ve aylık dönemlerle analizler yapılmıştır. SVFM günlük ve aylık analiz sonuçlarının her ikisi birden, B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonlarının piyasaya göre pozitif anormal getiri sağladıklarına işaret etmiştir. 21 fon grubu içinde bu iki fon grubunun yüksek performans göstermesi, fonların sistematik olarak yüksek bir getiri sağlamalarından ziyade bazı fonların karakteristik özelliklerinden dolayı yüksek getiri sağlayabileceklerini düşündürmektedir.

Elde edilen sonuçların kullanılan varlık fiyatlama modeline duyarlı olup olmadığını test etmek amacıyla alternatif model olarak Fama – French üç faktör

modeli ele alınmıştır. Ayrıca bu modelde, *SMB* ve *HML* faktörleri hem eşit ağırlıklı hem de değer ağırlıklı hesaplanarak sonuçların kullanılan ağırlıklandırma yöntemine göre tutarlılıkları da test edilmiştir. Eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı Fama - French günlük analizinin ortak sonucu, B Tipi altın fonu ve Emeklilik (toplam) fonlarının pozitif anormal getiri sağladıklarıdır. Altının fiyatının yıldan yıla aşırı artması sebebiyle, yüksek performans göstermesi sürpriz olmayan bir sonuçtur ve bu yüksek getiriye bireysel yatırım yaparak da ulaşmanın mümkün olduğu düşünülmektedir. Fama – French üç faktör modeli için aylık dönemlerle hesaplanan eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı analizlerinin ortak sonucu, eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı Fama - French günlük analizinin sonucunda olduğu gibi Emeklilik (toplam) fonlarının ve buna ek olarak, B Tipi özel fonun, piyasaya göre pozitif anormal getiri sağladıklarıdır.

Yapılan SVFM ve Fama – French üç faktör modeli analizlerinin sonuçlarına göre, 21 fon grubu arasından sadece B Tipi altın, B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fon grupları hemen hemen tüm regresyon sonuçlarında yüksek performans göstermişlerdir. Söz konusu fonlara ek olarak, sadece günlük yapılan SVFM analizi sonuçlarında B Tipi karma fon %10 anlamlılık düzeyi gibi marjinal bir düzeyde, yüksek performans sergilemiştir. Dolayısıyla, fon getiri oranları hesap edilirken fon gider oranlarının analize dâhil edilmesi, fonların büyük çoğunluğunun yüksek performans göstermediği sonucunu doğurmuştur.

7. SONUÇ

Yatırımcıların bireysel olarak ve sınırlı sayıda menkul kıymete yatırım yapmasının birçok dezavantajı vardır. Sınırlı sayıda menkul kıymete yatırım yapılması halinde çeşitlendirme söz konusu olmadığı için risk yüksek olmakta ve yeterli risk yönetimi yapılamamaktadır. Ayrıca bireylerin tek başlarına tüm pazar koşullarını bilmesi ve birçok pazar hareketini tahmin etmesi pek mümkün olmamaktadır. Yatırımcıların öncelikli amacı ise uygun pazar koşullarında yatırımlarını düşük risk düzeyiyle yüksek getiri sağlayacak şekilde yapmaktır. Finansal piyasalarda bu koşulları içeren bir yatırım da uzmanlık ve piyasalar hakkında yeterli bilgi düzeyine sahip olmayı gerektirmektedir. Yatırım ve emeklilik fonları, yatırımcılarına çeşitlendirme sağlayarak riski, mümkün olduğunca, en aza indirme, profesyonel yönetim ve vergiden muaf olma gibi birçok avantaj sağlamakta ve menkul kıymetlerin etkin bir şekilde yönetilmesine yol açmaktadır. Uluslararası piyasalarda farklılık gösteren ve kapsadığı menkul kıymetlerin içeriğine göre çeşitli türlere ayrılan yatırım ve emeklilik fonları, risk faktörünün etkili olduğu yatırım kararının alınması sürecinde, yatırımcılara risk ve getiri tercihlerine en uygun olacak şekilde yatırım yapılmasına imkân vermektedir. Yatırım fonlarına yatırım yapmak; bireysel olarak, sınırlı sayıda menkul kıymete yatırım yapmanın dezavantajlarından yatırımcıyı kurtarmaktadır. Bununla birlikte, yatırım fonlarına yatırım yapan tasarruf sahipleri bir takım fon giderlerine maruz kalmaktadırlar. Çeşitlendirmeyle risk seviyesinin olabildiğince düşürülmesi, vergi muafiyeti, profesyonel yöneticiler tarafından yönetim gibi faktörler sebebiyle yatırım fonlarına yatırım yapmak avantajlı gibi görünmekteyken; fonları fon giderleriyle de ele alarak değerlendirmek, yatırımcıyı bütün avantaj ve dezavantajları düşünüp yatırım kararı vermesi açısından daha doğru bir sonuca ulaştıracaktır. Bu çalışmada, yatırım ve emeklilik fonlarının performansları sahip oldukları maliyetler de değerlendirilerek ölçülmüştür.

Yatırımcılar açısından, yatırım araçları arasında bir seçenek olan yatırım ve emeklilik fonlarının risk düzeyleri ve sağladıkları getiri baz alınarak, piyasaya göre performanslarının bilinmesi önem arz etmektedir. Böylece, fonların performans analizine ihtiyaç duyulmaktadır. Sadece getiriye göre portföy performansının değerlendirilmesi doğru bir yol değildir. Yatırımın risk boyutu da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu yüzden, çalışma kapsamında Jensen (1968) tarafından

geliştirilen ve riske göre düzeltilmiş getiriye gösteren Jensen Alfa ölçütü, SVFM ve Fama – French üç faktör modeli kullanılarak tahminlenmiştir.

Bu çalışmada diğer birçok çalışmadan farklı olarak, yatırım ve emeklilik fonlarının performans analizinin yapılması için gerekli olan net getiri oranları hesaplanırken, gider oranları da göz önünde bulundurulmuştur. Böylece fon performansı daha gerçekçi olarak hesaplanmıştır. Çünkü giderler dâhil edilmeden hesaplanan performans yanlış olarak daha yüksek gözükülebilmektedir. Dolayısıyla, fon giderleri düşünülmeden yapılacak olan bir yatırım, yatırımcıyı zarara uğratabilmektedir.

Çalışma kapsamında, A ve B Tipi yatırım fonları ile Emeklilik ve A – B yatırım fonları toplamından oluşan fon gruplarının Ocak 2001 – Aralık 2011 tarih aralığı için performans ölçümü yapılmıştır. Bu tarih aralığı, elde edilmesi gereken verilerin tüm aralık için sağlanamadığı istisnai fon grupları için daha kısadır. Söz konusu ölçümde, riske karşı düzeltilmiş performans ölçütü olan Jensen Alfa kullanılmıştır. Regresyon analizleri yapılırken SVFM ve Fama - French üç faktör modeli kullanılmıştır. Her bir model için hem günlük hem de aylık analizler yapılmış ve fon gruplarının performansları ona göre değerlendirilmiştir.

Öncelikle SVFM kullanılarak günlük ve aylık dönemlerle analizler yapılmıştır. Bu bağlamda, hem günlük hem aylık analiz sonuçlarının her ikisi birden, B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fonları piyasaya göre pozitif anormal getiri sağlamışlardır.

İkinci model olarak Fama – French üç faktör modeli tercih edilmiştir. *SMB* ve *HML* faktörlerinin eşit ağırlıklı ve değer ağırlıklı olarak ayrı ayrı hesaplandığı ve modele dâhil edildiği analizlerde, sonuçların kullanılan ağırlıklandırma yöntemine göre tutarlılıkları da test edilmiştir. Öncelikle günlük ve aylık dönemlerle hesaplanan eşit ağırlıklı Fama – French üç faktör modeli analizleri yapılmıştır. Eşit ağırlıklı Fama - French günlük ve aylık analizinin ortak sonucu, Emeklilik (toplam) fonlarının pozitif anormal getiri sağladıklarıdır. Eşit ağırlıklı Fama - French günlük analiz sonucunda B Tipi altın da yüksek performans göstermiştir. Fama – French üç faktör modeli için günlük ve aylık dönemlerle hesaplanan değer ağırlıklı sonuçlara göre, Emeklilik (toplam) fonları piyasaya göre pozitif anormal getiri sağlamışlardır.

Yapılan SVFM ve Fama – French üç faktör modeli analizlerinin sonuçlarına göre, sadece B Tipi altın, B Tipi özel ve Emeklilik (toplam) fon grupları neredeyse tüm regresyon sonuçlarında yüksek performans göstermişlerdir. Bunların dışında, sadece günlük yapılan SVFM analizi sonuçlarında B Tipi karma fon %10 anlamlılık düzeyi gibi marjinal bir düzeyde, yüksek performans sergilemiştir. Altının fiyatının yıldan yıla büyük bir oranda artması sebebiyle, bireysel yatırım yaparak da yüksek getiri elde etmenin muhtemel olduğu düşünülmektedir. B Tipi özel fonlar, hakkında iflas davası açılmış ve tüm yetki belgeleri iptal edilen kurumların alacaklarının ödenmesi sebebiyle kurulmuş olup belli kişi ve kuruluşlara ayrılmış fonlar olduğu için pozitif anormal getiriye sahip olabilmektedir. Çünkü halka açık olmamakla birlikte, tasarrufu zorunlu kılan bir fondur. Emeklilik fonlarının performansının yüksek olması da uzun vadeli yatırım araçları olmasından kaynaklanmış olabilmektedir. Ayrıca devletin Emeklilik Sistemi'ne dâhil olanlara %25 oranında katkı yapıyor olması da, Emeklilik fonlarının pozitif anormal getiri sağlamasında etkisini gösterebilmektedir. B Tipi karma fon için portföyün tamamı, borçlanma araçları, hisse senetleri, altın ve diğer kıymetli menkul kıymetlerden ve bunlara yönelik sermaye piyasası araçlarının en az ikisinden oluştuğu için; B Tipi karma fonun performansının yüksek olması B Tipi altın fonunun performansının yüksek olmasına bağlanabilmektedir. Çünkü B Tipi karma fonun performansının yüksek çıktığı günlük olarak yapılan SVFM analizi sonuçlarına göre, B Tipi altın fonunun da performansı yüksek çıkmıştır ve karma fonu oluşturan varlıkların her birinin değeri portföy değerinin %20'sinden daha fazladır. Dolayısıyla, performansı yüksek çıkan ve B Tipi altın ile aynı analiz sonuçlarında yer alan B Tipi karma fondaki altının değerinin yüksek olduğu düşünülmektedir. 21 fon grubu arasında sadece 3 tanesinin hemen hemen tüm analizlerde pozitif anormal getiri sağlaması, karakteristik özelliklerinden dolayı yüksek getiri sağlayabileceklerini düşündürmektedir. Sonuç olarak, fon getiri oranları hesaplanırken gider oranlarının analize dâhil edilmesi, fonların büyük çoğunluğunun riskleri ile orantılı olarak sağlamaları gereken getiriyi sağlamadıklarını göstermiştir. Böylece, yatırım fonlarına yönelmenin cazip bir yatırım stratejisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

KAYNAKLAR

- Akel, V. (2007). Türkiye'deki A ve B Tipi Yatırım Fonları Performansının Devamlılığının Parametrik ve Parametrik Olmayan Yöntemlerle Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 147-177.
- Akyıldız, B. (2003). *Yatırım Fonlarının Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Albayrak, A. S. (2006). *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri* (1. Baskı). Ankara: Asil Yayın.
- Altıntaş, K. M. (2008). Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 85-110.
- Anderson, S. C. ve Ahmed, P. (2005). *Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings, Innovations In Financial Markets And Institutions*. (3. Baskı). The United States of Amerika: Springer.
- Anderson, T. W. (2003). *An Introduction to Multivariate Statistical Analysis* (3. Baskı). Canada: Wiley Interscience.
- Apak, S. ve Demirel, E. (2009). *Finansal Yönetim Cilt 1 Sermaye Piyasaları*. İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim.
- Arslan, M. (2005). A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (2), 1-23.
- Arslan, M. Ve Arslan, S. (2010). Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve MANOVA Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 3-20.
- Aşçı, A. (2012). *2006-2010 Yılları Arasında Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Doğuş Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ayaydın, H. (2013). Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22(2), 59-80.
- Babuşçu, Ş. ve Hazar, A. (2007). *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*. Ankara: Akademi Consulting & Training.
- Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim* (10.Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Blake, C. R., Elton, J. E. ve Gruber M. J. (1993). The Performance of Bond Mutual Funds. *The Journal of Business*, 66(3), 371-403.
- Carhart, M.M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.

- Cesari, R. ve Panetta, F. (2002). The Performance of Italian Equity Funds. *Journal of Banking and Finance*, 26(1), 99-126.
- Ceylan, A.ve Korkmaz, T. (1998). *Uygulamalı Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Civan, M. (2010). *Sermeye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Cumby, R. E. ve Glen, J. D. (1990). Evaluating the Performance of International Mutual Funds. *The Journal of Finance*, 45(2), 497-521.
- Dahlquist, M., Engström S. ve Söderlind P. (2000). Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3) 2000: 409-423.
- Dalğar, H. (2007). *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*. İstanbul: Türk Bankalar Birliği Yayınları.
- Dalğar, H. (2006). *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*. Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Derelioğlu, D. (2001). *Dünyada Emeklilik fonu Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler*. İstanbul: TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-1.
- Derelioğlu, D. (2001). *Türkiye’de Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yayınları.
- Detzler, M. L. (1999). The Performance of Global Bond Mutual Funds. *Journal of Banking and Finance*, 23(8), 1195-1217.
- Ekin. A. Y. ve Akgeyik, T. (1999). *Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Arayışlar: Özelleştirme ve Yeniden Yapılanma*. İstanbul: İTO Yayınları.
- Elton, E. J. ve Gruber, M. J. (1999). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley and Sons Inc.
- Ergenekon, Ç. (2001). *Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi*. İstanbul: TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-2.
- Ergenekon, Ç. (2001). *Emekliliğin Finansmanı: Global Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Işığında Ülkemiz İçin Öneriler*. İstanbul: TÜGİAD, Ekonomi Ödülleri Kitapları-2.
- Ertaş, V., Tuncel, K. ve Teker, B. (1997). *Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması* (1. Baskı). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Yayın No:103.
- Fama, E. F. ve French K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

- Fama, E. F. ve French K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *The Journal of Finance*, 33(1), 3-56.
- Fink, M. P. (2008). *The Rise Of Mutual Funds*. ABD: Oxford University Press.
- Gökbel Altınırmak, S. (2003). *Süre Temelli Portföyler ve İMKB'nda Uygulanabilirliği*. İstanbul: SPK Yayınları Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu İMKB Yayınları.
- Gökçe, G (1998). *Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi*. Ankara: Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü Yayınları.
- Gökgöz, F. ve Günel, M. O. (2012). Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), DOI: 10.1501.
- Günel, V. (1997). *Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Gürsoy, C. T. Ve Erzurumlu Y. Ö. (2001). Evaluation of Portfolio Performance of Turkish Investment Funds, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, (4), 43-58.
- Grinblatt, M. ve Titman, S. (1989). Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. *The Journal of Business*, 62(3), 393-416.
- Henriksson, R. D. ve Merton, R. C. (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *The Journal of Business*, 54(4), 513-533.
- Hutson, E. (2005). The Early Managed Fund Industry: Investments Trusts in 19th Century Britain. *International Review of Financial Analysis*, 14, 439-454.
- İnam, M. (2007). *Sermaye Piyasası*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Karacabey, A.A. ve Gökgöz, F. (2005). *Emeklilik Fonlarının Portföy Analizi*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Karacabey, A. A. ve Karatepe Y. (2000). A Tipi Yatırım Fonları Performansının Yeni Bir Yöntem Kullanılarak Değerlendirilmesi: Graham-Harvey Performans Testi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 55(2), 55-67.
- Karacabey, A. A. (1998). A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi. *Mülkiyetler Birliği Vakfı Yayınları*, 21(Tezler Dizisi 5).
- Karan, M. B. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (3.Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karapınar, A., Bayırlı R., Altay A., Bal, H. ve Bal E. Ç. (2010). *Temel Düzey Sermaye Piyasası Kurulu Lisanslama Sınavlarına Hazırlık* (14. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

- Karasar, N. (2005). *Bilimsel Araştırma Yöntemi*. İstanbul: Nobel Yayınları. Maliye Bakanlığı, 2005 Yıllık Maliye Raporu, Ankara.
- Karlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler* (Geliştirilmiş 5. Baskı). İstanbul: Alfa Yayınları.
- Kılınç, K. (1995). *200 Soruda A'dan Z'ye Borsa* (3.Baskı). İstanbul, Alfa Basım Yayım.
- Kırman, A. (2009). *Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları* (Yayın No: 212). İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.
- Kırman, A. (1990). Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Vergilendirme. *Türkiye Bankalar Birliği, Yayın*, 158, 5-7.
- Korkmaz, T ve Uygurtürk H. (2007). Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(5), 37-52.
- Korkmaz, T ve Uygurtürk H. (2009). Türkiye'de İşlem Gören Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1(1).
- Korukoğlu, A. (2008). A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Yapısal Analizi. *Marmara Üniversitesi Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 45(519), 86.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economic and Statistics*, 47, 13-37.
- Lumby, S. (1999). *Investment Appraisal and Financial Decisions*. İngiltere: Chapman & Hall, Great Britain.
- Malkiel, G. B. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50(2), 549-572.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mengütürk, M. (2008). ABD'de Özel Emeklilik Sistemi 401(k). *Finans - Politika ve Ekonomik Yorumları*, 40(476), 24.
- Modigliani, F. ve Modigliani L. (1997). "Risk-Adjusted Performance. *The Journal of Portfolio Management*, 23(2), 45-54.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), ss, 768-783.
- Omağ, A. (2010). Türkiye'de A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2000 – 2008 Dönemi Performans Analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(17), 235-250.
- Sarıkamış, C. (1989). *Sermaye Pazarları* (3. Baskı). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Sharpe, W. F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

- Sharpe, W. F. (1966) Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Sortino, F. A. ve Price, L. N. (1994). Performance Measurement in a Downside Risk Framework. *The Journal of Investing*, 3(3), 59-64.
- Süngü, S. (1989). Dünyada Yatırım Fonları. *Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel)*, İstanbul İktisadi Araştırmalar Vakfı, 30-31.
- Teker, S. ve Parlak, D. (2004). *Hukuki ve Finansal Yönleriyle Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Bireysel Emeklilik Plânlarının Karşılaştırmalı Analizi*, Uluslararası Muhasebe Eğitim ve Araştırma Birliği.
- Teker, S., Karakurum, E. ve Tav, O. (2008). Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1), 89-105.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Treynor, J. L. ve Mazuy, K. K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market. *Harvard Business Review*, 131-136.
- Ural, M. (2010). *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*. (1.Baskı) Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim* (3.Baskı) Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yalçın, Z. (2011). *Türkiye’de Kurumsal Portföy Yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Ural, M. (2010). *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Uygurtürk, H. ve Korkmaz, T. (2007). Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3 (5), 37-52.
- Yolsal, H. (2012). A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: Banka ve Aracı Kurum Fonları Üzerine Bir İnceleme. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 32(1), 343-364.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (2008). Mutual Fund Performance. 01 Temmuz 2015, https://wijzerbeleggen.nl/wp-content/uploads/2009/09/Mutual_Fund_Performance.pdf
- TSPAKB (2009). 12 Mart 2015, <http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=151>
- Sermaye Piyasası Kurulu (2005). 15 Mart 2015, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index2.aspx?submenuheader=0>
- Sermaye Piyasası Kurulu (2014). 15 Mart 2015, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0>
- Sermaye Piyasası Kurulu, Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Tanıtım Rehberi. 23 Mart 2015,

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253>

Emeklilik Gozetim Merkezi. 13 Nisan 2015,
<http://emeklilik.egm.org.tr/?sid=28>

Bireysel Emeklilik Fonları Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik. 16 Nisan 2015,
http://www.bireyselemeklilik.gov.tr/mevzuat/02yonetmelikler/02y_eyfkvefiehy.htm

Bireysel Emeklilik Sistemi. 16 Nisan 2015,
<http://www.bireyselemeklilik.gov.tr/dosyalar/BIREYSELEMEKLILIKKANUNU.pdf>

Bireysel Emeklilik Sistemi. 17 Mayıs 2015,
http://www.bireyselemeklilik.gov.tr/mevzuat/02yonetmelikler/02y_eyfkvefiehy.htm

Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 3 (2010). 20 Mart 2015,
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf>