

TÜRKİYE'DEKİ A VE B TİPİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ

Mustafa Can SAMIRKAŞ*

Hatice DÜZAKIN**

ÖZET

Bu çalışmada 2000-2010 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren yatırım fonlarının performanslarının Treynor, Sharpe ve Jensen performans ölçüm metotlarıyla ölçülmesi amaçlanmıştır. Yapılan performans ölçümünde A tipi yatırım fonlarının her üç ölçüm metodu da göz önüne alındığında, daha fazla yılda başarılı olduğu, B tipi yatırım fonlarının ise sadece 2001 ve 2009 yılları için başarılı sayılabileceği görülmüştür. Bu bağlamda sektörün A tipi yatırım fonlarından oluşan bölümünün B tipi yatırım fonlarından oluşan bölüme göre daha rekabetçi bir yapıda olduğu sonucuna varılabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonu, Treynor Performans Ölçüm Metodu, Sharpe Performans Ölçüm Metodu, Jensen Performans Ölçüm Metodu

PERFORMANCE ANALYSIS OF TYPE A AND B MUTUAL FUNDS IN TURKEY

ABSTRACT

This study's aim to analyse the performance of mutual funds in Turkey in the 2000-2010 period by using Treynor, Sharpe and Jensen measurement methods. According the analysis results type A of mutual funds are succesful many years of the period, type B of the mutual funds are succesful just for 2001 and 2009 years. It shows that, type A of mutual funds are more competitive than type B of mutual funds.

Key Words: Mutual Fund, Treynor Performance Measurement Method, Sharpe Performance Measurement Method, Jensen Performance Measurement Method

GİRİŞ

Sermaye piyasalarında yatırım seçeneklerinin her geçen gün artması, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirme olanaklarını artırmakla beraber, gerek zaman yetersizliği gerekse teknik bilgi eksikleri, bireysel yatırımcıların optimal portföy oluşturmalarını engellemektedir(Yıldız, 2005:185). Gelişmiş ülkelerde uzun yıllardır kullanılan yatırım fonları, yatırımcıların bu ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla oluşturulmuş portföyler olarak değerlendirilebilmektedir.

*Öğr. Gör. Mustafa Can SAMIRKAŞ, Mersin Üniversitesi, Erdemli MYO, mustafa.can@mersin.edu.tr

**Doç. Dr. Hatice DÜZAKIN, Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü hduzakin@cukurova.edu.tr

Gelişmiş ülkelerde ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yatırımcısına sunduğu riski dağıtma, profesyonel yönetim ve likidite kolaylığı gibi imkânlar sayesinde, her geçen gün katılımcı sayısını arttıran yatırım fonları, finansal piyasaların temel taşlarından biri olmaya başlamıştır (Yıldız, 2005: 185).

Zaman içinde önemi artmakta olan yatırım fonlarının, performansının değerlendirilmesi de fon gelişimine paralel olarak önem arz etmeye başlamıştır. Yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesinin temel amacı, şüphesiz rasyonel olması arzu edilen yatırımcının katlandığı riske karşılık elde ettiği getirinin değerlendirilmesidir. Bu temel amacın yanında yatırımın alternatifleriyle karşılaştırılması ve fon yöneticisinin başarısının tespiti de performans değerlemenin amacı olarak kabul edilebilmektedir. Bu bağlamda yapılan bazı çalışmaları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

Penderaki ve Zopounidis'in (2003) çalışmalarında Yunanistan'daki yatırım fonlarının 1999-2000 yıllarındaki performansını PROMETHEE II (Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluation) tekniği ile değerlendirmiş olup, yatırım fonlarının performansının yatırım fonunun derecelendirilmesinde olumlu sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur. Böylece yatırım fonu performans değerlemesinin önemi vurgulanmıştır. Yıldız (2005) çalışmasında yatırım fonu performansını IMKB ve Fon Endeksi bazında Sharpe, Sortino ve Treynor performans ölçüm metodlarıyla değerlendirmiştir. Belirsizlikten en fazla etkilenen borsaların gösterdiği oynaklığın fazla olmasının fon yöneticilerinin yanlış karar vermelerine yol açtığı sonucuna varmıştır. Türkiye'de ekonomik istikrar sağlandıkça, ekonomik ve finansal değerlendirmeler kendi içinde değerlendirmeye başladıkça, fon yöneticilerinin önündeki belirsizlikler ve risk azalarak daha doğru yatırım kararlarının verilmesi sağlanabileceği ortaya koymuştur. Akel (2007) çalışmasında Türkiye'deki yatırım fonların kısa ve uzun dönem performans devamlılığına sahip olup olmadıklarını tespit etmek amacıyla, parametrik ve parametrik olmayan yöntemler kullanılarak devamlılık analizi yapmış olup, Türkiye'deki B tipi yatırım fonlarının A tipi yatırım fonlarına göre performans ve devamlılık açısından daha üstün olduklarını ortaya koymuştur. Teker, Karakurum ve Tav'ın (2008) çalışmalarında ise yirmi adet fon için risk odaklı performans değerlendirmesi yapılmıştır. Çalışma sonucunda A tipi değişken fonların diğer fonlardan daha fazla risk içermesinden kaynaklı olarak fon performans değerlendirme sistemine göre başarılı sonuçlar verdiği, B tipi değişken fonlar incelendiğinde ise, bunun tam tersi bir durumun olduğunu ortaya koymuştur.

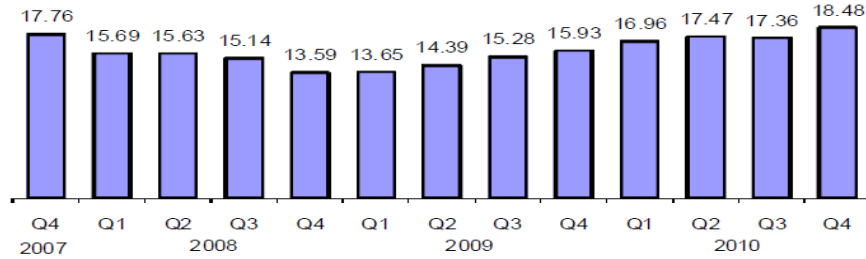
Çalışmada öncelikle yatırım fonlarının Dünya'daki ve Türkiye'deki gelişimi incelenmiş olup, yatırım fonlarının Türkiye açısından sınıflandırılması ortaya konulmuştur. Yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesi ve performans ölçüm metodları özetlenmiş, 2000-2010 yılları arasında Türkiye'deki yatırım fonlarının performansları analiz edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular ışığında sonuç bölümünde Türkiye'deki yatırım fonlarının performansları değerlendirilmiştir.

1. DÜNYA'DA ve TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

Yatırım fonlarını en genel anlamda bir varlık portföyü olarak tanımlamak mümkündür. Yatırım fonunun tanımına geçmeden önce portföyün ne anlama geldiği üzerinde durulması faydalı olacaktır. Yatırım fonu kapsamına giren, dar anlamıyla; portföy sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenlerden oluşan varlık sepeti olarak nitelendirilmektedir. Bu bilgi ışığında; yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföylerin yönetildiği fonlar olarak nitelendirilmektedir. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olmaktadır. Böylece birçok yatırım aracını bünyesinde bulundurabilen yatırım fonları, yatırımcılar için alternatif bir yatırım aracı olarak finansal sistem içindeki yerini almıştır (<http://www.spk.gov.tr>, 02.05.2011).

Gelişmiş ülkelerde ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yatırımcısına sunduğu riski dağıtma, profesyonel yönetim ve likidite kolaylığı gibi imkânlar sayesinde, her geçen gün katılımcı sayısını arttıran yatırım fonları, finansal piyasaların temel taşlarından biri olmaya başlamıştır (Yıldız, 2005:185).

Dünya genelinde 45 ülkenin yatırım fonlarına ilişkin toplanan bilgiler ışığında oluşturulmuş olan Şekil 1.1'de görüldüğü üzere, son yıllarda önemli tutarlara ulaşmış olan yatırım fonu varlıkları 2010 yılının son çeyreğinde %6,5 büyüyerek 18,48 trilyon avro seviyesine ulaşmıştır.

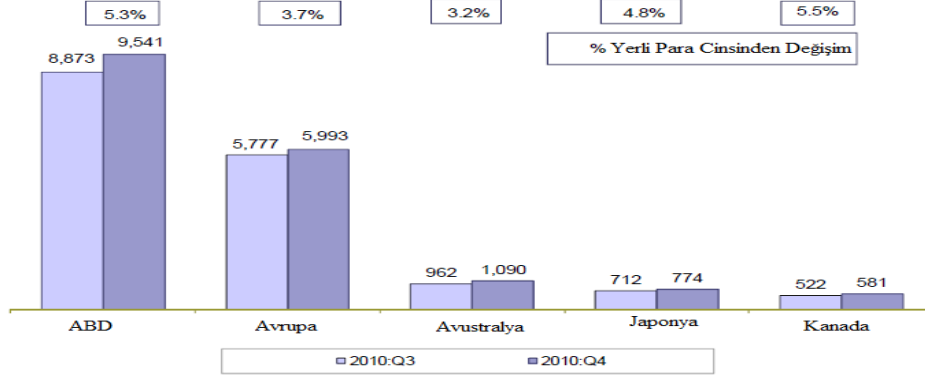


Şekil 1.1: Dünya Yatırım Fonu Varlık Büyüklüğü (Trilyon Avro, Çeyrek Sonu)

Kaynak: European Fund and Asset Management Association

Şekil 1.2'de görüldüğü üzere; dünya yatırım fonu büyüklüğü olan 18,48 trilyon avronun yaklaşık %97'lik kısmının dünyanın gelişmiş ekonomileri olarak nitelendirilen ABD, Avrupa, Avustralya, Japonya ve Kanada'daki yatırım fonları varlıklarının

oluşturmaktadır.



Şekil 1.2: 2010:Q4'te Yatırım Fonu Varlıklarında Bölgesel Eğilim (Milyar Avro, Çeyrek Sonu)

Kaynak: European Fund and Asset Management Association

2010 yılının son çeyreğinde yaklaşık 5,993 trilyon avro civarında toplam varlığa sahip olan Avrupa bölgesi, dünya yatırım fonlarının yaklaşık %32'lik kısmını oluşturmaktadır. Tablo 1.1'deki veriler ışığında Türkiye'nin ilgili dönemde sahip olduğu 314 adet fonun net varlık değeri, 14,634 milyar avrodur. Bu bağlamda, Türkiye'nin Avrupa içindeki payı sadece %0,244 oranındadır. Dünya yatırım fonu portföyünde ise, Türkiye'nin varlık toplamı sadece %0,079 civarındadır.

Tablo 1.1: 2010 Yılı Aralık Ayı Sonu İtibariyle Avrupa'daki Yatırım Fonu Adedi ve Net Varlık Tutarı

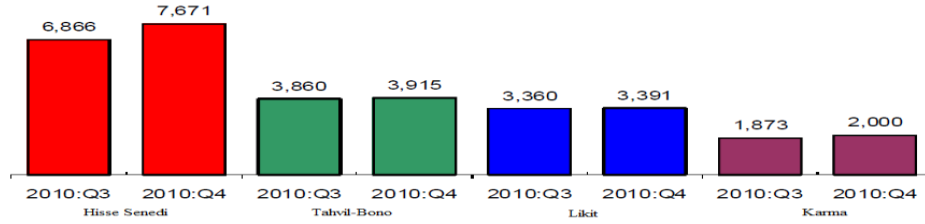
	UCITS Piyasası*		
	Fon Adedi	Milyon Avro	Milyon Dolar
Almanya	2.106	249.748	333.714
Avusturya	1.410	84.725	113.210
Belçika	1.919	91.086	121.710
Birleşik Krallık	2.425	675.401	902.470
Fransa	7.791	1.210.280	1.617.176
İrlanda	2.899	758.531	1.013.549
İspanya	2.486	162.337	216.915
İtalya	650	175.531	1.013.549
Lüksemburg	9.353	1.880.612	2.512.874
Türkiye	314	14.634	19.554
Diğer	4.489	689.727	144.787
Avrupa**	35.842	5.992.612	8.009.508

*Fonlar dahil olmak üzere kamuya sunulan açık uçlu yatırım fonları (devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası enstrümanları), bir anlamda fon içeren fon varlıkları.

** Hesaplamada Rusya'nın verileri bulunmamaktadır.

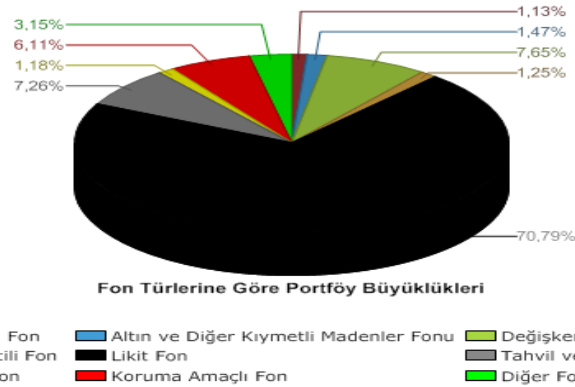
Kaynak: European Fund and Asset Management Association

Dünya yatırım fonu varlık portföylerinin içinde hisse senedi fonlarının ağırlıklı olduğu, ikinci sırada ise tahvil-bono gibi sabit getirili menkul kıymet fonlarının olduğu görülmekte olup, bunları sırasıyla para piyasası araçlarını içeren fonların ve karma fonların takip ettiği görülmektedir. Türkiye'de ise likit fonların %70,79 ağırlıkla yatırım fonları arasında önemli bir üstünlüğü olduğu tespit edilmektedir. Şekil 1.3'te dünya genelindeki, Şekil 1.4'te ise Türkiye'deki fon türleri ve büyüklükleri özetlenmiştir.



Şekil 1.3: Dünya Geneli, Hisse Senedi, Tahvil-Bono, Likit ve Karma Fonları Varlıkları (Milyon Avro, Çeyrek Sonu)

Kaynak: European Fund and Asset Management Association



Şekil 1.4: 2010 Aralık Ayı Sonu İtibariyle Türkiye'deki Portföy Büyüklüklerine Göre Fon Türleri.

Kaynak: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (02.05.2011)

Tablo 1.2'de Türkiye'de ağırlıklı olan likit fonların 2010 yılı Aralık ayı sonu itibariyle 23 Trilyon TL civarında olduğu, dünya genelinde ilk sırada olan hisse senedi fonlarının ise sadece 167 milyon TL civarında olduğu görülmektedir.

Tablo1.2: 2010 Aralık Ayı Sonu İtibariyle Türkiye'deki Portföy Büyüklüklerine Göre Fon Türleri.

Fon Türü	Değer(TL)	% Değer
Karma Fon	373.892.633	1.13%
Yabancı Menkul Kıymetler Fonu	127.769.933	0.39%
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	485.664.437	1.47%
İştirak Fonu	200.981.220	0.61%
Değişken Fon	2.521.624.135	7.65%
Garantili Fon	412.898.505	1.25%
Likit Fon	23.327.618.127	70.79%
Tahvil ve Bono Fonu	2.393.295.786	7.26%
Özel Fon	387.870.667	1.18%
Hisse Senedi Fonu	167.204.880	0.51%
Endeks Fon	314.407.262	0.95%
Koruma Amaçlı Fon	2.013.325.700	6.11%
Fon Sepeti Fonu	13.297.222	0.04%
Sektör Fonu	202.058	0.00%
Serbest Yatırım Fonu	215.351.485	0.65%
TOPLAM	32.955.404.051	100%

Kaynak: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (02.05.2011)

Yatırım fonlarının likit fonlardan oluşan bölümü, bu fonların anında nakde dönüştürülebilmesi nedeniyle son derece sıcak ve başı boş bir para olarak algılanmaktadır. Bu nedenle, ileri fiyatlandırma uygulanan hisse senedi fonları ile portföylerinde likit fonlara göre daha uzun vadeli bonoları bulduran diğer B tipi fonlardaki para miktarının artması, yatırımcıların piyasalara duyduğu güvenin bir göstergesi olarak değerlendirilebilmektedir. Arzu edilen durum, likit fonların toplam fonlar içindeki payının olabildiğince düşük olmasıdır (Öztürk, 2005: 8). Likit fonların fon sektörü içindeki ezici üstünlüğü düşünüldüğünde, Türkiye’de hala yatırımcıların bu sektöre güvenli bakmadığı düşünülebilmektedir.

2. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonları, için temelde iki ayırım yapılmakta olup, bu ayırımlardan ilki yatırım fonlarının tipine göre diğeri ise türüne göre yapılmaktadır.

Yatırım fonları A ve B tipi olarak iki tipe ayrılır. A tipi yatırım fonları, portföylerinin aylık ortalama en az %25’i Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşan fonlardır. B tipi menkul kıymet yatırım fonları ise portföyleri için böyle bir sınırlama olmayan fonlardır (Kahraman, 2006: 23).

Yatırım fonları risk çeşitlemelerine göre ise, Tahvil ve Bono, Hisse Senedi, Sektör, İştirak, Grup, Kıymetli Madenler, Altın, Karma, Yabancı Menkul Kıymetler, Endeks, Likit, Değişken ve Özel olmak üzere 12 türe ayrılırlar. Bu fon türlerini Tablo 2.1’deki gibi özetlemek mümkündür.

Tablo 2.1: Türüne Göre Yatırım Fonları

Türü	Tanımı Kazandıran Koşul
Hisse Senedi Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak Türk hisse senetlerine yatırmış olmak
İştirak Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak kurucusunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış olmak
Grup Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırmak
Sektör Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış olmak
Tahvil ve Bono Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış olmak
Yabancı Menkul K. Yatırım Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış olmak
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış olmak
Karma Fon	Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve

	diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşmak ve her birinin değeri, fon portföy değerinin % 20'sinden az olmamak
Likit Fon	Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarının yer alması ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olması. (Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi sermaye piyasası araçlarının ayrı ayrı ortalama vadeleri dikkate alınarak bulunur.
Endeks Fon	Esas alınan bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az % 90 olacak şekilde ve portföyünün en az % 80'i devamlı olarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşmak.
Değişken Fon	Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmemek
Özel Fon	Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş olmak

Kaynak: Öztürk, B. (2005) "Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı" SPK, Araştırma Raporu, s.6.

3. YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Yatırım fonları modern dünyada sık kullanılan popüler bir yatırım aracı haline gelmiştir. Bu nedenle yatırımcılar açısından fon performansını değerlendirmek oldukça önem kazanmıştır.

Yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesinde iki temel yaklaşımı ele almak mümkündür. Bu yaklaşımlardan ilki, sadece getiriye dikkate alan ve riski dikkate almayan değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemle yatırım fonun getiri sağlayıp sağlamadığı, farklı bir fonla ya da farklı bir yatırım aracıyla getirisini kıyaslayarak değerlendirme yapmaktır. Diğer ise riske göre düzeltilmiş performans ölçütlerini kullanarak değerlendirme yapmaktır.

Yatırım fonlarının performansını değerlendirmede, riski farklı açılardan ele almış birçok yöntem ortaya konulmuştur. Uygulama literatürüne bakıldığında Treynor Endeksi (1965), Sharp Endeksi (1966), Jensen Performans Endeksi (1968), Treynor-Mazuy Modeli (1966), Henriksson Metron Modeli (1981), Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ve birçok optimizasyon modelinin yatırım fonlarının performansının ölçümünde kullanıldığı görülmektedir (Pendaraki, Zopounidis, 2003: 70). Fakat bunların arasında Treynor Endeksi, Sharp Endeksi ve Jensen Endeksi yatırımcıların performans ölçümünde oldukça önem verdikleri yöntemler olarak en geniş kullanım alanına sahip olmuşlardır. (Wang vd., 2008: 479). Riske göre düzeltilmiş performans ölçüm yöntemlerini Tablo 3.1'deki gibi özetlemek mümkündür.

Tablo 3.1: Yatırım Fonu Performansını Ölçüm Metotları

Performans Ölçütü	Model	Parametrelere İlişkin Açıklamalar
Sharpe Oranı	$\frac{R_a - R_f}{\sigma_a}$	R_a a portföyünün ortalama getirisini, R_f risksiz faiz oranının ortalama getirisini, σ_a ise a portföyünün standart sapmasını ifade etmektedir.
M^2	$R_f + \left(\frac{R_a - R_f}{\sigma_a} * \sigma_m \right)$ veya $R_f + (\text{Sharpe oranı} * \sigma_m)$	σ_m karşılaştırma ölçütünün standart sapmasını ifade etmektedir.
Sortino Oranı	$\frac{R_a - MKEG}{\sigma_{MKEG}}$	$MKEG$ minimum kabul edilebilir getiri oranını, σ_{MKEG} ise minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasını göstermektedir.
Treynor Endeksi	$\frac{R_a - R_f}{\beta_a}$	β_a portföyün betasını temsil etmektedir.
T^2	Treynor indeksi - ($R_{mo} - R_f$)	R_{mo} karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisini ifade etmektedir.
Jensen (Alfa)	$R_{a,t} - R_{f,t} = \alpha_a + \beta_a (R_{m,t} - R_{f,t}) + e_{at}$	$R_{a,t}$ a portföyünün t dönemdeki getirisini, $R_{f,t}$ t dönemindeki risksiz faiz oranını, α_a a portföyünün alfa katsayısını, $R_{m,t}$ t dönemindeki karşılaştırma ölçütü getirisini, β_a a portföyünün betasını ve e_{at} t dönemindeki a portföyünün hata payını ifade etmektedir.
Değerleme Oranı	$\frac{\alpha_a}{\sigma_s}$	α_a a portföyünün Jensen alfasını, σ_s ise portföyün sistematik olmayan riskinin karekökünü ifade etmektedir.
Tek Değişkenli Model	$R_a = \alpha_a + \beta_a R_m + e_a$	R_m karşılaştırma ölçütünün getirisini ifade etmektedir.
Çok Değişkenli Model	$R_a = \alpha_a + \beta_a R_{m1} + \beta_a R_{m2} + \dots + e_a$	R_{m2} karşılaştırma ölçütü dışında kalan faktörlerin getirilerini ifade etmektedir.

Kaynak: Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007) “Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 3, Sayı 5, s.41.

4. 2000-2010 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE’DEKİ YATIRIM FONLARI PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.

Çalışma kapsamında yatırım fonlarının 2000-2010 yılı arasında yıllık yatırım fonu getiri verileri kullanılmış olup, söz konusu veriler www.fonbul.com adlı internet sitesinden ve Sermaye Piyasası Kurulunun Bültenlerinden temin edilmiştir. Rassal olarak seçilen bazı fonların ilgili tarih verileri fonların internet sitelerinden de teyit edilmiştir. 2000 yılında 37’si A tipi 45’i B tipi olmak üzere toplam 82 adet fon, 2010 yılında ise 107’si A tipi 175’i B tipi olmak üzere toplam 282 adet çalışma kapsamına alınmıştır. Yıllar itibariyle çalışma kapsamına alınan fon sayıları Tablo 4.1’deki gibidir.

Tablo 4.1: Çalışma Kapsamına Alınan Yatırım Fonu Sayısı

	A TİPİ	B TİPİ	TOPLAM
2000	37	45	82
2001	59	79	138
2002	68	87	155
2003	75	99	174
2004	81	112	193
2005	84	119	203
2006	91	143	234
2007	95	152	247
2008	97	156	253
2009	99	165	264
2010	107	175	282

Kaynak: www.fonbul.com, www.spk.gov.tr

Pazar portföyü olarak İMKB100 endeksi kullanılmış olup, ilgili dönemler endeks getirileri İMKB'nin resmi internet sitesinden temin edilmiştir. Hesaplanan getiri değerleri Tablo 4.2'de özetlenmiştir.

Tablo 4.2: Pazar Portföyü Olarak Kabul Edilen İMKB100 Endeks Getirisi

ENDEKS	TARİH*	SEANS NO	KAPANIS FİYATI	GETİRİ TL
XU100	1999	2	16605,27	--
XU100	2000	2	10363,26	-37,59%
XU100	2001	2	15332,15	47,95%
XU100	2002	2	11681,31	-23,81%
XU100	2003	2	21293,04	82,28%
XU100	2004	2	29102,25	36,67%
XU100	2005	2	47673,58	63,81%
XU100	2006	2	47817,57	0,30%
XU100	2007	2	69289,11	44,90%
XU100	2008	2	34416,09	-50,33%
XU100	2009	2	69590,28	102,20%
XU100	2010	2	88698,71	27,46%

* Yılsonu verisi olarak, yılın son iş günü verileri alınmıştır.

Kaynak: İMKB

Risksiz faiz oranı olarak hazine bonusu yıllık faiz tutarı alınmış olup, söz konusu veriler DPT ve Hazine Müsteşarlığından temin edilmiş ve Tablo 4.3'de gösterilmiştir.

Tablo 4.3: Hazine Bonusu Yıllık Ortalama Faiz Oranı

Yıllar	Yıllık Ortalama Faiz Oranı
2000	36,60%
2001	75,90%

2002	56,00%
2003	42,70%
2004	24,80%
2005	16,60%
2006	17,50%
2007	18,70%
2008	19,10%
2009	12,40%
2010	8,40%

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı

Çalışmada, 2000-2010 yılları arasında yatırım fonları A grubu (A Tipi yatırım fonlarından oluşmakta) ve B grubu (B Tipi yatırım fonlarından oluşmakta) olarak sınıflandırılmış olup, bu sınıflandırmaya göre her grubunun içindeki yatırım fonlarının getirisi ayrı ayrı incelenmiştir. Ayrı ayrı ele alınan getirilerin ortalaması o grubun ortalama getirisi olarak ele alınmıştır. Tablo 4.4'te özetlendiği üzere yıllar itibariyle her grubun getirileri ve standart sapmaları ile tüm yatırım fonlarının (A tipi + B tipi) ortalama getirisi ve standart sapması hesaplanmıştır.

Tablo 4.4: 2000-2010 Yılları Arasında Yatırım Fonlarının Getirilerinin Ortalaması ve Getirilerinin Standart Sapması

Yıllar	Getirilerin Ortalaması			Getirilerin Standart Sapması		
	A Tipi	B Tipi	Tümü	A Tipi	B Tipi	Tümü
2000	-4,66%	31,79%	15,34%	20,10%	24,24%	28,84%
2001	68,88%	90,56%	81,29%	27,18%	29,20%	30,23%
2002	0,49%	38,56%	21,86%	18,30%	20,06%	27,01%
2003	56,44%	40,10%	47,14%	17,12%	16,54%	18,61%
2004	20,82%	18,14%	19,26%	10,40%	6,37%	8,39%
2005	33,43%	15,88%	23,14%	17,21%	10,42%	16,13%
2006	3,37%	8,98%	6,80%	9,38%	3,66%	7,05%
2007	24,34%	14,86%	18,51%	12,92%	6,72%	10,63%
2008	-34,38%	11,37%	-6,17%	19,17%	11,35%	26,76%
2009	64,06%	12,67%	31,94%	33,66%	8,55%	33,00%
2010	20,18%	6,63%	11,77%	10,73%	5,98%	10,44%

Kaynak: www.fonbul.com'dan temin edilen veriler ile hesaplanmıştır.

5. ANALİZ ve BULGULAR

Çalışma kapsamında yatırım fonlarının 2000-2010 yılı arasında yıllık yatırım fonu getiri verileri kullanılmış olup, yatırım fonlarının performansı Treynor, Sharpe ve Jensen performans ölçüm metodlarına göre değerlendirilmiştir. Yatırım fonları tipine göre sınıflandırılarak (A Tipi-B Tipi) ve tamamı tek bir portföy olarak değerlendirilmiş ve analize konu edilmiştir.

Analiz yöntemi olarak Treynor, Sharpe ve Jensen Performans ölçüm metotlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

Treynor endeksi, ölçüsü beta olan ve üstlenilen her bir birim sistematik risk karşılığında elde edilen ek getiriye ölçen orandır.

$$TreynorEndeksi = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (1)$$

R_i : i portföyünün ortalama getirisini, R_f : Risksiz menkul kıymetin ortalama getirisini ve β_i : i portföyünün eğimini temsil etmektedir. Burada hesaplanan değer, yatırımcının 1 birimlik sistematik riske katlanmak şartıyla elde ettiği artık getiridir. Eğer beta değeri pozitif ise Treynor Endeks değerinin pozitif ve yüksek olması fonun başarılı bir performans gösterdiği, negatif olması ise fon getirisinin risksiz getiriden (R_f) daha düşük olduğu anlamına gelir ve bu durum fonun başarısız olduğunu ifade etmektedir.

Sharpe, fonların gösterdikleri farklı performansları ortaya koyabilmek için, artık getiriyle bu getiriyi elde etmek için katlanılan ve standart sapmayla ölçülen riskin karşılaştırılmasına dayanan bir ölçüt geliştirmiştir. Bu ölçüte ilişkin geliştirilen denklem aşağıdaki gibidir (Yıldız, 2005: 188).

$$SharpeOranı = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (2)$$

R_p : i portföyünün ortalama getirisini, R_f : Risksiz menkul kıymetin ortalama getirisini ve σ_p : i portföyünün toplam riskini temsil etmektedir. Bu performans ölçüsü portföyün toplam riskini dikkate almaktadır. Sharpe'in Risk primi / toplam risk şeklinde ifade edilen performans modeli, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriyi göstermektedir (Atan vd., 2008: 51). Sharpe Oranının pozitif ve yüksek olması fonun başarılı bir performans gösterdiğini, negatif olması ise fon getirisinin risksiz getiriden (R_f) daha düşük olduğu anlamına gelir ve bu durum fonun başarısız olduğunu ifade etmektedir.

Jensen ölçütü, portföy performansını tek bir değerle ölçmekte olup, bu ölçüt fon getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan regresyon denkleminin sabit terimi olan alfa katsayısı (α) ile ifade edilmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007: 73).

$$\alpha_i = r_i - [r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f)] \quad (3)$$

Burada,

r_m : Piyasa portföyünün ortalama getirisini,

r_i : i portföyünün ortalama getirisini

r_f : Risksiz faiz oranını

β_i : i portföyünün sistematik riskini

α_i : Alfa, portföy yöneticisinin tahmin yapabilme yeteneğini ölçen sabiti (Endekse göre oluşan doğrunun y eksenini kestiği nokta) göstermektedir. α portföy yöneticisinin performansını ölçmekte olup, α istatistiksel olarak sıfırdan farklı değilse

portföy yöneticisinin pazar portföyü getirisine ilave ettiği ek getiri yok demektir. İstatistiksel olarak anlamlı pozitif (+) bir α varsa, portföy yöneticisi pazar portföyü getirisi üzerinde ek getiri elde etmiştir. Bir başka ifade ile portföy yöneticisi başarılıdır. α 'nın negatif (-) olması portföy yöneticisinin kötü performans gösterdiğini ifade etmektedir (TSPAKB, 2002: 76).

Treynor ve Jensen performans ölçütünde kullanılmak üzere denklem 4'deki eşitlik kullanılarak beta değeri hesaplanmıştır.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{(\sigma_m)^2} = \frac{\sigma_{i,m}}{(\sigma_m)^2} \quad (4)$$

$\sigma_{i,m}$: i finansal varlığının pazar portföyü ile olan kovaryansdır.

$(\sigma_m)^2$: Pazar portföyünün varyansdır ve sadece sistematik riski ifade eder.

A Tipi, B Tipi ve Tüm (A tipi + B Tipi) yatırım fonları için hesaplanan Standart Sapma ve Beta değerleri Tablo 5.1'de verilmiştir.

Tablo 5.1: . A Tipi, B Tipi ve Tüm (A tipi + B Tipi) Yatırım Fonlarının Standart Sapma ve Beta değerleri

Fon Tipi	Standart Sapma (σ)	Beta (β)
A Tipi Fon	0.315943	0.5289
B Tipi Fon	0.242937	0.0391
Tüm Fonlar	0.231623	0.2372

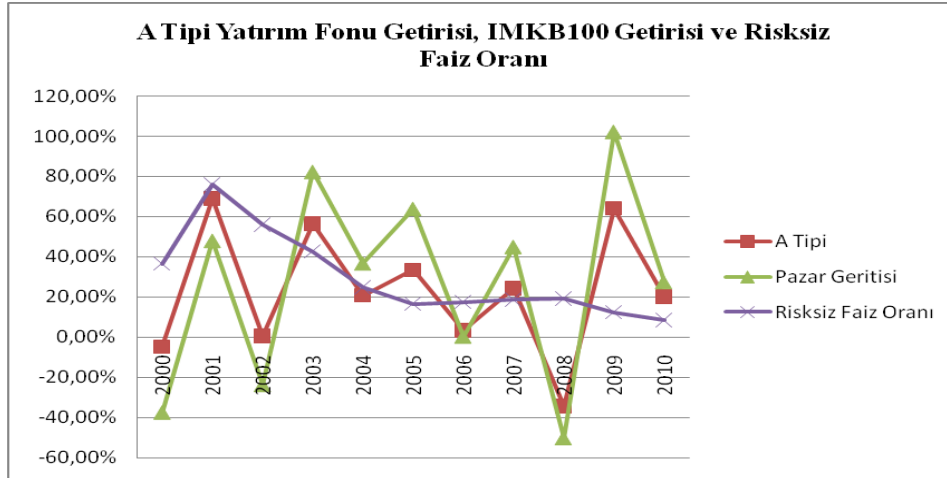
Tablo 5.1'de görüldüğü üzere A Tipi, B Tipi ve Tüm yatırım fonlarının Beta değerleri pozitif olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda yapılan analizde Treynor Endeks değeri ve Sharpe Oranın pozitif çıkması fonun katlandığı ilave riske karşılık olarak risk primi elde ettiği anlamına gelmekte bu durum fon yönetiminin görece olarak başarılı kabul edilmesine neden olmaktadır. Treynor Endeks değeri ve Sharpe Oranın negatif olması ise fon getirisinin risksiz getirden (Rf) daha düşük olduğu anlamına gelir ve bu durum fon yönetiminin başarısız olduğunu ifade etmektedir. Jensen performans ölçütüne göre ise, istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir α katsayısı varsa, fon pazar portföyü getirisi üzerinde ek getiri elde etmiştir. Bir başka ifade ile fon yönetimi başarılıdır. α 'nın negatif olması fon yönetiminin kötü performans gösterdiğini ifade etmektedir.

Yapılan analiz sonucunda Tablo 5.2, Tablo 5.3 ve Tablo 5.4'teki veriler elde edilmiştir.

Tablo 5.2: A Tipi Yatırım Fonları Performans Ölçümü

A Tipi Yatırım Fonları Performans Ölçümü			
	Treynor	Sharpe	Jensen
2000	-0,78	-2,35	-0,02
2001	-0,13	-0,57	0,08
2002	-1,05	-1,62	-0,13
2003	0,26	0,80	-0,07
2004	-0,08	0,24	-0,10
2005	0,32	0,96	-0,08
2006	-0,27	-0,35	-0,05
2007	0,11	0,53	-0,08
2008	-1,01	-1,41	-0,17
2009	0,98	1,82	0,04
2010	0,22	0,39	0,02

Tablo 5.2 incelendiğinde Treynor ve Sharpe performans ölçüm metotlarının paralel sonuçlar verdiği görülmekte olup, Jensen performans ölçütünün ise sadece 2009-2010 yılları için Treynor ve Sharpe Yöntemine paralel sonuçlar vermiştir.



Şekil 5.1: A Tipi Yatırım Fonu Getirisi, İMKB100 Getirisi ve Risksiz Faiz Oranı

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı, İMKB ve www.fonbul.com'dan temin edilen veriler ışığında düzenlenmiştir.

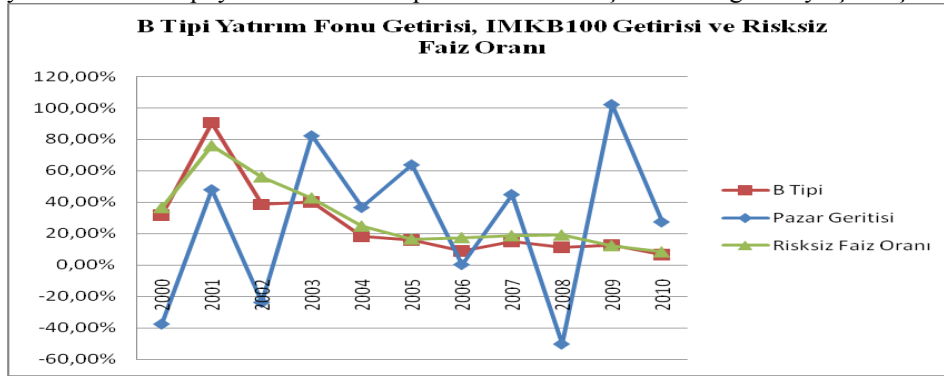
Piyasalardaki istikrarsızlık hisse senetleri piyasasını etkilemekte ve bu durumda şüphesiz fon getirilerine yansımaktadır. Yapısı gereği hisse senedi piyasalarından

önemli derecede etkilenen A tipi yatırım fonlarının performansına bakıldığında, kriz dönemi olan 2000-2001 ve 2002 yıllarında yatırım fonu performanslarının her üç yöntemde de başarısız olduğu (2001 yılında Jensen’de başarılı olarak görülmekte ama bu durumda bile başa baş’a yakın bir noktadadır.) tespit edilmiştir. Bununla beraber, 2002 yılından itibaren görece olarak istikrarlı bir yapıya doğru giden ve ekonomideki düzelmelere paralel olarak Treynor ve Sharpe ölçüm değerlerinin 2003-2005-2007-2009-2010 yıllarında pozitif seyir izlediği diğer bir ifadeyle ilave riske katlanan fonun katlandığı risk için risk primi elde ettiği görülmektedir.

Tablo 5.3: B Tipi Yatırım Fonları Performans Ölçümü

B Tipi Yatırım Fonları Performans Ölçümü			
	Treynor	Sharpe	Jensen
2000	-1,23	-0,20	-0,02
2001	3,75	0,60	0,16
2002	-4,46	-0,72	-0,14
2003	-0,67	-0,11	-0,04
2004	-1,70	-0,27	-0,07
2005	-0,18	-0,03	-0,03
2006	-2,18	-0,35	-0,08
2007	-0,98	-0,16	-0,05
2008	-1,98	-0,32	-0,05
2009	0,07	0,01	-0,03
2010	-0,45	-0,07	-0,03

Tablo 5.3 incelendiğinde B tipi yatırım fonlarının 2001 yılında her üç performans ölçüm tekniğine göre de başarılı bulunmuş olup, 2009 yıllarında B tipi yatırım fonlarının Treynor ve Sharpe performans ölçüm metotlarına göre başarılı, Jensen ölçütüne göre başarısız olduğu söylenebilmektedir. Diğer yıllarda ise her üç yöntemde de B tipi yatırım fonlarının performansının başarısız olduğu ortaya çıkmıştır.



Şekil 5.2: B Tipi Yatırım Fonu Getirisi, İMKB100 Getirisi ve Risksiz Faiz Oranı

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı, İMKB ve www.fonbul.com'dan temin edilen veriler ışığında düzenlenmiştir.

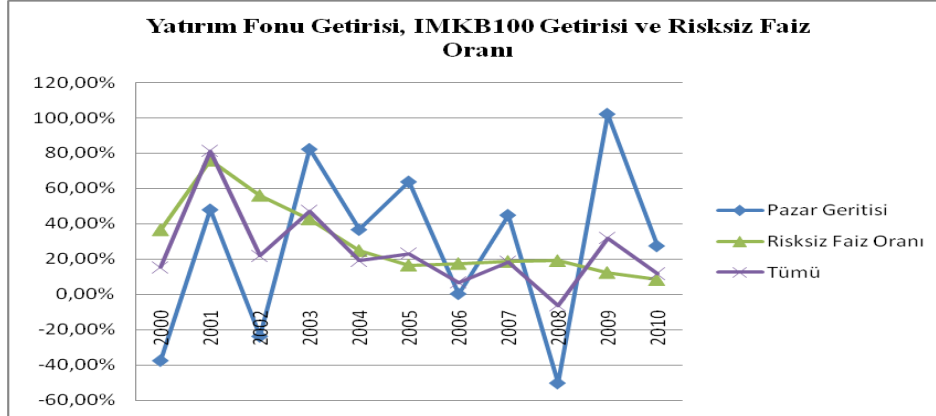
Yapısı gereği birçok farklı menkul kıymeti bünyesinde bulundurma imkanı olan B tipi yatırım fonları; Türkiye açısından incelendiğinde ağırlıklı olarak devlet tahvili, hazine bonosu ve ters repo olmak üzere sabit getirili menkul kıymetlerden oluştuğu tespit edilmektedir (www.ziraatbank.com.tr, 24.05.2011). Şekil 5.2’de de görüldüğü gibi B tipi Yatırım fonlarının getirileri risksiz faiz oranına paralel (başa baş ve risksiz faiz oranına yakın ama altında) seyir izlemektedir. Bu durumda özellikle hisse senedi piyasasının yükseldiği istikrarlı dönemlerde, B tipi yatırım fonunun getirisinin pazar getirisinin altında kalmasına ve performansının olumsuz olarak değerlendirilmesinde etkilidir.

Tüm yatırım fonları tek bir grupta ele alınarak yapılan analizde Tablo 5.4’teki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 5.4: Tüm Yatırım Fonları Performans Ölçümü

Tüm Yatırım Fonları Performans Ölçümü			
	Treynor	Sharpe	Jensen
2000	-0,90	-0,92	-0,04
2001	0,23	0,23	0,12
2002	-1,44	-1,47	-0,15
2003	0,19	0,19	-0,05
2004	-0,23	-0,24	-0,08
2005	0,28	0,28	-0,05
2006	-0,45	-0,46	-0,07
2007	-0,01	-0,01	-0,06
2008	-1,07	-1,09	-0,09
2009	0,82	0,84	-0,02
2010	0,14	0,15	-0,01

Tablo 5.4 incelendiğinde Türkiye’deki yatırım fonlarının, 2000 yılında tüm performans ölçüm methodlarına göre, 2003-2005-2009 ve 2010 yıllarında ise Treynor ve Sharpe ölçüm methodlarına göre görece olarak başarılı olduğu söylenebilmektedir.



Şekil 5.3: Yatırım Fonu Getirisi, IMKB100 Getirisi ve Risksiz Faiz Oranı

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı, İMKB ve www.fonbul.com'dan temin edilen veriler ışığında düzenlenmiştir.

Şekil 5.3'te Türkiye'deki yatırım fonlarının (A Tipi + B Tipi) yıllık ortalama getirisi, pazar portföyü olarak kabul edilen İMKB100 Endeksinin yıllık getirisi ve risksiz faiz oranı olarak kabul edilen hazine bonosunun yıllık ortalama getirisi grafiksel olarak verilmiştir. Şekil 5.3'ün de görsel olarak Tablo 5.3'de belirtilen ölçüm metotlarını desteklediğini, 2000-2002-2004-2006-2007 ve 2008 yıllarında Türkiye'deki yatırım fonlarının genel olarak kötü performans gösterdiğini söylemek mümkündür.

6. SONUÇ

Çalışmada 2000-2010 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren yatırım fonlarının performansının Treynor, Sharpe ve Jensen performans ölçüm metotlarıyla ölçülmesi amaçlanmıştır. Yapılan performans ölçümünde A tipi yatırım fonlarının her üç ölçüm metodu da göz önüne alındığında, daha fazla yılda başarılı olduğu, B tipi yatırım fonlarının performansının sadece 2001 ve 2009 yılları için başarılı sayılabileceği görülmüştür. Bu bağlamda sektörün A tipi yatırım fonlarından oluşan bölümünün B tipi yatırım fonlarından oluşan bölüme göre daha rekabetçi bir yapıda olduğu sonucuna varılabilmektedir.

2000-2001 yılı krizi, 2006 yılındaki ekonomik dalgalanma ve 2008 yılında etkilerini gösteren küresel finansal kriz dikkate alındığında A tipi yatırım fonlarının ekonomik olumsuzluklara oldukça duyarlı olduğu, özellikle Sharpe ve Treynor performans ölçüm metotlarıyla yapılan ölçümlerde ilgili dönemlerde, A tipi fon portföyünün başarısız olduğu gözlemlenmiştir.

Araştırma sonucunda görülen yatırım fonlarının kötü performansı, birkaç nedene dayandırılabilir. Bunlar, yatırım fonu endüstrisinin yetersizliği, bankaların endüstrideki yoğunluğu, devlet iç borçlanma senetlerinin ağırlığı, performans değerlemesine ve sunuşuna ilişkin sorunlar olarak sıralanabilir (Yalçıkaya, 2002: 71).

Türkiye'de fon çeşitliliğinde de bir yetersizlik söz konusudur. Daha önce de açıklandığı üzere Türkiye'de fonlar iki tipte (A ve B) ve sınırlayıcı nitelikte olmamakla birlikte 12 türde faaliyette bulunmaktadır. Fon türleri diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yeterli olmasına karşın, fon portföyü içinde likit fonların %70,79; Değişken Fonların %7,65 ve Tahvil Bono fonunun %7,26 seviyelerinde olması gerçek anlamda bir fon çeşitliliğinin olmadığını ortaya koymaktadır (Yalçıkaya, 2002: 72).

Türkiye'de fon portföylerinin önemli kısmını ters repo işlemleri ve tahvil-bono oluşturmada olup, tahvil-bono piyasasının da ağırlıklı kısmının kamu kesim finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu göz önüne alındığında Türkiye açısından yatırım fonlarının devletin finansman açığının giderilmesinde önemli rol üstlendiği söylenebilmektedir. Hisse senetlerinin ağırlığına bakıldığında ise sadece %3,71 seviyesinde bulunmakta ve bu durum, pazar portföyü olarak İMKB100'ü alan performans değerlendirme ölçümlerinde sonuçların anlamsız çıkmasına neden olmaktadır.

Yatırım fonları getirileri birden fazla etken tarafından belirlenebilmektedir. Fonun hacmi, piyasada bulunan pay sayısı, beta katsayısı, standart sapması gibi unsurlar fonun getirisini tek tek veya toplu olarak etkileyebilmektedir. Bir fonun getirisinin sadece beta veya standart sapmasını ele alarak belirleyebilmek bu aşamada fonun

performansını tam olarak belirlemede eksik kalabilmektedir (Eken ve Pehlivan. 2009: 106). Bu bağlamda klasik performans ölçüm yöntemlerine ilave olarak ortaya çıkmış performans ölçüm yöntemlerini dikkate alan çalışmaların bu çalışmayı tamamlayacağı ve literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Atan M., Atan, S. ve Özdemir, Z. A. (2008) “Türkiye’deki Bazı Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi” *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 / 2 (2008), ss. 47-67.

Eken M.H. ve Pehlivan, E. (2009) “Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans Ölçümleri ve Vza Analizi” *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 23 Sayı:83.

International Statistical Release (2010) “ Worldwide Investment Fund Assets and flows Trends in the fourth Quarter 2010” European Fund and Asset management Association.

Kahraman, D. (2006) “Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında Sona Erme Analizi ve Tahmini” *Basılmamış Doktora Tezi*, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı S.B.E, Afyon.

Korkmaz, T ve Uygurtürk, H. (2007), “Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 3, Sayı 5.

Öztürk, B. (2005) “Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı” *SPK*, Araştırma Raporu, s.6.

Pendaraki, K. ve Zopounidis C. (2003) “Evaluation of Equity Mutual Funds' Performance Using a Multicriteria Methodology” *Operational Research, An International Journal*. Vol.3, No. 1 (2003), pp.69-90, Greece.

Sezer, F. (2008) “ Bireysel Emeklilik Sistemi ve Fonların Performans Değerlendirmesi”, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, İşletme Anabilim Dalı S.B.E., İstanbul.

Şahin, S. (2006) “ İMKB’de Yükselen Piyasa ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi” *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı S.B.E, Kahramanmaraş.

Teker, S. vd., (2008) “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9 (1) 2008, 89-105, İstanbul.

TSPAKB (2002) “Finansal Yönetim” Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitim Kitapçığı.

Wang, K. vd., (2008) “Mutual Fund Performance Evaluation System Using Fast Adaptive Neural Network Classifier” Fourth International Conference on Natural Computation, IEE Computer Society, China.

Yalçınkaya, P. (2002) Süleyman Demirel Üniversitesi, Lisans Bitirme Tezi <http://tez.sdu.edu.tr/Tezler/TS00467.pdf>.

Yıldız, A. (2005), “A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi” *Muğla Üniversitesi, SBE Dergisi*, Bahar 2005 Sayı 14.

Çevrimiçi Kaynaklar

<http://www.dpt.gov.tr> (17.04.2011)

<http://www.fonbul.com.tr> (20.03.2011)
<http://www.hazine.gov.tr> (17.04.2011)
<http://www.imkb.gov.tr> (15.05.2011)
<http://www.isyatirim.com.tr> (16.04.2011)
<http://www.spk.gov.tr> (25.05.2011)
<http://www.takasbank.com.tr> (28.04.2011)
<http://www.vakifyatirim.com.tr> (16.04.2011)

