

**BORSA YATIRIM FONLARI İLE A TİPİ
YATIRIM FONLARININ KARŞILAŞTIRMALI
PERFORMANS ANALİZİ: BORSA İSTANBUL
(İMKB) ÖRNEĞİ
İlm ÖZDEMİR
(Yüksek Lisans Tezi)**

Eskişehir, 2016

**BORSA YATIRIM FONLARI İLE A TİPİ YATIRIM FONLARININ
KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS ANALİZİ: BORSA İSTANBUL
(İMKB) ÖRNEĞİ**

Ilm ÖZDEMİR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Murat ERTUĞRUL

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Mart, 2016

Bu tez çalışması, BAP Komisyonunca kabul edilen 1406e299 no.lu proje kapsamında desteklenmiştir.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

İlm ÖZDEMİR'in "Borsa Yatırım Fonları ile A Tipi Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Performans Analizi: Borsa İstanbul(IMKB) Örneği" başlıklı tezi 04 Mart 2016 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Murat ERTUĞRUL

Üye : Yrd.Doç.Dr.Özlem SAYILIR

Üye : Yrd.Doç.Dr.Nurdan SEVİM

Prof.Dr.Kemal YILDIRIM
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yüksek Lisans Tez Özü

BORSA YATIRIM FONLARI İLE A TİPİ YATIRIM FONLARININ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS ANALİZİ: BORSA İSTANBUL (İMKB) ÖRNEĞİ

İlm ÖZDEMİR

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mart 2016

Danışman: Doç. Dr. Murat ERTUĞRUL

Türkiye tasarruf düzeyi açısından yalnızca gelişmiş ekonomilerin değil, benzer düzeyde bulunan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin de altında bir noktada yer almaktadır. Yatırımcının güvenini kazanacak, risk ve getiri beklentilerini karşılayacak, yatırımcı profiline uygun farklı alternatifler sunacak yatırım araçlarının yaygınlaşması tasarruf düzeyinin gelişmesine katkıda bulunması muhtemel gelişmelerdir.

Yatırım fonları ve borsa yatırım fonları Türkiye’de pek çok yatırım aracına göre yeni olmasına rağmen son yıllarda gösterdikleri gelişimle öne çıkmaktadır. Yatırım fonları ve borsa yatırım fonları farklı yatırımcı beklentilerine kolaylıkla cevap verebilecek yapıda olan ve özellikle küçük yatırımcının zorlandığı portföy yönetimi konusunda profesyonel yönetim avantajı sunan özellikli yatırım araçlarıdır.

Bu iki yatırım aracının yadsınamaz benzerliklerinin yanı sıra önem arz eden farklılıkları da vardır. Çalışmanın amacı; gelişmekte olan bu iki yatırım aracına ilişkin derinlemesine bilgi vermenin yanı sıra A tipi yatırım fonları ve A tipi borsa yatırım fonlarının performanslarının kıyaslanmasını sağlamaktır. Bu amaçla 2008-2013 yılları arasında kesintisiz işlem gören toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ile 2 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonunun performansları farklı kriterlere göre ölçüm yapan teknikler kullanılarak analiz edilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: A tipi yatırım fonu, A tipi borsa yatırım fonu, performans ölçüm teknikleri, risk, getiri.

Abstract

A Comparative Performance Analysis of Type A Mutual Funds and Exchange Traded Funds: A Case in Borsa İstanbul (İMKB) , Master Thesis

Ilım ÖZDEMİR

Department of Business Administration

Social Sciences Institute of Anadolu University, March of 2016

Thesis Advisor: Ass. Prof. Murat ERTUĞRUL

With regard to the level of savings, Turkey does not only lag behind developed countries but also behind similar developing countries. The widespread usage of investment instruments which will contribute to the level of savings by gaining investor's trust, meeting expectations of risk and return and provide different alternatives that matches the investors profile, are the factors providing the increase in saving levels.

Despite being new in Turkey, mutual funds and exchange traded funds have become prominent in Turkey in recent years. Mutual funds and exchange traded funds can easily meet different expectations, especially expectations of small investors who have difficulty in managing investment portfolios by providing professional management advantages.

Although these two investment instruments have many similarities, they also have significant differences. The aim of study is providing in-depth information regarding developing investment instruments as well as providing a zone for comparison A type mutual funds and type A exchange traded funds. For this purpose, 28 A type mutual funds and 2 A type exchange traded funds listed between the years 2008-2013 have been measured and analyzed with different techniques and criterias. The results have been interpreted accordingly.

Key words: A type mutual funds, A type exchange traded funds, Performance measurement techniques, risk, return.

28.3/2016

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tez/proje çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

İçindekiler

	<u>Sayfa</u>
Jüri ve Enstitü Onayı	ii
Öz	iii
Abstract	iv
Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi	v
Özgeçmiş	vi
Tablolar Listesi	x
Grafikler Listesi	xi
Şekiller Listesi	xii
Kısaltmalar Listesi	xiii
Giriş	1

Birinci Bölüm Yatırım Fonları

1. Yatırım Fonları Kavramsal Çerçeve	2
1.1.Yatırım Fonları Tanımı	2
1.2.Yatırım Fonlarına Hakim Olan İlkeler	3
1.2.1.Riskin dağıtılması ilkesi	3
1.2.2.Profesyonel yönetim	3
1.2.3.Menkul kıymet portföyü işletme	4
1.2.4.İnançlı mülkiyet esası	4
1.2.5.Mal varlığının korunması	4
1.3.Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Varlıklar	4
1.4.Yatırım Fonlarının İşleyişi	6
1.5.Yatırım Fonu Kurmaya Yetkili Kurum ve Kuruluşlar	8
1.6.Yatırım Fonu Portföyü Yönetimi	8
1.7.Yatırım Fonlarında Profesyonel Yönetimin Sağladığı Faydalar	10
1.8.Yatırım Fonu Türleri	11
1.8.1.Portföy yapılarına göre yatırım fonu türleri	11
1.8.1.1.Tahvil ve bono fonu	11
1.8.1.2.Hisse senedi fonu	11
1.8.1.3.Sektör fonu	11
1.8.1.4.İştirak fonu	11
1.8.1.5.Grup fonu	11
1.8.1.6.Yabancı menkul kıymetler fonu	11
1.8.1.7.Altın fonu	12
1.8.1.8.Diğer kıymetli madenler fonu	12
1.8.1.9.Karma fon	12
1.8.1.10.Likit fon	12
1.8.1.11.Değişken fon	12
1.8.1.12.Endeks fon	12
1.8.1.13.Fon sepeti	12
1.8.1.14.Özel fon	12
1.8.1.15.Koruma amaçlı fon	12
1.8.1.16.Garantili fon	13
1.8.1.17.Serbest yatırım fonu	13
1.8.2.Fon pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonu türleri	13
1.8.2.1.Açık uçlu yatırım fonları	13
1.8.2.2.Kapalı uçlu yatırım fonları	13

1.8.3.Portföy içeriğinde bulundurduğu hisse senedi oranına göre yatırım fonu türleri	14
1.8.3.1.A tipi fonlar	14
1.8.3.2.B tipi fonlar	14
2.Yatırım Fonlarının Türkiye ve Dünyada Tarihsel Gelişimi	14
3.Günümüzde Yatırım Fonlarının Türkiye, Avrupa ve Dünyadaki Durumu	15

İkinci Bölüm

Borsa Yatırım Fonları

1.Borsa Yatırım Fonları Kavramsal Çerçeve	23
1.1.Borsa Yatırım Fonları Tanımı	23
1.2.Borsa Yatırım Fonlarının Türkiye ve Dünyadaki Tarihsel Gelişimi	25
1.3.Borsa Yatırım Fonlarının Özellikleri	30
1.4.Borsa Yatırım Fonu Kurmaya Yetkili Kuruluşlar	33
1.5.Borsa Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Değerler	34
1.6.Borsa Yatırım Fonları Sınıflandırması	34
1.6.1.Ağırlıklı hisse senedi içeren borsa yatırım fonları	36
1.6.2.Ağırlıklı döviz içeren borsa yatırım fonları	36
1.6.3.Ağırlıklı kıymetli maden içeren borsa yatırım fonları	36
1.6.4.Ağırlıklı risksiz yatırım aracı içeren borsa yatırım fonları	36
1.7.Borsa Yatırım Fonlarının Takip Stratejileri	36
2.Borsa Yatırım Fonlarının İşleyişi	38
2.1.Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Kavramlar ve Tanımları	38
2.2.Borsa Yatırım Fonlarının Genel İşleyişi	39
3.A Tipi Yatırım Fonu ve A Tipi Borsa Yatırım Fonlarının Ortak ve Farklı Özellikleri	41
3.1.A Tipi Yatırım Fonu ve A Tipi Borsa Yatırım Fonlarının Ortak Özellikleri	41
3.2.A Tipi Yatırım Fonu ve Borsa Yatırım Fonlarının Farkları	42

Üçüncü Bölüm

Analiz ve Sonuç

1.Analiz	43
1.1.Çalışmanın Amacı	43
1.2.Literatür	43
1.3.Kullanılan Analiz Teknikleri	46
1.3.1.Risk	46
1.3.1.1.Sektör Riski	46
1.3.1.2.Finansal Risk	46
1.3.1.3.Likidite Riski	47
1.3.1.4.Kur Riski	47
1.3.1.5.Ülke Riski	47
1.3.2.Riskin Farklı Bir Açından Gruplanması: Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk	47
1.3.2.1.Standart Sapma (σ)	49
1.3.2.2.Beta (β)	49
1.3.3.Performans ölçüm teknikleri	50
1.3.3.1.Toplam riski (standart sapmayı) baz alan performans ölçüm teknikleri	50

1.3.3.1.1.Sharpe Oranı	50
1.3.3.1.2.M ² Performans Ölçütü	53
1.3.3.1.3.Sortino Oranı	53
1.3.3.2.Sistemik riski (beta'yı) baz alan performans ölçüm teknikleri	53
1.3.3.2.1.Treynor Oranı	53
1.3.3.2.2.T ² Performans Ölçütü	54
1.3.3.2.3.Jensen (Alfa) Ölçütü	54
1.3.3.2.4.Değerleme Oranı	55
1.3.3.3.Fon yöneticisinin seçme kabiliyetini ölçen lineer (doğrusal) regresyon modeli	56
1.3.3.4.Fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini ölçen quadratic regresyon modeli	56
1.4.Veriseti	57
1.5.Analiz Yöntemleri	61
1.5.1.Betimsel İstatistik	62
1.5.1.1.A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarının toplam risk ölçümü (standart sapma σ)	78
1.5.1.2.A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarının sistemik risk ölçümü (beta β)	81
1.5.2.Toplam riski baz alan performans analiz yöntemlerine göre performans ölçüm sonuçları	83
1.5.2.1.Sharpe Oranı'na Göre Analiz Sonuçları	83
1.5.2.2.M ² performans analizi sonuçları	86
1.5.2.3.Sortino Oranı Analiz Sonuçları	89
1.5.3.Sistemik riski baz alan performans analiz yöntemlerine göre performans ölçüm sonuçları	92
1.5.3.1.Treynor performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları	92
1.5.3.2.T ² Performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları	95
1.5.3.3.Jensen performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları	98
1.5.3.4.Değerleme Oranı	101
1.5.4.A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ile A tipi borsa yatırım fonlarına ait quadratic ve lineer regresyon sonuçları	104
2.Sonuç	111
Kaynakça	114

Tablolar Listesi

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. Yıllara göre Avrupa Ülkeleri'ne ait yatırım fonu ve özel yönetimli fon portföy büyüklükleri	17
Tablo 2. Yıllara göre Avrupa Ülkeleri'nde coğrafik bölgelere göre yatırım fonu büyüklüğü dağılımı	18
Tablo 3. Dünya Borsaları borsa yatırım fonu sayıları ve günlük ortalama işlem hacimleri	33
Tablo 4. A tipi borsa yatırım fonu ve A tipi yatırım fonlarının farkları	42
Tablo 5. Analize dahil edilen A tipi yatırım fonlarının en az hisse senedi bulundurma oranı	58
Tablo 6. Analize dahil edilen A tipi borsa yatırım fonlarının en az hisse senedi bulundurma oranı	59
Tablo 7. Toplam fon değerleri ve grup içi ağırlıkları	60
Tablo 8. Grup bazlı fon değerleri ve ağırlıkları	61
Tablo 9. Analize dahil edilen fonlara ait betimleyici istatistik değerleri	63
Tablo 10. Grup bazlı betimleyici istatistik değerleri	63
Tablo 11. Analize dahil edilen fonlara ilişkin standart sapma değerleri	79
Tablo 12. Grup bazlı standart sapma değerleri	79
Tablo 13. Analize dahil edilen fonlara ilişkin beta değerleri	82
Tablo 14. Grup bazlı beta değerleri	82
Tablo 15. Sharpe Yöntemi analiz sonuçları	84
Tablo 16. Grup bazlı Sharpe değerleri	85
Tablo 17. M ² Yöntemi analiz sonuçları	87
Tablo 18. Grup bazlı M ² değerleri	88
Tablo 19. Sortino Yöntemi analiz sonuçları	90
Tablo 20. Grup bazlı Sortino değerleri	91
Tablo 21. Treynor Yöntemi analiz sonuçları	93
Tablo 22. Grup bazlı Treynor değerleri	94
Tablo 23. T ² Yöntemi analiz sonuçları	96
Tablo 24. Grup bazlı T ² değerleri	97
Tablo 25. Jensen Yöntemi analiz sonuçları	98
Tablo 26. Grup bazlı Jensen Değerleri	100
Tablo 27. Değerleme Oranı Yöntemi analiz sonuçları	102
Tablo 28. Grup bazlı Değerleme Oranı değerleri	103
Tablo 29. Regresyon analizi sonuçları	105
Tablo 30. Grup bazlı regresyon değerleri	107

Grafikler Listesi

	<u>Sayfa</u>
Grafik 1. 2013 yılı sonu itibariyle farklı ülkelerde varlık yönetim işini elinde bulunduran şirketlerin faaliyet gösterdikleri kategoriler	10
Grafik 2. Yıllara göre Avrupa yatırım fonu ve özel yönetimli fon büyüklükleri	15
Grafik 3. 2013 yılı sonu itibariyle Avrupa'da yatırımcı profili	20
Grafik 4. Bölgeler ve ülkeler bazında brüt tasarruf oranları	22
Grafik 5. Dünyadaki toplam borsa yatırım fonu sayısı	27
Grafik 6. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki toplam borsa yatırım fonu sayısı	30
Grafik 7. 01.01.2008-31.12.2008 dönemi getiri karşılaştırması	65
Grafik 8. 01.01.2008-31.12.2008 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	66
Grafik 9. 01.01.2009-31.12.2009 dönemi getiri karşılaştırması	67
Grafik 10. 01.01.2009-31.12.2009 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	68
Grafik 11. 01.01.2010-31.12.2010 dönemi getiri karşılaştırması	69
Grafik 12. 01.01.2010-31.12.2010 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	70
Grafik 13. 01.01.2011-31.12.2011 dönemi getiri karşılaştırması	71
Grafik 14. 01.01.2011-31.12.2011 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	72
Grafik 15. 01.01.2012-31.12.2012 dönemi getiri karşılaştırması	73
Grafik 16. 01.01.2012-31.12.2012 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	74
Grafik 17. 01.01.2013-31.12.2013 dönemi getiri karşılaştırması	74
Grafik 18. 01.01.2013-31.12.2013 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması	75
Grafik 19. A tipi yatırım ve borsa yatırım fonlarının 6 yıllık ortalama günlük getiri grafiği 01.01.2008-31.12.2013	76
Grafik 20. A tipi yatırım ve borsa yatırım fonlarının 6 yıllık grup bazlı ortalama günlük getiri grafiği 01.01.2008-31.12.2013	77
Grafik 21. 2008-2013 yıl ve grup bazlı getiri	78

Şekiller Listesi

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1. Yatırım fonlarının işleyişi	6
Şekil 2. Varlık yönetim sektörünün finansal sistem içindeki yeri	9
Şekil 3. 2013 yılı sonu itibariyle Dünya’da yatırım fonu ve özel yönetimli fon büyüklüğü ve bölgelere göre dağılımı	21

Kısaltmalar Listesi

- AMEX** : American Stock Exchange
- BYF** : Borsa yatırım fonu
- DİBS** : Devlet iç borçlanma senetleri
- EFAMA (European Fund and Asset Management Assosiation):** Avrupa Yatırım Fonu ve Portföy Yönetim Birliği
- EKP** : Endeks katılım payı
- GSMH** : Gayrisafi Milli Hasıla
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- Nasdaq** : National Association of Securities Dealers Automated Quotations
- NFIST** : Non-Financial İstanbul 20
- S&P – 500** : Standard & Poor’s 500 endeksi
- SPDR’s** : Standard&Poors Depository Receipts
- SPK** : Sermaye Piyasası Kurumu
- TCMB** : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- TIPS** : Toronto Index Participation Share
- YF** : Yatırım Fonu

Giriş

Son yıllarda hızla gelişen yatırım araçları olan yatırım fonları ve borsa yatırım fonları hakkında yapılan çalışma sayısı, diğer birçok yatırım aracına göre oldukça kısıtlıdır. Ancak, gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcılar tarafından her geçen gün daha çok ilgi gören söz konusu iki yatırım aracına dair daha kapsamlı bilgi sağlanabilmesi hem yatırımcılar, hem profesyoneller hem de araştırmacılar açısından önem arz etmektedir. Bu bilgi kullanıcılarına yatırım ve borsa yatırım fonlarına ilişkin bilgi sağlamak, yapısal açıdan önemli benzerlikler gösteren bu iki yatırım aracının performansını kıyaslamak ve yorumlamak çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

Bu amaçla, 2008-2013 yılları arasında kesintisiz olarak işlem gören 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve 2 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonu çalışmaya dahil edilmiştir. Veriler günlük olarak sağlanmış ve çeşitli analizlere tabi tutulmuştur. Söz konusu fonlar, fon bazında ve grup bazında; salt getiriler, riske göre düzeltilmiş getiriler ve yöneticilerinin seçme ve zamanla kabiliyetleri açısından değerlendirilmiştir. Fonların ve yatırım aracı gruplarının riske göre düzeltilmiş getirilerinin hesaplanmasında; Sharpe, M^2 , Sortino, Treynor, T^2 , Jensen, Değerleme Oranı yöntemleri kullanılırken; fon yöneticilerinin seçme ve zamanlama kabiliyetlerinin ölçülmesi için lineer ve quadratic regresyon tekniklerine başvurulmuştur. Gösterge endeks olarak, yapılan benzer çalışmalarla kıyaslanabilir sonuçlar elde edilmesi açısından yaygın olarak kullanılan İMKB 100 endeksi belirlenmiştir. Ayrıca, analize dahil edilen borsa yatırım fonları ve A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının portföylerinde önemli ölçüde İMKB 100 endeksinde yer alan hisse senedi bulunmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde yatırım fonlarına ilişkin kavramsal çerçeve çizilmiş ve yatırım fonlarının işleyişlerine ilişkin bilgilere yer verilmiştir. İkinci bölümde aynı çerçeve borsa yatırım fonları için çizilirken, üçüncü bölümde analize ilişkin açıklamalar yapılmış ve analiz sonuçları irdelenmiştir.

Birinci Bölüm

Yatırım Fonları

1. Yatırım Fonları Kavramsal Çerçeve

Günümüzde finansal piyasaların hareketliliği ve yatırımcıların buna paralel olarak sürekli değişen talepleri, yeni finansal ürün arayışına da doğal olarak hız kazandırmıştır (Baş-Sarioğlu, 2013, s.1). Pek çok yatırım aracına kıyasla oldukça yeni bir araç olan yatırım fonları, diğer yatırım araçlarının dezavantajını avantaja çevirecek özelliklere sahip dikkate değer bir yatırım aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırım fonları bir kısım yatırım aracına kıyasla oldukça yeni bir yatırım aracı olsa da hem bireysel hem kurumsal yatırımcının ilgisiyle; gelişmiş ülkelerde ciddi bir pazar oluşturmuş, gelişmekte olan ülkelerde de önemli bir gelişme kaydetmiştir. Günümüzde de büyüyen bir ivmeyle gelişmeye devam etmektedir. Yatırım fonları birbirinden farklı pek çok çalışmada farklı şekillerde tanımlanmış olmakla birlikte, tüm tanımların üzerinde durduğu bazı temel noktalar bulunmaktadır. Söz konusu noktalar da yatırım fonlarına ilişkin ilkelere işaret etmektedir. Bu bölümde; yatırım fonlarına ilişkin tanımlar, ilkeler, yatırım fonlarının kurulma prensipleri, kanuni çerçeveleri, kurmaya yetkili kuruluşlar, yatırım yapabileceği yatırım araçları, Türkiye ve dünya piyasalarındaki gelişimi gibi başlıklara yer verilecek olup, bahsi geçen başlıklar detaylı olarak incelenecektir.

1.1. Yatırım Fonları Tanımı

Literatürde yatırım fonlarına ilişkin pek çok farklı tanım mevcuttur. Yatırım fonlarının özellikle üzerinde durulması gereken noktalarını barındıran tanımların bazıları aşağıdaki gibidir.

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanununun 37. Maddesinde (Değişik: 29/4/1992 - 3794/27 md.) “Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı” olarak tanımlanmıştır (Resmi Gazete, 30.9.1981, s.356)

Amerika Birleşik Devletlerinde yatırım fonu piyasasının ticari birliği olan Yatırım Ortaklığı Kurulu ise yatırım fonunu, “Aynı hedefi paylaşan kişiler ve kurumlar yararına yatırım yapan bir ortaklıktır” şeklinde tanımlamıştır. (Gürman, 1995, s.4-5)

Mehmet ve Sıddık Arslan’ın 2010 Yılında yayımlanan çalışmalarında yer verdikleri tanıma göre, “Genel anlamda yatırım fonları; yatırımcılara ait küçük miktardaki tasarrufları, katılım belgeleri karşılığında bir araya getirerek, para ve sermaye piyasasının

fon ihtiyacının karşılanması amacıyla sisteme dahil eden kuruluşları ifade etmektedir.”
(Arslan – Arslan, 2010, s.5)

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin resmi internet sitesinde yapmış olduğu yatırım fonu tanımı ise, “Yetkili kuruluşlarca, katılma belgesi karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan kaynakların, çeşitli sermaye piyasası araçlarına dengeli şekilde dağıtılarak verimlendirilmesini sağlayan kurumlara Yatırım Fonu denir.” şeklindedir.¹

1.2. Yatırım Fonlarına Hakim Olan İlkeler

Yatırım fonlarına ilişkin, yukarıda verilen tanımlarda da görüldüğü üzere, yatırım fonlar belli ilkeler çerçevesinde oluşturulmuştur. Bu ilkeler aşağıda özetlenmiştir.

1.2.1. Riskin dağıtılması ilkesi

Akılcı bir finansal planlamanın temellerinden biri çeşitlendirmedir. Bu ilke, yatırım fonunun yatırımcıya tek başına sağlayamayacağı risk dağıtma imkanını vermesiyle ilgilidir. Bilindiği üzere, yatırımcılar genellikle bazı teknik ve ekonomik sebeplerle (hisse senetlerinin borsada belli lot altında işlem görmemesi gibi) tasarruflarını tek bir araçta ya da görece az çeşitlendirilmiş birkaç araçta değerlendirmek durumunda kalmaktadır. Bu durum, yatırım yapılan aracın değer kaybetmesi durumunda yatırımcının ciddi kayıplar yaşamasına sebep olabilmektedir. Yatırım fonlarının risk dağıtma ilkesi gereği pek çok yatırımcıdan toplanan, böylece tek bir kişinin yatırımından çok daha büyük tutarlara ulaşan tasarruflarla birbirinden farklı araçlara yatırım yapılarak iyi çeşitlendirilmiş portföyler oluşturulmakta ve yatırımcının riskten etkilenme düzeyi önemli ölçüde düşürülebilmektedir. (Cotsakos, 2000, s.91)

1.2.2. Profesyonel yönetim

Profesyonel yönetim de riskin dağıtılması ilkesi gibi özellikle daha küçük ölçekli yatırım yapan yatırımcılar için büyük avantaj sağlayan bir ilkedir. Bilindiği üzere, yatırım fonu özellikle sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere pek çok piyasadan pek çok farklı ürüne yatırım yapar. Duruma yatırımcı gözünden baktığımızda, bir yatırımcının bu denli farklı ve değişken piyasaya aynı anda yatırım yaparak her birinin iniş-çıkışlarını doğru adlandırıp yerinde hamle yapabilmesi oldukça güçtür. Oysa yatırım fonları, yatırımcıdan toplanan katılma paylarını birleştirerek büyük tutarlarla piyasaya hakim profesyonel yöneticiler tarafından yönetilir. Dolayısıyla bu durum yatırımcıya hem riskin en aza indirilmesi hem de karın artırılması açısından avantaj sağlar.

¹ http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx (Erişim tarihi: 04.05.2015)

1.2.3. Menkul kıymet portföyü işletme

Yatırım fonları pek çok farklı varlığa yatırım yapabilmekle birlikte, temelde menkul kıymet piyasasında yaptığı alım-satımlarla kar sağlamak amacını güder.

1.2.4. İnançlı mülkiyet esası

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanır. İnançlı mülkiyet esasında fona, inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü aracılığıyla gerçekleştirilir. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak; yönetmek/yönettirmek zorundadır.²

1.2.5. Mal varlığının korunması

Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.³

1.3. Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Varlıklar

Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemeleri çerçevesinde yatırım fonlarının yatırım yapabileceği varlıklar şunlardır: (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, 2010, s. 7)

- Türkiye’de kurulan, özelleştirme kapsamında olanlar da dahil olmak üzere, ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Sermaye Piyasası Kurulu’nca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri gibi araçlar,
- Kira ve gayrimenkul sertifikaları,
- Varantlar ve sertifikaları,
- Takasbank para piyasası işlemleri,

² <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> (Erişim tarihi: 28.04.2015)

³ <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> (Erişim tarihi: 28.04.2015)

- Sermaye Piyasası Kurulu'na uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- 12 aydan uzun olmamak koşuluyla vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,
- Sermaye Piyasası Kurulu'na uygun görülen diğer yatırım araçları,
- Fon katılma payları.

Özetlemek gerekirse, yatırımcılar, şirketlerden, aracı kuruluşlardan veya menkul kıymetler borsalarından yukarıda sözü geçen tüm yatırım araçlarını tek tek satın alarak da yatırımlarını değerlendirebilirler. Ancak, menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirir. Ayrıca bireysel birikimler genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından ya da yatırımcının çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmasından, bunlarla oluşturulan portföylerde gerekli risk dağılımı yapılamayabilir ya da yatırımcının konusunda uzman olmaması, zamanlama hatası yapması gibi nedenler istediği getiriye ulaşamamasına neden olabilir. Sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları bu nedenlerle oluşturulmuştur. Yatırım fonları sağladıkları risk dağılımı, küçük tasarruflarla yatırım imkanı sağlaması ve fon dışında oluşturulacak risk dağılımı yapılmış portföylere kıyasla yatırım maliyetlerinin düşük olması gibi nedenlerle küçük yatırımcıyı da tasarruflarını yastık altından çıkararak ekonomiye dahil etme konusunda yüreklendirmiştir.

Yatırımcılar fonlara katılım belgeleri alarak dahil olurlar. Katılım belgeleri yatırımcıya, fona dahil olma tutarını ve haklarını bildiren bir belgedir. Yatırım fonları bu özelliği açısından hisse senetlerine benzemekle birlikte, katılım belgeleri yatırım fonu yatırımcısına hisse senetlerinin yatırımcıya verdiği şirket yönetimine katılma hakkını vermez.

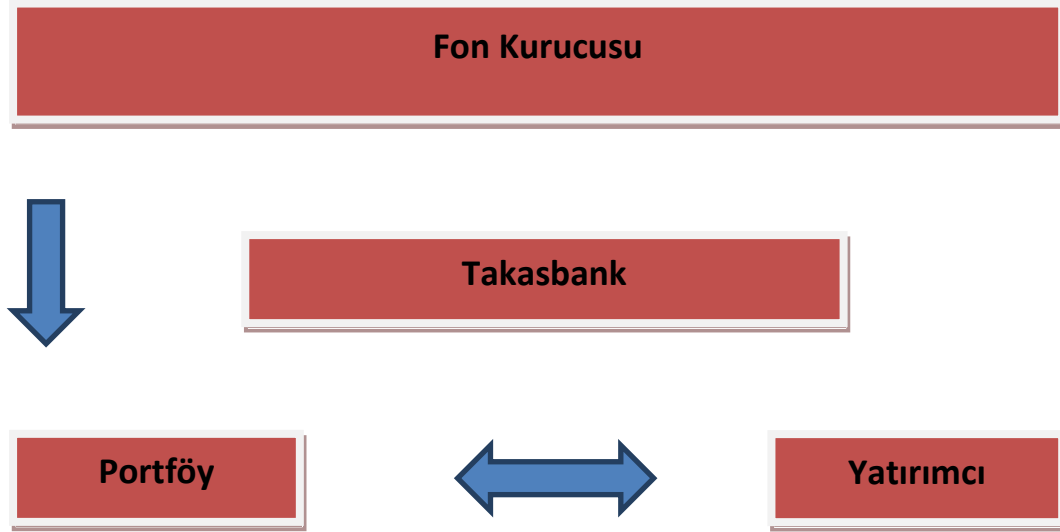
1.4. Yatırım Fonlarının İşleyişi

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun'a dayanılarak sermaye piyasası tarafından çıkarılan Tebliğ esaslarına göre kurulur ve işletilir.

Yatırım fonlarında 4 ana unsurdan söz edilebilir. Bunlar:

- Fon kurucusu,
- Fonu kuranın fon portföy yönetimini sağlaması için belirlediği portföy yöneticisi,
- Fon varlıklarını saklayarak, varlıklara bağlı ortaya çıkan faiz, temettü gibi gelirleri tahsil eden Takasbank ve
- Yatırımcılardır.

Aşağıdaki şekil, yatırım fonu işleyişinin ana unsurları arasındaki ilişkiyi göstermekte olup, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3’de yer alan bilgiler ışığında oluşturulmuştur.



Şekil 1. Yatırım fonlarının işleyişi

Kaynak: SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, 2010

Fon kurucusu, fon yönetimi için atama hakkını da elinde bulundurur. Kurucu, SPK portföy yöneticiliği belgesine sahip bir aracı kurumu ya da bir portföy yönetimi şirketini fonu yönetmesi için seçer. Fon kurucusu, yöneticiye yaptığı ödeme karşılığında, portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetim hizmeti almış olur. Bunun yanında portföyün fon kurucusu dışında bir kuruluş tarafından yürütülüyor olması, kurucunun yönetim, temsil ve yatırım yapılan araçların saklanması gibi sorumluluklarını yerine getirme zorunluluğunu ortadan kaldırmaz.

Bu noktada Takasbank’tan söz etmek gerekir. Takasbank, fon portföyündeki varlıkları saklayan, bu varlıklara dayalı faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil eden kuruluştur ve fon işleyişinin bir başka mekanizmasını oluşturur. 2005 yılından sonra ise Takasbank saklama yükümlülüğünü dijital ortamda faaliyet gösteren Merkezi Kayıt Kuruluşu’na aktarmıştır.

İşleyiş zincirini oluşturan son unsur ise, tasarruf sahipleri yani yatırımcılardır. Bunlar, gerçek ya da tüzel kişi olabilirler. Fona iştirak her iki şekilde de mümkündür.

Fon, halka ilk arzında, gazetelere fon kurucusu tarafından verilen ilanda yer alan izahname ve sirkülerde belirtilen adreslerde ve saatlerde alınıp satılır. Kurucu bu adresi kendi merkezi gibi belirleyebileceği gibi, atadığı herhangi bir aracı kuruluşun adresi olarak da belirleyebilir.

İlk halka arzdan sonraki alım satım işlemleri ise, fon kurucusu ya da aracı kurum aracılığıyla devam edebilir.

Bu noktada bahsedilmesi gereken bir diğer husus ise, fon yönetiminde uyulması gereken temel kurallardır. Yatırım fonlarıyla ilgili yatırımcıyı korumak amacıyla oluşturulmuş pek çok kısıt bulunmakla birlikte, bu kısıtlamalardan belli başlı olanlar aşağıdaki gibidir.

- Fon portföyüne, hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve bu değer altında satış yapılamaz.
- Borsada işlem gören tüm varlıkların alım / satımlarının borsada yapılması zorunludur.
- Bir yatırım fonunun portföy değerinin % 10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.
- Bir fon, açığa satış ya da kredili menkul kıymet alımı işlemi yapamaz. Yatırım fonlarının malvarlıkları rehnedilemez ve/veya devredilemez.⁴

Yatırımcının menfaatlerinin korunması açısından fonun denetlenmesi de önemli bir husustur. Yatırım fonları kurucuları; yöneticilere ilişkin bilgiler ile fon kurulu, fon denetçisi, fon müdürü ve fon hizmet biriminde görevli ihtisas personeline ilişkin bilgileri; bu kişiler için ilgili tebliğ ve yönetmeliklerde öngörülen şartları taşıdıklarını gösteren belgeler ve kimlik bilgileri ile birlikte Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne bildirmek zorundadır.

Fon faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun olarak işleyişi, fon denetçileri tarafından denetlenmektedir. Fon denetçileri tarafından hazırlanan raporların yılda en az bir kere kurucunun yönetim kuruluna ve fon kuruluna intikal ettirilmesi gerekmektedir. (Yeşilürdü, 2012, s.41)

Yatırım fonları, içeriden atanan bir denetçinin yanı sıra, yapılacak bir sözleşmeye istinaden 6 aylık ve yıllık olarak bir bağımsız denetim firması tarafından denetlenmek ve bu denetim sonucu çıkan rapor Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilmek zorundadır. Ek olarak, Sermaye Piyasası Kurulu herhangi bir zaman gözetmeksizin yatırım fonunu denetleme yetkisine sahiptir.

⁴ http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx (Erişim tarihi: 04.05.2015)

Yatırım fonları elde ettikleri gelirler, portföylerinde bulunan değerlerin alım satımı, temettü ve faizlerin yanı sıra portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin değer artışlarından kaynaklanmakla birlikte gider kalemlerini yönetim ücreti, alım-satım komisyonları ile fonun yönetimi ve devamlılığı için gereken genel harcamalar oluşturmaktadır.

1.5. Yatırım Fonu Kurmaya Yetkili Kurum ve Kuruluşlar

Yatırım fonları genel olarak, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esası çerçevesinde katılımcıların haklarının ve maddi varlıklarının korunması ve yatırımcıların temsili sorumluluklarını alan kurucular tarafından kurulur. Türkiye’de, SPK tarafından belirlenen şartları taşıyan;

- Bankalar,
- Sigorta şirketleri,
- Aracı kurumlar ve
- Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları SPK’den izin almak kaydıyla yatırım fonu kurabilmektedir.

Fon kurucusu, fonun içeriği konusunda fon içtüzüğü ve mevzuat çerçevesinde kalmak şartıyla, fonun içeriğini değiştirmek konusunda özgürdür. Fon içeriği, kurucu tarafından belirlenir ve sonrasında değiştirilebilir. Ayrıca kurucu, 3. kişilere karşı fonu temsil yetkisine de sahiptir. (SPK Yatırımcıyı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, 2010, s.8)

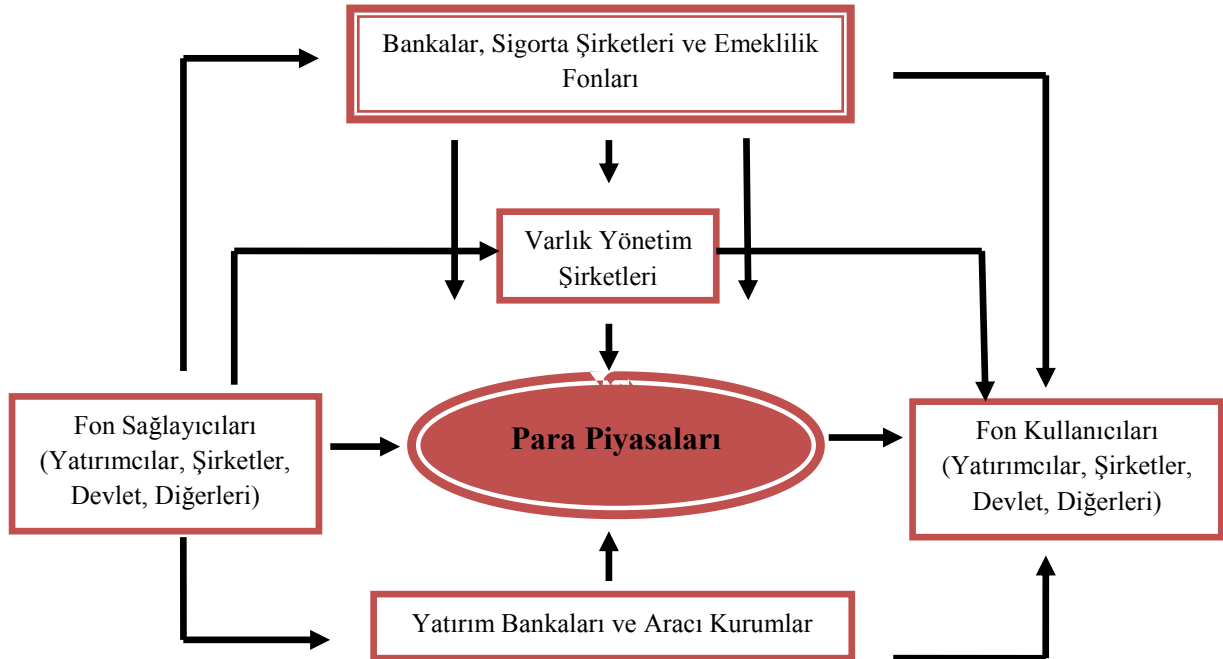
1.6. Yatırım Fonu Portföyü Yönetimi

Fon, bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde; kurucu tarafından atanan bir yönetici tarafından yönetilir. Yönetici belirleme kararı profesyonel yönetim ilkesi çerçevesinde alınacak olup, portföy yöneticiliği yetki belgesi sahibi aracı kurumlar bu göreve atanabilir. Bu hizmet aynı zamanda, yatırımcılar açısından maliyet unsurlarından biridir. Fon portföyünün yönetimi hizmeti için portföy yönetim hizmeti ücreti alınır. Portföyün yönetilmesi hizmetinin kapsamına, mevzuatın ve fon içtüzüğünün elverdiği koşullar çerçevesinde, varlıklara ilişkin risk/getiri analizlerinin yapılması, varlık alınıp satılması ve bu faaliyetlerden elde edilen kazançların tahsil edilmesi dahildir.

Fonun yönetiminde rol alan yapının tamamı ise "hizmet birimi" olarak anılmaktadır. Türkiye’de fon kurucusunun, yönetim işlerini ve fonun operasyonunun düzgün bir şekilde yürütülebilmesini teminen bir hizmet birimi oluşturulması zorunlu tutulmuştur. Fon hizmet birimi, kurucu, yönetici veya sözleşme ile hizmet sağlanan başka bir kuruluş nezdinde, fonun muhasebe, operasyon, teknik altyapı ve diğer işlemlerinin düzgün

yürütülmesi amacıyla oluşturulmaktadır. Fon hizmet biriminde tam zamanlı çalışacak fon yönetim müdürleri ile yeterli sayıda personel bulunması gerekmektedir. (Yeşilürdü, 2012, s.41)

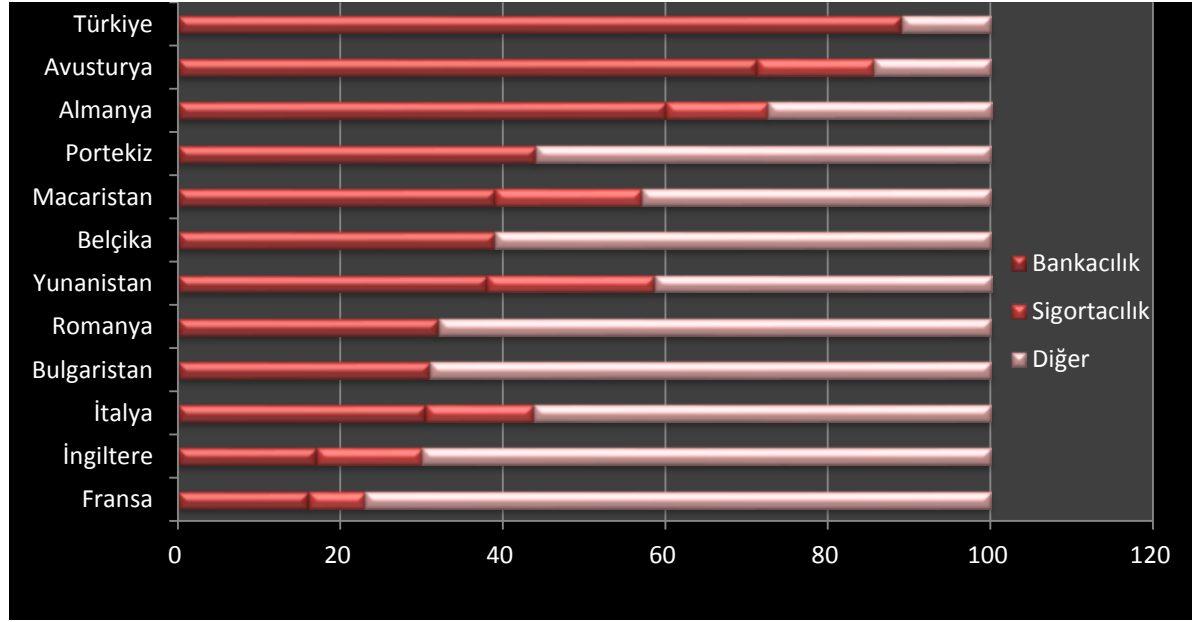
Fon alım-satım ve yönetimini de kapsayan varlık yönetim sektörünün finansal sistem içindeki yeri Şekil-2 yardımıyla özetlenmiştir. Finansal varlık yönetim şirketleri, aracılık hizmetlerini yalnızca bireysel yatırımcıya, şirketlere ve devlete değil, sigorta şirketleri ve emeklilik yatırım fonlarına da sunarlar. Bu nedenle, Şekil-2’de de gösterildiği gibi, profesyonel yönetilmiş yatırımlara sahip olmak isteyen yatırımcılar adına yatırım kararı veren şirketler olarak finansal varlık yönetim şirketleri, en önemli alım tarafı (buy-side) şirketleridir. Bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları için de varlık yönetimi için aracılık yapan varlık yönetim şirketleri, farklı yatırımcılardan topladığı katılım bedelleriyle ağırlıklı olarak yatırım fonları, emeklilik fonları gibi daha güvenli yatırım araçlarına büyük miktarlarda yatırım yapan şirketlerdir. Karşı kısımda yer alan yatırım bankaları ve aracı kurumlar ise opsiyonlar, hedef fiyat, aşağı ve yukarı hareket gibi konularda hizmet veren satım tarafı (sell-side) birimlerindedir ve ağırlıklı olarak, hem kendi hesaplarına hem de müşterileri için türev araçlar ve menkul kıymetler üzerinden yatırımlarını gerçekleştirirler. Sonuç olarak para piyasaları varlık yönetim sistemini bu iki taraf oluşturmakta olup, yatırım fonu yönetimi alım tarafı (buy-side) tarafından gerçekleştirilmektedir. (European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.5-6)



Şekil 2. Varlık yönetim sektörünün finansal sistem içindeki yeri

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.6

2013 yılı sonu itibariyle farklı ülkelerde varlık yönetim işini elinde bulunduran şirketlerin hangi kategoride faaliyet gösterdikleri Grafik-1’de gösterilmiştir.



Grafik 1. 2013 yılı sonu itibariyle farklı ülkelerde varlık yönetim işini elinde bulunduran şirketlerin faaliyet gösterdikleri kategoriler

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.32

Her ülkede yatırımcılar varlık yönetimi için farklı kanallar kullanmaktadır. Yukarıdaki grafik bize, yatırım fonları yönetiminin hangi ülkede hangi gruptaki şirketlerde toplandığı konusunda fikir vermektedir. Grafikte de görüldüğü üzere, Ülkemizde varlık yönetimi ağırlıklı olarak bankalar tarafından yapılmaktadır. Sigortacılık sektöründe herhangi bir varlık yönetim faaliyeti bulunmamaktadır. Alternatif şirketler ise %11 düzeyindedir.

1.7. Yatırım Fonlarında Profesyonel Yönetimin Sağladığı Faydalar

Yatırım fonları profesyonel varlık yöneticileri tarafından yönetildiğinden yatırımcıya pek çok önemli fayda sağlamaktadır. Söz konusu faydalar aşağıda özetlenmiştir.

- Profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen tasarruflar seçim ve zamanlama açısından doğru kıymetlere yatırıldığından bireysel yatırımcının kendi yönetiminde elde edeceğinden daha fazla getiri sağlar.
- Çok sayıda yatırımcının katılım payını kullanarak yatırım aracı açısından çok geniş bir skalada seçim yapma şansları olduğundan riski minimize etme şansı tanır. Yatırım fonları tüm katılım paylarını tek bir yatırımcıya gibi kullandığından, bireysel yatırımcıya yalnızca kendi tasarrufuyla sağlayamayacağı kadar çeşitlendirilmiş bir portföy sağlayabilir. Yatırım yapılan araçlar ekonomik

etkenlere ve riske birbirinden farklı tepkiler verecek şekilde seçilebilir ve dolayısıyla fon kendi içinde bir hedge sistemi oluşturmuş olur.

- c. Yatırım fonları, ölçek ekonomisi mantığına sahiptir. Katlanılacak sabit bir maliyet küçük bir yatırımın büyük bir yüzdesini oluşturacak, dolayısıyla birim maliyeti arttıracakken; aynı maliyet çok büyük bir yatırımda birim maliyeti düşürecektir. Bu nedenle, tasarrufunu bireysel değerlendirmek yerine yatırım fonu olarak değerlendiren yatırımcılar çok daha küçük bir maliyete katlanacaktır.

1.8. Yatırım Fonu Türleri

Yatırım fonlarının uluslararası piyasalarda farklı kriterlere göre sınıflandırıldığını görmek mümkündür ancak bu kriterler içinde en çok kullanılan ve geçerli olan sınıflandırma, portföy yapılarına göre, fon pay sayısının değişebilirliğine göre ve portföy içeriğinde bulundurduğu hisse senedi oranına göre yapılan sınıflandırmadır.

1.8.1. Portföy yapılarına göre yatırım fonu türleri

Bu sınıflandırma, portföye alınacak menkul kıymet türleri göz önüne alınarak yapılmaktadır. Portföy yapılarına göre, 17 çeşit yatırım fonu vardır;

1.8.1.1. Tahvil ve bono fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarından oluşturan fonlardır.

1.8.1.2. Hisse senedi fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşturan fonlardır.

1.8.1.3. Sektör fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin menkul kıymetlerinden oluşturan fonlardır.

1.8.1.4. İştirak fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerden oluşturan fonlardır.

1.8.1.5. Grup fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir topluluğun menkul kıymetlerinden oluşturan fonlardır.

1.8.1.6. Yabancı menkul kıymetler fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerinden oluşturan fonlardır.

1.8.1.7. Altın fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşturan fonlardır.

1.8.1.8. Diğer kıymetli madenler fonu

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı menkul kıymetlerden oluşturan fonlardır.

1.8.1.9. Karma fon

Fon portföyünün tamamı, hisse senetleri, borçlanma araçları, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarının en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlardır.

1.8.1.10. Likit fon

Portföyünün tamamı devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır.

1.8.1.11. Değişken fon

Portföyünün tamamı, portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlardır.

1.8.1.12. Endeks fon

Portföyünün %80'i devamlı olarak, baz alınan ve kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilenlerin bir kısmından oluşan fonlardır.

1.8.1.13. Fon sepeti

Portföyünün %80'i devamlı olarak, diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlardır.

1.8.1.14. Özel fon

Katılma payları önceden belirlenmiş kişi ya da kuruluşlara tahsis edilmiş fonlardır.

1.8.1.15. Koruma amaçlı fon

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı fonlardır.

1.8.1.16. Garantili fon

Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği fonlardır.

1.8.1.17. Serbest yatırım fonu

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan ve mevzuatta yer alan portföy sınırlamalarına istisna tutulan fonlardır. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3, 2010, 5-6-7)

1.8.2. Fon pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonu türleri

Bu sınıflandırma ise fona dahil pay sayısında değişim olup olmamasıyla ilgilidir. Bu açıdan bakıldığında 2 grup yatırım fonundan bahsetmek mümkündür.

1.8.2.1. Açık uçlu yatırım fonları

Fona dahil pay sayısının değişebilirliğiyle bağlantılı olan bu sınıflandırmanın ilk grubu açık uçlu yatırım fonları olarak anılır. Bu fonlar, dolaşımdaki pay sayısının; yatırımcının talebiyle, sürekli değişebildiği fonlardır (Tevfik; 1995, s.5). Söz konusu fonların katılma belgeleri kolayca satın alınabilir, alındığı kadar kolay satılabilir. İhraç edilen fonun tedavüldeki fon sayısı, alınan fonun geri satılabilmesi nedeniyle sürekli değişir. Dolayısıyla fonun sermayesi de değişebilir niteliktedir.

Açık uçlu yatırım fonlarının alım satımında bir ikincil piyasa söz konusu değildir. Yatırımcı fona ait katılım belgesini almak ya da satmak istediğinde fon yönetimiyle alışverişe girmek zorundadır (Karacabey, 1998, s.34). Bu durum, yatırımcının elinde bulundurduğu payı beklemeksizin satabilmesini sağladığından küçük yatırımcıyı bu enstrümana yatırım yapma konusunda cesaretlendirirken, fon yönetimine de elinde sürekli olarak nakit ya da kolaylıkla nakde çevrilebilecek varlık bulundurma yükümlülüğü getirmektedir.

1.8.2.2. Kapalı uçlu yatırım fonları

Söz konusu sınıflandırmanın bir diğer grubu ise kapalı uçlu yatırım fonları olarak anılır. Bu fonlar, açık uçlu yatırım fonlarının aksine, tedavüldeki fon sayısının taleple ilişkili olmadığı fonlardır. Bu fonlarda, katılma belgelerinin piyasaya arzından sonraki alım satım işlemleri belirli borsalarda yapıldığından fonun sermayesi ya da katılma belgesi sayısı hiçbir zaman değişmez (Tevfik, 1995, s.7).

Yeni alınan katılma belgesinin fona geri satılması gibi bir durum söz konusu değildir. Arz ve talep yalnızca fonun fiyatını belirler ve fona ait katılma belgelerinin alınıp satılması

organize piyasalarda alıcı ve satıcının karşılaşması ile mümkün olur. Dolayısıyla kapalı uçlu yatırım fonlarında fon yönetiminin elinde likiditesi yüksek varlık ya da nakit bulundurması gibi bir zorunluluk yoktur.

1.8.3. Portföy içeriğinde bulundurduğu hisse senedi oranına göre yatırım fonu türleri

Yatırım fonları, fon içtüzüklerinde belirtmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir (Aşcı, 2012, s.7).

1.8.3.1. A tipi fonlar

Bir yatırım fonunun A tipi kategorisinde değerlendirilebilmesi için, fonun portföy değerinin aylık ortalama ağırlıklı bazda en az %25'i ile Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırım yapılmış olması gerekir.

1.8.3.2. B tipi fonlar

Bir yatırım fonunun B tipi olarak değerlendirilemesi için, A tipi yatırım fonlarının aksine, portföyünde bulundurması zorunlu herhangi bir kıymetten bahsedilemez. B tipi fonlar, portföyünde az miktarda hisse senedi bulundurabileceği gibi, hisse senedi içermeyen bir portföye de sahip olabilirler.

A ve B tipi yatırım fonları farklı beklenti ve tercihlere sahip yatırımcılara hitap etmektedir. A tipi yatırım fonları yapı gereği en az %25 oranında menkul kıymet yatırımı yapmak zorunda olduğundan, B tipi yatırım fonlarına kıyasla daha riskli yatırım araçları olarak değerlendirilebilir. Öte yandan, yatırımcının A tipi yatırım fonlarından getiri beklentisi B tipi yatırım fonlarına kıyasla daha yüksektir.

2. Yatırım Fonlarının Türkiye ve Dünyada Tarihsel Gelişimi

Yatırım fonlarının dünyada ortaya çıkışının ilk olarak hangi ülkede olduğu konusunda bir görüş birliği yoktur. Bir kısım kaynaklara göre ilk olarak 1822'de "Societe de Belgique" adıyla Belçika'da kurulduğunu belirtirken, öte yandan bazı kaynaklarda bugünkü anlamda ilk yatırım fonlarının 1860'lı yıllarda İngiltere'de kurulduğunu belirtilmektedir. (Sarıkamış, 2000, s.101)

Yatırım fonları kavramı Türkiye yatırım araçları literatürüne 1960'lı yıllarda girmiş olmakla birlikte, ilk yatırım fonunun kurulması bahsi geçen tarihten epey sonraya rastlamaktadır. 1960 larda tasarruf yetersizliğine ilişkin bir çözüm önerisi şeklinde ortaya atılan yatırım fonu fikri başarısız denemeler sonucu bir süre rafa kaldırılmış, 1979 yılına

kadar da yatırım fonlarına dair kayda değer bir girişimde bulunulmamıştır (Bolat, 2006, s.37).

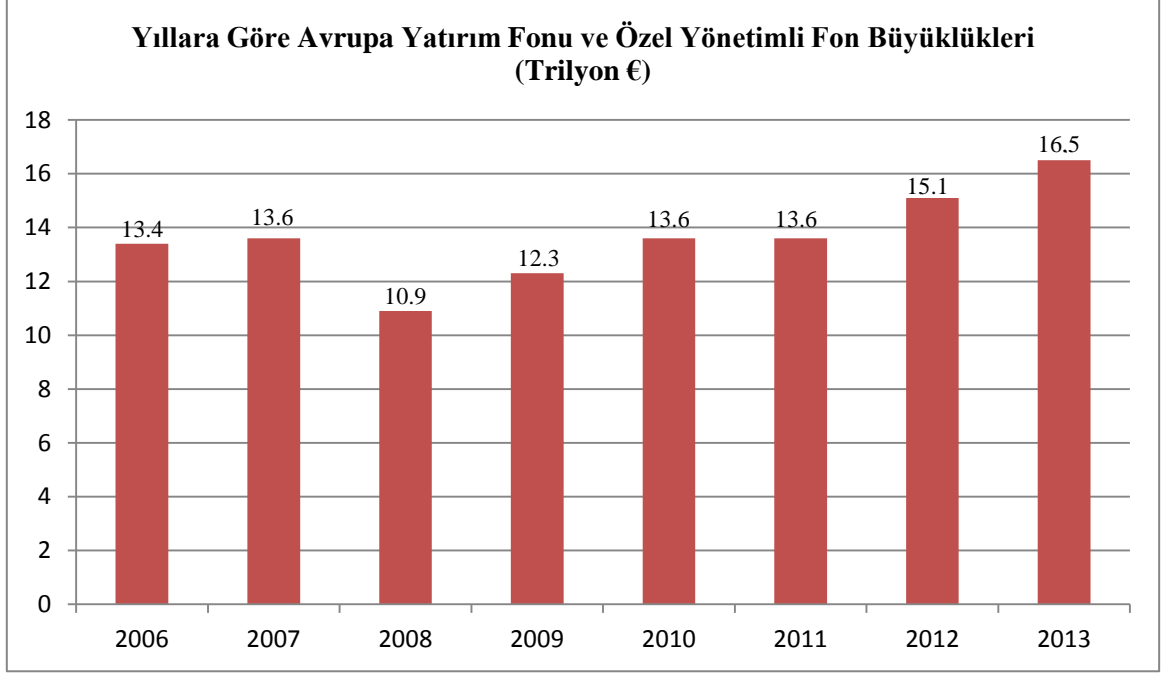
Yatırım fonları ile ilgili yasal zemin henüz mevcut değilken, Türkiye’de 1979 Haziran ayında, bir bankerlik kuruluşu (MEBAN Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.) bünyesinde “Meban Yatırım Fonu” adıyla bir fon kurulmuş ve bunların iştirak belgeleri üç dilim halinde piyasaya sürülmüş, söz konusu fonun belgelerinin satış ve geri alış bedelleri her ay günlük gazetelerle duyurulmuştur (Tuncer, 1989, s.57).

Bu gelişmeler sonrasında, 30.07.1981 tarih ve 17416 Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yatırım fonları yasal çerçeveye alınarak kurulmalarına zemin hazırlanmış, sonraki yıllarda yapılan çeşitli yasal düzenlemelerle de yatırım fonlarının halka arzına ve ihracına yönelik esaslar belirlenmiştir. Yatırım fonlarına ilişkin en güncel Tebliğ ise, 9 Temmuz 2013 tarih ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”dir. Günümüz koşullarında fonlar, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkartılan tebliğ esaslarına göre kurulur ve işletilir. Fonların kuruluş ve işleyişine ilişkin tüm hususlar Fon İçtüzüğü’nde ayrıntılı şekilde yer alır. Tasarruf sahipleri isterlerse, incelemek üzere fon içtüzüğünü kurucudan talep edebilirler.⁵

3. Günümüzde yatırım fonlarının Türkiye, Avrupa ve Dünyadaki durumu

Aşağıdaki grafikte 2006-2013 yılları arasında yıllara göre Avrupa yatırım fonu ve özel yönetimli fon büyüklüklerine ilişkin rakamlara yer verilmiştir.

⁵ http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx (Erişim tarihi: 04.05.2015)



Grafik 2. Yıllara göre Avrupa yatırım fonu ve özel yönetimli fon büyüklükleri

Kaynak: European Fund and Asset Management Association, 2015, s.13

Avrupa Yatırım Fonu ve Portföy Yönetim Birliği'nin (EFAMA) 2015 yılı Nisan ayında yayımlanan raporuna göre (European Fund and Asset Management Association, 2015, s.13), yönetim altındaki varlıkları, yatırım fonları ve özel yönetimli fonlar kalemleri oluşturmaktadır. Özel yönetimli fonlar, yatırım fonları dışında kalan ve profesyonel yatırım kurumlarınca yönetilen varlık büyüklüğünü ifade etmektedir. Yatırım fonları daha çok bireysel ve küçük yatırımcının yatırımlarından oluşmuşken, özel yönetimli fonlar özellikle yatırım aracını seçme yetisi olan, çok büyük ölçekli yatırım yapan kurumsal müşterilerden oluşmaktadır. Ülkemizin de içinde bulunduğu Avrupa Ülkeleri'nden alınan verilere göre, söz konusu piyasanın 2013 Yılı sonu itibariyle toplam büyüklüğü 16,5 Trilyon Euro'dur. 2008 yılında yaşanan ekonomik krizle birlikte varlık büyüklüğünde ciddi bir düşüş yaşanmasına karşın, piyasanın varlık büyüklüğü bir sonraki yıldan itibaren büyümesini sürdürmüş ve araştırmanın son yılı olan 2013 yıl sonu itibariyle 16,5 Trilyon Euro, 2014 yıl sonu itibariyle ise 19 Trilyon Euro'ya ulaşmıştır.

Aynı piyasanın ülkeler bazında değişimine bakıldığında ise 2013 yıl sonu itibariyle aşağıdaki tabloyla karşılaşılmaktadır.

Tablo 1. Yıllara göre Avrupa Ülkeleri'ne ait yatırım fonu ve özel yönetimli fon portföy büyüklükleri

Ülkeler	Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon Varlık Büyüklüğü (Milyar €)	Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon Varlık Büyüklüğü % Değişim*	Pazar Payı	Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İngiltere	6,101	%12	%37	%302
Fransa	3,258	%9	%20	%154
Almanya	1,613	%0	%10	%57
İtalya	881	%5	%5	%54
Hollanda	469	%0	%3	%73
Belçika	229	%2	%1	%58
Avusturya**	85	%1	%1	%26
Portekiz	74	%11	%0.45	%43
Macaristan	25	%20	%0.15	%25
Türkiye	18	%15	%0.11	%3
Yunanistan	9	%13	%0.05	%5
Diğer Avrupa Ülkeleri***	3,694	%9	%22	%107
Toplam	16,456	%9	%100	%114

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.13

* 2012 ve 2013 Yılları karşılaştırılmıştır.

** Yalnızca yatırım fonu verilerini içermektedir.

*** Bulgaristan ve Romanya verilerini içerir.

Görüldüğü üzere, Avrupa Yatırım Fonları ve Özel Yönetimli Fonlarının %72'sini; İngiltere, Almanya, Fransa ve İtalya oluşturmaktadır. Söz konusu varlıkların büyük bir kısmının bahsi geçen 4 ülkede toplanmasının nedeni, popülasyon büyüklükleri, GSMH miktarları, büyük birikim havuzlarının yanı sıra; finansal hizmetlerin itibar kazanmış olmasıdır.

2013 Yılında istatistikte yer alan tüm Avrupa Ülkeleri'nin varlıklarının arttığı gözlenmektedir. Türkiye açısından da %15 lik bir artış görülmekle birlikte, pazar payı açısından yatırım fonu ve özel yönetimli fonların %0,11 gibi oldukça düşük bir oranda seyrettiği gözlemlenebilir. Özellikle daha objektif bir bakış açısı sağlayan Özel Yönetimli Fon/GSMH oranına göre; Türkiye, %3 ile listede yer alan ülkeler arasında en düşük orana

sahip olandır. Bu oran İngiltere’de %302, Fransa’da %154, Almanya’da %57, İtalya’da %54, Hollanda’da %73, Belçika’da %58, Avusturya’da %26, Portekiz’de %43, Macaristan’da %25, Yunanistan’da %5, Diğer Avrupa Ülkeleri’nde %107’dir. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye yatırım fonu ve özel yönetimli fonlar açısından bakir sayılabilecek bir ülke olmakla birlikte, yıllar içindeki fon büyüme eğilimini de göz önüne aldığımızda söz konusu portföy büyüklüğü açısından büyümeye de oldukça açık olduğu yargısına ulaşılabilir.

Tablo 2. Yıllara göre Avrupa Ülkeleri'nde coğrafik bölgelere göre yatırım fonu büyüklüğü dağılımı

Ülkeler	Coğrafik Bölgelere Göre Yatırım Fonu Büyüklüğü Dağılımı (Milyar €)	Coğrafik Bölgelere Göre Yatırım Fonu Büyüklüğü Dağılımı % Değişim*	Pazar Payı	Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon Özel Yönetimli Fon/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İngiltere	1,869	%11	%24	%93
Fransa	1,699	%15	%22	%80
Almanya	1,330	%0	%17	%47
İtalya	263	%7	%3	%16
Belçika	104	%1	%1	%26
Avusturya	85	%1	%1	%26
Hollanda	69	%1	%1	%11
Portekiz	19	%4	%0.24	%11
Türkiye	16	%13	%0.20	%3
Macaristan	16	%33	%0.20	%16
Yunanistan	6	%3	%0.07	%3
Diğer Avrupa Ülkeleri**	2,407	%13	%31	%70
Toplam	7,884	%10	%100	%55

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.17

* 2012 ve 2013 Yılları karşılaştırılmıştır.

** Bulgaristan ve Romanya verilerini içerir.

Yukarıdaki tabloda ise Yatırım fonlarının ülkelere göre dağılımı, özel yönetimli fonlardan arındırılmış olarak görülmektedir. Tablodaki değerler özel yönetimli fonları da içeren değerlerle karşılaştırıldığında karşımıza oldukça ilginç bir sonuç çıkmaktadır.

Özellikle yatırım fonu ve özel yönetimli fonların birlikte olduğu değerlerle yalnızca yatırım fonlarını içeren değer arasındaki fark, Tablo 3'de aşağı doğru inildikçe azalmaktadır. Listenin fon piyasası gelişmişlik düzeyine göre sıralandığı düşünüldüğünde, gelişmiş piyasalarda özel yönetimli fonların ciddi bir çoğunluk sağladığı gözlenmektedir. Bu durumun sebeplerini şu şekilde sıralayabiliriz.

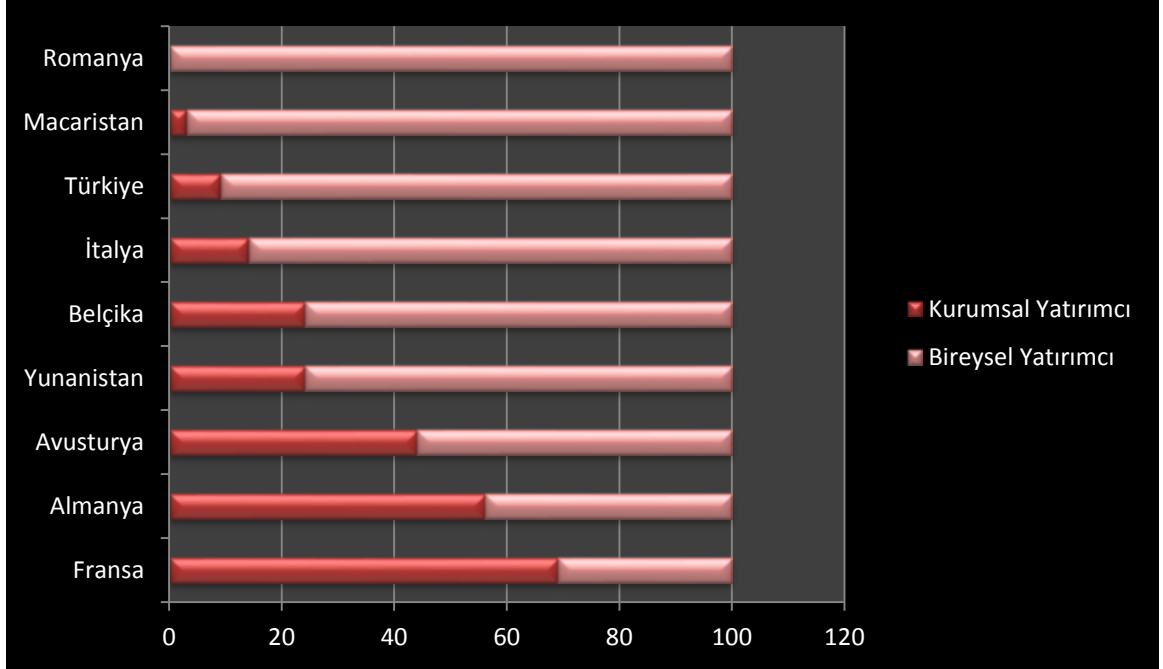
- 1- Özel yönetimli fonların özellikle kurumsal ya da çok varlıklı yatırımcıya yönelik olmasından kaynaklı çok büyük yatırımlarla işletiliyor olması,
- 2- Piyasa gelişmişliğiyle paralel olarak her tür yatırım aracında pek çok seçenek bulunuyor olması, dolayısıyla portföyün rahatlıkla çeşitlendirilebiliyor olması,
- 3- Yatırımcının piyasaya ve fon yöneticilerinin profesyonelliğine güveniyor olması,
- 4- Söz konusu ülkelerin çoğunda ekonomik istikrarın sağlanmış olması.

Öte yandan, yatırım fonlarının GSMH'ya oranı hala %93'e ulaşmaktadır. Bu oranın yalnızca küçük yatırımcının kişisel birikimlerinden oluştuğu düşünüldüğünde; yatırım fonlarının küçük yatırımcı için kesinlikle bir yatırım alternatifi olduğu kanısına varmak mümkündür.

Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda ise durum oldukça farklıdır. Özel yönetimli fonlar, yatırım fonlarına göre oldukça düşük bir hacme sahiptir. Yatırım fonları toplam payın neredeyse tamamına eşittir. Özellikle Türkiye'de; Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon/GSMH ve Yatırım Fonu/GSMH kıyaslaması yapıldığında iki oranın da %3 olduğu görülecektir. Buradan da anlaşılacağı gibi, özel yönetimli fonlar bu oranı etkileyebilecek büyüklükte değildir. Bu noktadan hareketle iki farklı sonuca varmak mümkündür:

- 1- Türkiye Piyasası'nda küçük yatırımcı, yatırım fonlarını bir yatırım aracı olarak fark etmeye başlamıştır ve bu piyasa gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında gelişime oldukça açıktır. Henüz yatırım fonlarıyla tanışmamış çok sayıda yatırımcı vardır. Küçük yatırımcıya çok sayıda avantaj vadeden yatırım fonları piyasasının, yapılacak araştırmalar ve yatırımcıyı doğru yönlendirecek geribildirimlerle büyümesini sürdürmesi olağan görünmektedir.
- 2- Kurumsal ve/veya çok varlıklı yatırımcının dikkatini bu piyasaya çekmek için piyasanın daha çok büyümesine; dolayısıyla elde edilebilecek potansiyel getirinin artmasına, yatırım araçlarının çeşitlenmesine ve fon yönetimi konusunda daha fazla uzman personele ihtiyaç vardır.

Türkiye’deki Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon/GSMH ve Yatırım Fonu/GSMH oranlarının aynı olmasının nedeni aşağıdaki grafik yardımıyla net bir şekilde açıklanmıştır.

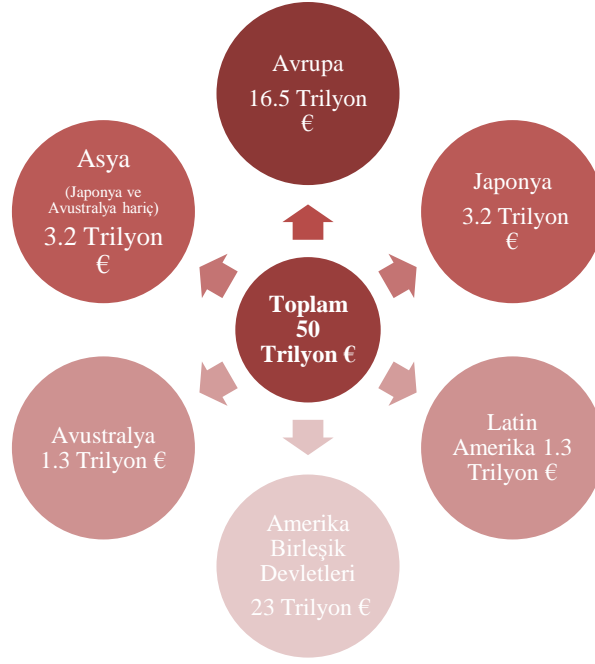


Grafik 3. 2013 yılı sonu itibariyle Avrupa’da yatırımcı profili

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.22

Yukarıda yer alan Grafik-3’de de görüldüğü gibi, 2013 Yılı sonu itibariyle; başta Romanya, Macaristan ve Türkiye olmak üzere; Almanya ve Fransa dışındaki tüm ülkelerde bireysel yatırımcı sayısı kurumsal yatırımcı sayısına göre oldukça fazladır.

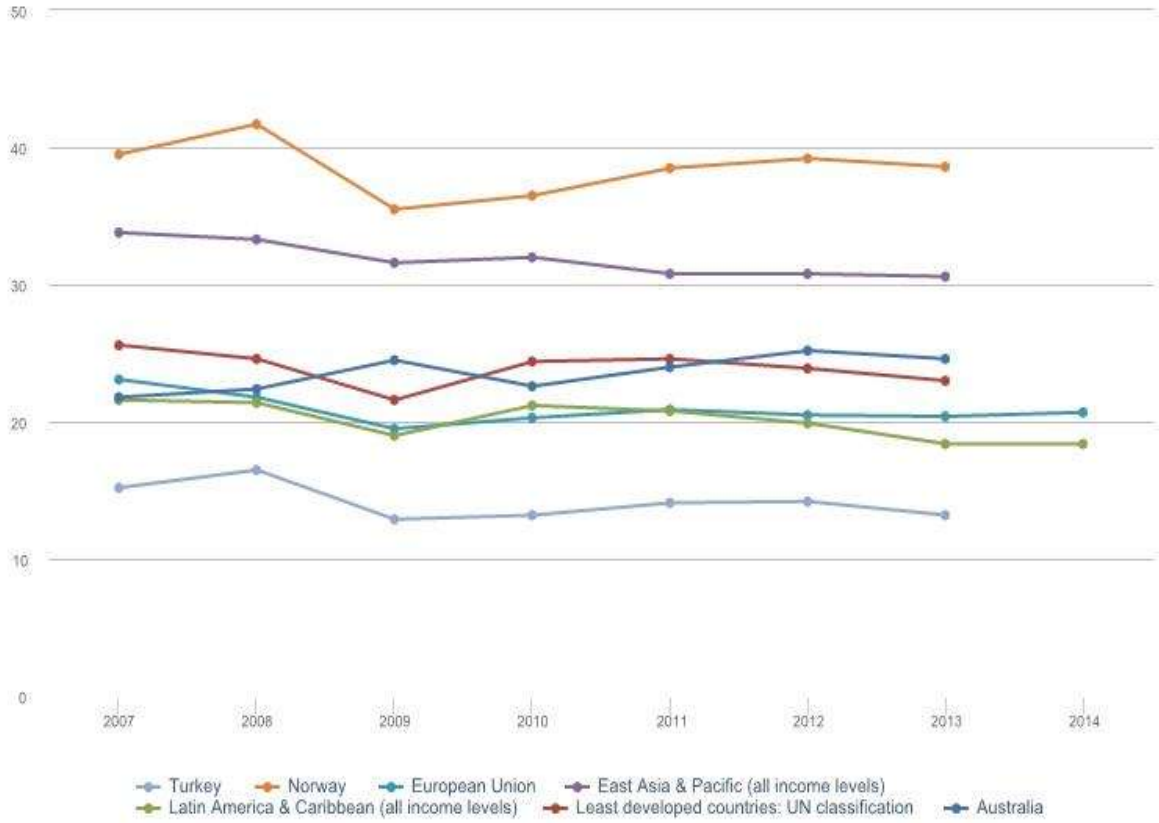
2013 yılı sonu itibariyle Dünya’da Yatırım Fonu ve Özel Yönetimli Fon büyüklüğü ve Bölgelere göre dağılımı ise aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Şekil 3. 2013 yılı sonu itibariyle Dünya’da yatırım fonu ve özel yönetimli fon büyüklüğü ve bölgelere göre dağılımı

Kaynak: European Fund and Asset Management Assosiation, 2015, s.14

Görüldüğü üzere, Amerika Birleşik Devletleri dünya fon piyasasının neredeyse yarısını elinde bulundurmaktadır. Avrupa Ülkeleri’ndeki durum, önceki tablolarda da ayrıntılı olarak gösterildiği gibi yatırım fonu piyasalarının ağırlıklı olarak birkaç ülkede yaygın olarak kabul görmesi şeklindedir. Avrupa’da piyasanın %72’sini; İngiltere, Almanya, Fransa ve İtalya oluşturmaktadır. Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler açısından bakıldığında yıllar itibariyle süregelen bir büyüme gözlenmekte ancak henüz yeterli büyüklüğe ulaşamamış görünmektedir. Özellikle yatırımcının piyasalara olan güvensizliği nedeniyle birikimini hala yastık altında tutma eğilimi, temelde yatırım fonu piyasasının gelişim potansiyeline de işaret etmektedir. 2007-2013 yılları arasında ülke ve kıtalara göre brüt tasarruf oranları aşağıdaki grafik yardımıyla özetlenmiştir.



Series : Gross savings (% of GDP)

Source: World Development Indicators

Created on: 11/26/2015

Grafik 4. Bölgeler ve ülkeler bazında brüt tasarruf oranları

Kaynak: databank.worldbank.org, World Development Indicators, Erişim tarihi: 26.11.2015

Grafik 4’de görüldüğü üzere, Türkiye tasarruf oranı açısından genel bölgeler ortalama tasarruf oranlarının tamamının oldukça altındadır. En gelişmiş ekonomilerden olan Norveç özellikle ülke bazında grafiğe dahil edilmiş ve tasarruf oranının Türkiye tasarruf oranı ile farkı açıkça gözlenmiştir. Gelişmiş ülkelerin dışında grafiğe dahil edilen az gelişmiş ülkeler tasarruf oranlarının dahi Türkiye tasarruf oranının üzerinde olduğu gözlenmiştir.

Yatırım fonlarının bu noktadaki misyonunun, yatırım fonunun yapısal olarak kişisel tercihlere göre risk-getiri profili sunabilme yeteneğiyle önümüzdeki yıllarda piyasalara karşı güven sorunu yaşayan yatırımcı tarafından fark edileceği, yatırım fonu piyasasının büyüyeceği ve yastık altı birikimlerinin de bu sayede ekonomiye katılmasına katkıda bulunacağı olduğu düşünülmektedir. Bu açıdan, Ülkemizde bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar, yatırımcıyı aydınlatmak açısından da büyük önem taşımaktadır.

İkinci Bölüm

Borsa Yatırım Fonları

1. Borsa Yatırım Fonları Kavramsal Çerçeve

1.1. Borsa Yatırım Fonları Tanımı

Borsa yatırım fonu, kendisine özel bir endeks oluşturarak bu endeksi baz alan, ilgili endekste ki hisse senetlerine yatırım yapan, gün boyunca hisse senedi gibi alınıp satılabilen bir çeşit yatırım fonudur. Yapı olarak yatırım fonuna benzemekle birlikte, alım satım işlemleri açısından hisse senedi gibi işlem gören melez bir enstrümandır.

Borsa yatırım fonları, baz aldıkları endeksle paralel hareket ederler. Bu özellikleri sayesinde yatırımcıya bütün bir endeksi alıp satma imkanı sunarlar. Borsa yatırım fonları, katılım belgeleri menkul kıymet borsasında işlem gören açık uçlu bir yatırım fonu çeşididir. Borsa İstanbul'un yaptığı tanıma göre ise; yurtdışı sermaye piyasalarında “exchange traded fund” (ETF) olarak adlandırılan borsa yatırım fonu (BYF), bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve katılma belgeleri borsada işlem gören yatırım fonlarıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu ise, Seri: VII 23 Nolu Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, borsa yatırım fonunu, “Katılma belgeleri borsa pazarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş katılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.” Şeklinde tanımlamaktadır. (Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, 2004)

Modern finansın belkemiğini oluşturan teorilerden Modern Portföy teorisine ve Sermaye varlıklarını değerlendirme modeline göre yatırımcılar açısından tek bir hisse senedi yerine birden fazla hisse senedinden oluşan portföy oluşturmak suretiyle portföy çeşitlendirmesine gitmek, risk ve getiri profilini iyileştirdiği için her zaman daha çok tercih edilen bir alternatiftir. Sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların bir çoğunun portföylerinde birden fazla hisse senedi bulundurduğu da bilinen bir gerçektir. Yalnızca bir hisse senedine ve/veya az çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olan yatırımcının portföyündeki hisse senedinin fiyatında meydana gelecek olumsuz bir değişimden, portföy çeşitlendirmesi yapmış bir yatırımcıya göre etkilenme şiddetinin çok daha fazla olacağı açıktır. Ancak, her yatırımcının gerekli ölçüde çeşitlendirme

yapamaması da söz konusu olabilir. Örneğin yatırımcının hisse senedi alımı için ayırdığı paranın miktarı düşükse, portföy çeşitlendirmesi yapmak istediğinde hisse senetlerini küsuratlı miktarlarda almak zorunda kalabilir. Küsurat işlemlerinde alış ve satış fiyatları arasındaki farklar, normal lot işlemlerine göre genellikle daha yüksek olduğundan, yatırımcılar açısından daha maliyetlidir. Ayrıca portföy oluşturma kararı veren yatırımcı, portföyüne alacağı tüm hisse senetlerinde aynı anda işlem yapmak istediğinde bunun birtakım operasyonel zorlukları da olacaktır. Dolayısıyla portföy çeşitlendirmesini yatırımcının bizzat yapması yerine hazır bir şekilde portföy çeşitlendirmesi yapmış yatırım fonu veya yatırım ortaklıkları yoluyla piyasalara girmesi çok daha uygun bir yol olmaktadır. Nitekim gelişmiş sermaye piyasalarında, bireysel yatırımcıların giderek artan oranda doğrudan hisse senedi, hazine bonosu, tahvil gibi menkul kıymetler almak yerine yatırım fonu katılma belgelerini almayı tercih ettikleri görülmektedir (FEFSI, 2002).

Bu bağlamda, son yıllarda neredeyse bütün sermaye piyasalarındaki bir başka önemli trend ise yatırımcıların genelde aktif portföy yönetimi esasına dayalı yatırım araçlarını tercih etmek yerine daha çok pasif endeks takibi prensibiyle çalışan fonları tercih etmeleri şeklinde kendini göstermektedir. Son yıllarda yapılan akademik çalışmaların birçoğunda piyasa getirisinden daha üstün bir getiri sağlamanın son derece güç olduğu ve yatırımcılar için en uygun seçeneğin piyasa performansını birebir takip eden pasif endeks fonlarına yatırım yapmak olduğu belirtilmektedir. Zaten aktif portföy yönetimi ile piyasa getirisinden daha yüksek getiri sağlanması piyasaların etkin çalıştığı savı ile de çelişir (Fama, 1999, s.1605-1610).

Tüm bunlara ilave olarak, aktif portföy yönetimi ile sağlanan yüksek getirinin azımsanamayacak bir kısmının prim olarak yöneticilere ödendiği, ancak portföy getirisinin düşük olduğu zamanlarda yatırımcının uğradığı zarar dolayısıyla portföy yöneticisinin primden yoksun kalma dışında herhangi bir zararla karşılaşmadığı gerçeği göz önüne alındığında pasif portföy yönetimi ile yönetilen endeks fonların yatırımcı açısından avantajlı olduğu daha iyi anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, aktif portföy yönetiminden ziyade pasif olarak endeksi veya piyasa genel trendini takip etmeyi amaçlayan ve dolayısıyla portföy kompozisyonu sık sık değişmeyen borsa yatırım fonlarının yatırımcılar açısından oldukça iyi bir alternatif olduğu rahatça görülebilir (Dönmez, 2002, s.17).

1.2. Borsa Yatırım Fonlarının Türkiye ve Dünyadaki Tarihsel Gelişimi

Borsa yatırım fonları Türkiye için kısa bir geçmişe sahip olmakla birlikte dünya piyasalarına bakıldığında da çok eski bir geçmişi olduğu söylenemez. Günümüzdeki yapısıyla ilk borsa yatırım fonu 1993 yılında Amerika'da işlem görmeye başlamış olup, Türkiye'de ilk işlem tarihi ise; 14.01.2005'dir. Görece yeni bir enstrüman olmasına karşın yatırım fonlarıyla benzer şekilde, riske karşı doğal bağısıklığı olan bir enstrüman olması ve yatırım fonlarından farklı olarak hisse senedi gibi seans saatleri içinde anında alınıp satılabilme özelliği sayesinde dünya piyasalarında her geçen gün daha çok tercih edilen bir enstrüman haline gelmektedir.

Borsa yatırım fonlarının ortaya çıkış süreci hakkında yorum yapabilmek için salt borsa yatırım fonu tarihçesini araştırmak bizi sığ bir sonuca götürebilir. Çünkü borsa yatırım fonları, yapısal olarak yatırım fonları ile; işleyiş olarak da hisse senetleri ile ciddi benzerlikler taşımaktadır. Günümüzde kıymetli madenlere ya da risksiz yatırım araçlarına yatırım yapan borsa yatırım fonları bulunmakla birlikte; çalışmada da özellikle üzerinde durulan A tipi borsa yatırım fonları, belli bir baz endeksin tamamını içerme özelliği bakımından A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ile özellikle de endeks fonlar ile ciddi yapısal benzerlikler göstermektedir.

Borsa yatırım fonlarının bir anlamda temelini oluşturan endeks fonların geçmişi, günümüzdeki anlamıyla borsa yatırım fonlarının ortaya çıkış tarihi olan 1993 yılından çok daha eski tarihlere dayanmaktadır. Sadece büyük yatırımcılar tarafından kullanılan ilk kuramsal endeks fonu 1971 yılında Wells Fargo tarafından çıkarılmıştır. İlk perakende endeks fonu olan Vanguard-500 1976 yılında Vanguard tarafından ihraç edilmiştir. Bu durum yatırımcıların bir hisse senedi portföyünü alarak piyasa endeksini izleyebilmeleri açısından, borsa yatırım fonlarının ortaya çıkışı için bir başlangıç sayılabilir. 1980'li yılların başlarında, kuramsal yatırımcılar için endeksleri takip eden hisse senedi portföylerine yapılan yatırımlarda bu portföyleri takip eden futures vadeli işlem sözleşmeleri rağbet görmüştür (Şahin, 2003, s.2-3).

1987 yılında, bugünkü anlamıyla bildiğimiz borsa yatırım fonlarından çok vadeli işlem sözleşmeleri gibi özelliklere sahip olan endeks katılım payları (index participation shares) işlem görmeye başlamıştır. EKP'ler hisse senedi portföyünün toplam değerinin belli oranındaki fiyatlarla alınıp satılmasıdır. 1989 yılında ise, depo sertifikası bazlı Toronto Borsası Endeks Katılım Payları (Toronto Exchange Index Participation Shares) bu borsada işlem görmeye başlamıştır. Bu endeks katılım paylarının özelliği Toronto-35 Endeksi'nde gerçekleşen hareketleri yansıtıyor olmasıdır. Borsalarda işlem gören diğer

fonlar gibi vadeli işlem özelliğini taşımayan, bugünkü Borsa Yatırım Fonları'na benzer özelliklere sahip olan TIPS, Toronto Menkul Kıymetler Borsası tarafından oluşturulan menkul kıymetler fonunu ifade etmektedir. Fon portföyünü ise Toronto- 35 Endeksi'nde işlem görmekte olan 35 farklı Şirketin hisse senetleri oluşturmuştur (Şahin, 2003, s.3).

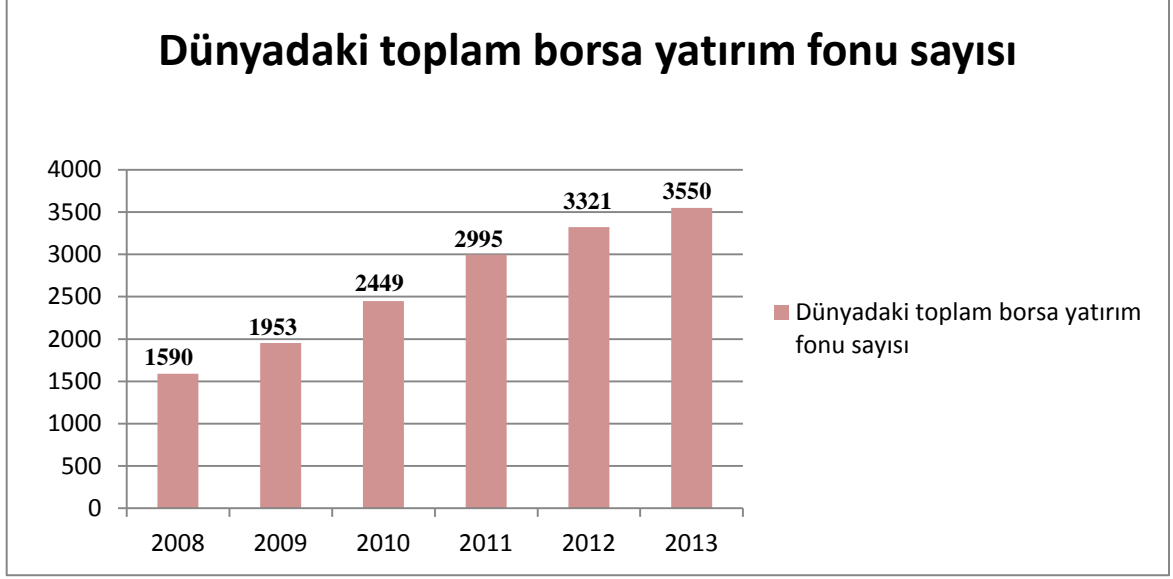
Borsa Yatırım Fonları'nın temelini atan gelişmeler 1980'li yıllara doğru portföy ticaretinin ortaya çıkmasıyla başlamıştır. Genelde S&P 500'ün tüm hisseleri ile büyük bir yatırım firması tarafından yapılan portföy ticareti, talebin artması ve teknolojiye gelişmelerle birlikte yaygınlaşmaya ve genişlemeye başlamıştır.. TIPS bu gelişmelerin ardından oluşturulmuştur (Gastineau, 2001, s.88).

Supershares, 1987 yılında piyasaların çöküşünün ardından yatırım ortaklığı, aynı zamanda yatırım fonu yapılarını içinde barındıran bir enstrüman olarak oluşmuştur. Supershares, daha sonra hiç işlem görmeden tasfiye edilmiştir (Gastineau, 2002, s.34).

Standard&Poors Depo Sertifikaları, Supershares ile aynı zamanda American Stock Exchange (AMEX) tarafından oluşturulmuş da olsa Supershares'den sonra 1993 yılında borsalarda işlem görmüştür. SPDR's, portföyünde S&P-500 hisse senetlerini buldurmakla birlikte, çıkarılan diğer menkul kıymetlerden farklıdır. SPDRs, endekste değişiklik oldukça fonu oluşturan hisse senetlerinin değiştirildiği menkul kıymetler fonunu ifade etmektedir ve ilk Borsa Yatırım Fonu'dur (Wiandt; McClatchy, 2002, s.68-75).

İlk Borsa Yatırım Fonu'nun kuruluşu 1980'li yıllardan 1990'lı yıllara doğru borsalar arasındaki rekabetin artması ve dolayısıyla, AMEX'in mali açıdan zor bir döneme girmesi ve kurtuluş için yeni bir enstrüman ararken BYF oluşturmasıyla gerçekleşmiştir. (Dönmez, 2002, s.4) Risk düzeyi yüksek bir ortamda kendi bünyesinde bir riski minimize etme mekanizması olan bu araç böylece tasarlanıp piyasaya sürülmüştür. Sonrasında 1998 yılında Dow Jones'a bağlı Diamonds ve 1999 yılında Nasdaq-100 Endeksi'ne dayalı Nasdaq-100 Trust işlem görmeye başlamıştır (Gastineau, 2002, s.38-51).

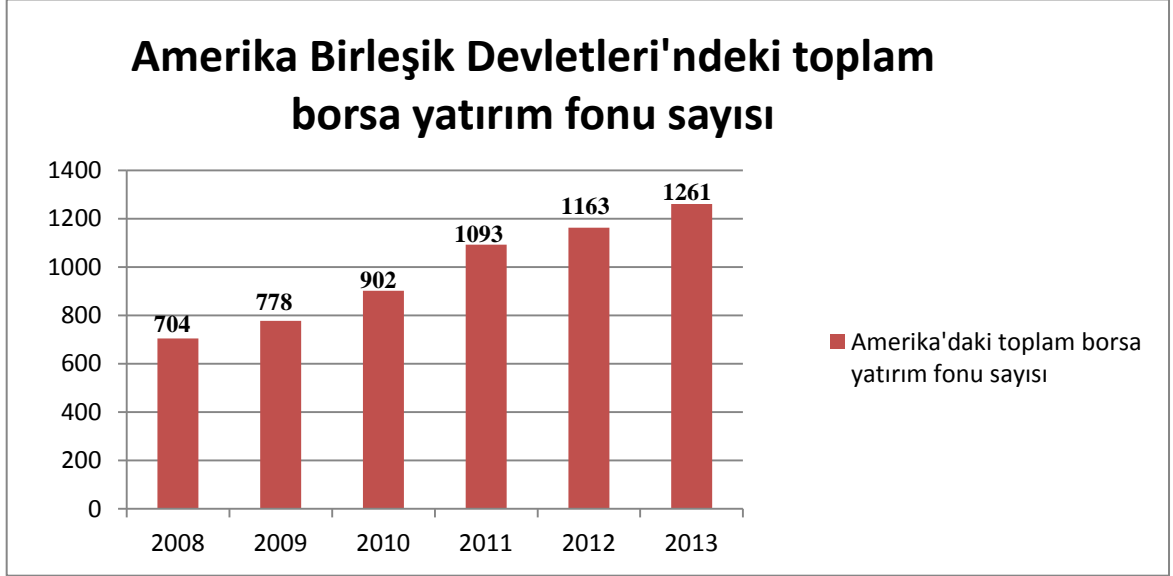
Borsa yatırım fonlarının dünyadaki gelişimi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir. Sayısal olarak bakıldığında analiz yılları olan 2008-2013 yılları arasında dünyadaki borsa yatırım fonu sayısı yaklaşık %123 artarak 2013 yılı sonunda toplam 3550 adete ulaşmıştır.



Grafik 5. Dünyadaki toplam borsa yatırım fonu sayısı

Kaynak: www.statistica.com, (Erişim tarihi: 26.11.2015)

Dünya piyasalarındaki borsa yatırım fonları sayısındaki artışa önemli bir katkıda bulunan ve borsa yatırım fonlarının öncelikle geliştiği ülke olan Amerika Birleşik Devletleri'ndeki borsa yatırım fonu sayısındaki artışa ilişkin grafiğe aşağıda yer verilmiştir.



Grafik 6. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki toplam borsa yatırım fonu sayısı

Kaynak: www.statistica.com, (Erişim tarihi 26.11.2015)

Amerika Birleşik Devletleri'nde toplam borsa yatırım fonu sayısı 2008 yılında 704 adet iken, 2013 yılı sonunda yaklaşık %79'luk artışla 1261 adete ulaşmıştır.

Borsa yatırım fonları yukarıda da bahsedilmiş olduğu gibi 90'lı yılların başlarında Amerika'da ortaya çıkmış olsa da 2000'li yıllara gelinceye kadar Avrupa Ülkeleri'nde dikkat çekmeyi başaramamıştır. Bunun çok temel 2 nedeni vardır:

- Yatırımcının BYF hakkında yeterli bilgiye sahip olamaması,
- Yatırımcıyı güvende hissettirecek ve BYF ile ilgili çerçeveleri çizecek yasal düzenlemelerin olmamasıdır.

2000'li yıllardan itibaren borsa yatırım fonları Avrupa Ülkelerinde de keşfedilmeye başlamış ve ilk olarak Nisan 2000'de Deutsch Borse denilen Alman Borsası'nda XTF Borsa Yatırım Fonu adıyla ayrı bir pazar bölümünde işlem görmeye başlamıştır (Bildik, 2002, s.73-74).

Bir süre sonra Avrupa'da işlem gören BYF'nın gelişimi, Amerika'da işlem gören BYF'nın gelişimine göre daha çok yükselen bir ivmeyle artmaya başlamıştır. Bu durumun nedenleri arasında şunlar sayılabilir:

- Avrupa Piyasaları'nda bu yeni enstrümana ilişkin eğitim çalışmalarına Amerika'dakine kıyasla çok daha fazla önem verilmesi,
- Avrupa Piyasaları'nda BYF'lere ilişkin etkin yasal düzenlemelerin yapılması,
- Avrupa'nın parasal bir birlik oluşturması,
- Oluşturulan parasal birliğin yatırımcının daha önce maruz kaldığı kur riskini ortadan kaldırması ve dolayısıyla yatırımcıların Avrupa Piyasaları'nda işlem gören yeni yatırım araçlarına yaklaşımlarının daha olumlu olmaya başlaması,
- Avrupa'da BYF alınıp satılması için oluşturulan elektronik ticaret sistemleri.

Türkiye'de borsa yatırım fonlarının ortaya çıkma tarihi ve BYF'na ilişkin düzenlemeler Avrupa Ülkelerine göre daha yenidir. BYF'nın Ülkemizdeki gelişimi Avrupa Ülkelerindeki kadar hızlı olamamakla birlikte uzun yıllardır gözle görülür bir gelişme eğilimine sahiptir. Gelişimlerinin hızlı olmamasında dünya piyasalarında da yaşandığı gibi, piyasa için oldukça yeni olan bu enstrümanın yatırımcıya yeteri kadar tanıtılmamış olmasının da payı vardır. Diğer yandan Türkiye piyasalarında oldukça yeni olan BYF'na ilişkin yasal çerçevenin belirlenmesi de uzun zaman almıştır.

BYF'ler, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri: VII, No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonları Tebliği (Tebliğ) ve Borsa İstanbul'un 30.12.2011 tarih ve 385 sayılı Genelgesi ile düzenlenmiş olup, BYF'na ilişkin son Tebliğ, 27 Kasım 2013 tarih ve 28834 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Söz konusu Tebliğ, borsa yatırım fonlarının kuruluşuna faaliyet ilke ve kurallarına, katılma payları ile bunların halka arzına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esasları belirlemek amacıyla yayımlanmış ve yatırımcıya bu tarihten itibaren daha net bir yasal çerçeve sunmuştur.

Türkiye'de piyasaya sürülen ilk yatırım fonu; Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/09/2004 tarih ve KYD/627 sayılı izni doğrultusunda, fon içtüzüğü hükümlerine göre yönetilmek üzere, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanacak paralarla katılma belgesi sahipleri hesabına riskin dağıtılması ve inanlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işletmek amacıyla Finansbank A.Ş. A Tipi Karma Fon'dan, A Tipi Borsa Yatırım fonuna dönüştürülmüş olan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'dur.⁶

Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 17/09/2004 tarihli izinle kurulmuş olsa da ilk işlem tarihi 14/01/2005'dir. Yani, Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu yatırımcı ile 2005 yılında tanışmıştır. İlk borsa yatırım fonundan sonra kurulan borsa yatırım fonları kronolojik olarak aşağıda sıralanmıştır.

- 28 Ekim 2005 Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 9 Aralık 2005 S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu,
- 2 Şubat 2006 Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 28 Nisan 2006 Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 21 Eylül 2006 İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu,
- 16 Kasım 2006 İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 15 Ağustos 2007 FTSE İstanbul Bono FBIST B Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 8 Nisan 2008 İş Yatırım IBOXX Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 7 Nisan 2009 Finansbank A.Ş. BIST-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 1 Eylül 2009 Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 17 Aralık 2009 Garanti Bankası A.Ş. MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 25 Mayıs 2010 Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu,
- 3 Kasım 2010 Finansbank A.Ş. GT-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 29 Temmuz 2011 T. Garanti Bankası A.Ş. Eko 10 Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu,

⁶ http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_djist.pdf (Erişim tarihi: 12.07.2015)

- 19 Mart 2012 Katılım Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 30 Nisan 2012 Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. B Tipi Silverplus Gümüş Borsa Yatırım Fonu,
- 2 Mayıs 2012 A.B.D Hazine Bonosu Dolar B Tipi Borsa Yatırım Fonu,
- 2 Mayıs 2012 İstanbul Silver B Tipi Gümüş Borsa Yatırım Fonu kurulmuş ve işlem görmeye başlamıştır.

İsimlerinden de anlaşılacağı üzere borsa yatırım fonları, kıymetli madenler, döviz ya da risksiz yatırım araçlarını içeren ve belli bir endeksi baz alan portföylerden oluşurlar. Bünyesinde hangi yatırım aracını bulundursun borsa yatırım fonu portföyleri; katılma belgeleri karşılığı borsada işlem görür.

Farklı tür yatırım araçlarına yatırım yapan borsa yatırım fonları, farklı tür baz endekslere tabidir. Örneğin, İş Yatırım IBOXX Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun baz endeksi; IBOXX Türkiye Gösterge Tahvil Endeksi'dir. Baz endeks; bir borsa yatırım fonunun; performansını yatırımcıya yansıtmayı hedeflediği endekstir ve bu endeksler bir endeks yapıcı ile anlaşarak yaptırılabilir. Borsa yatırım fonları, baz aldıkları endeksin hem getiri hem de risk özelliklerini taşır. Hisse senedi yoğun borsa yatırım fonlarında da diğer tüm borsa yatırım fonlarında olduğu gibi baz endeksler vardır ve bu baz endeksler Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerine yatırım yapmış olmakla birlikte Dow Jones endeksini baz alabilirler. Örneğin; İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı A Tipi Borsa Yatırım Fonu, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kurulmuştur ve baz aldığı endeks, Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 Endeksi'dir. Söz konusu borsa yatırım fonu, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık piyasa değeri en büyük 15 hisse senedine yatırım yapmakla birlikte endeksi söz konusu hisse senetlerinin eşit ağırlıklandırılması yoluyla Dow Jones tarafından oluşturulmuştur. Yani; Dow Jones sadece endeks yapıcıdır.

1.3. Borsa Yatırım Fonlarının Özellikleri

Borsa Yatırım Fonları, yatırım fonları ile ciddi ölçüde benzer yapısal özellikler taşımakla birlikte, farklı yönler de barındırmaktadır. Sonraki bölümde A tipi borsa yatırım fonları ve A tipi yatırım fonlarının benzerlikleri ve farklılıklarına ilişkin karşılaştırmalı bir listeye yer verilecek olsa da bu bölümde borsa yatırım fonlarının taşıdığı özelliklere ayrıca değinilecektir.

- 1- Yatırımcılara çok düşük maliyetlerle iyi çeşitlendirilmiş bir portföye yatırım yapma şansı sunan bir yatırım aracıdır.

- 2- Alım-satım işlemlerinde hisse senetleri ile farkı bulunmamaktadır. Fiyat kaygısı olmadığı durumlarda, borsada, seans içinde istenildiği an alınıp satılabilirler.
- 3- Borsa yatırım fonları pasif portföy yönetim yöntemiyle yönetilir. (Özel oluşturulmuş bir endeksi takip eder ve belli aralıklarla içerdiği hisse senetlerini günceller.) Dolayısıyla fon yönetim maliyetleri oldukça düşüktür.
- 4- Kolaylıkla büyüyüp kolaylıkla küçülebilirler çünkü katılma belgeleri kolaylıkla oluşturulur ve gerektiğinde kolayca iptal edilir.
- 5- Portföy yapılarına göre riske karşı belli bir korunma düzeyi içerir. Profesyonelce çeşitlendirilmiş portföylere sahiptir. Buna bağlı olarak da yatırımcının yalnızca bir şirkete ya da bir sektöre bağlı maruz kalması muhtemelen riskleri en aza indirgemiş olurlar.
- 6- Likiditesi yüksek olduğundan ve gün içinde alım-satıma imkan tanıdığından fiyat değişimlerine açık bir yatırım aracıdır. Bu özelliği dolayısıyla da yatırımcıya arbitraj olanağı sunar.
- 7- Birincil ve ikincil piyasalarda işlem görürler. Birincil piyasada işlem görme zamanı, yetkili kurumun hisse ihracı ve geri alım işlemlerinin yapıldığı, ikincil piyasalarda işlem görme zamanları ise kurumsal ve bireysel yatırımcının bir araya gelerek alım- satım yaptığı zamanlardır.
- 8- BYF'nın değeri; baz aldığı endekse birebir aynı olamamakla birlikte; bu endeksin değerine çok yakın bir değerdedir.
- 9- Borsa yatırım fonlarının, portföylerinde bulunan hisseler ya da hisse senetlerinden oluşan portföylerin borsa yatırım fonu katılma belgesine dönüşebilmesi özelliğiyle, yatırım ortaklıkları gibi piyasa fiyatı ile portföy değeri arasında fark oluşmaz. Oluşsa bile arbitrajörler devreye girerek, ucuz olanı alırlar pahalı olanı satarlar ve bu iki değer arasındaki farkı ortadan kaldırırlar (Dönmez, 2002, s.42).
- 10- Borsa yatırım fonları hisse senetleri gibi düşünüldüğü için kredili alım ve açığa satış imkanı sunabilmektedir. Aracı kurumlar açısından bakıldığında, müşterilerin tek bir hisse senedini kredili alması ya da o hisse senedini açığa satması yerine, riski dağıtılmış, çeşitlendirilmiş portföyü olan borsa yatırım fonunun kredili alımını ya da açığa satışını yapmak daha az risklidir. Yatırımcı açısından bu avantaj değerlendirildiğinde ise, piyasanın yönünü tayin ederek istediği şekilde pozisyon almasında yardımcı olan bir enstrümandır (Dönmez, 2002, s.42).
- 11- BYF'ler endekse dayalı ürünler olması sebebiyle, fonun portföy yapısı, portföyün net aktif birim değeri, piyasa fiyatı sürekli olarak kamu oyunun bilgisine açıktır.

Fon hakkındaki açıklayıcı bilgiler, sirküler ve izahnamesi gazetelerde yayınlanır. BYF ile ilgili değerleri yatırımcılar Reuters ve Bloomberg gibi veri yayın kuruluşlarından öğrenebilmektedirler (Bildik, 2002, s.74).

12- Borsa yatırım fonları için Ulusal Endeks baz endeks olarak belirlenebileceği gibi, uluslar arası endeksler de baz alınabilir.

13- Yatırımcı, borsa yatırım fonlarını hedging için kullanabilir.

14- Yatırımcıya yatırım yapabilmesi için herhangi bir alt limit dayatmaz. Bir borsa yatırım fonu portföyünün içerdiği tüm bir endekse yatırım yapabilmek için borsa yatırım fonundan yalnızca 1 pay alınması yeterlidir.

Borsa yatırım fonlarının, çalışmamızın analiz kısmının son yılı olan 2013 yılının Mart ayında Dünya'nın farklı borsalarındaki işlem hacimleri, aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3. Dünya Borsaları borsa yatırım fonu sayıları ve günlük ortalama işlem hacimleri

Borsa	Borsa Yatırım Fonu Sayısı	Günlük Ortalama Borsa Yatırım Fonu İşlem Hacmi (Milyon USD)
NYSE Euronext (ABD)	1,360	12,101.35
NASDAQ OMX	95	8,249.52
Kore Borsası	137	796.41
Londra Borsası	1,885	746.47
Hong Kong	100	621.55
Alman Borsası	1,029	605.10
Şangay Borsası	33	429.83
NYSE Euronext (Avrupa)	665	318.50
İsviçre Borsası	771	254.08
Tokyo Borsası	131	178.51
Shenzhen Borsası	21	169.25
Brezilya Borsası	15	50.99
NASDAQOMX(İskandinavya)	65	36.38
Tayvan Borsası	21	36.38
Borsa İstanbul	17	28.76
Oslo Borsası	15	14.83
İspanya Borsası	74	13.51

Kaynak:http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf (Erişim tarihi: 25.06.2015)

1.4. Borsa Yatırım Fonu Kurmaya Yetkili Kuruluşlar

İlgili Mevzuat gereği Borsa Yatırım Fonu yetki verilmiş belli kuruluşlarca kurulabilmektedir. Bu kuruluşlar:

- 1- Bankalar,
- 2- Aracı kurumlar,
- 3- Sigorta şirketleri,
- 4- Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları,
- 5- 17.7.1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardır.

1.5. Borsa Yatırım Fonlarının Yatırım Yapabileceği Değerler

27/11/2013 tarih ve 28834 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4 üncü maddesinin üçüncü fıkrasında; borsa yatırım fonlarının portföylerine alabileceği değerler, söz konusu Tebliğ'de belirtildiği şekilde aşağıdaki gibidir.

- a. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- b. 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve ihraççı payları,
- c. Altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,
- d. Aynı endeksi takip eden ve yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma payları,
- e. Kira sertifikaları,
- f. Gayrimenkul sertifikaları,
- g. Varantlar ve yatırım kuruluşu sertifikaları,
- h. Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- i. Repo ve ters repo işlemleri,
- j. 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- k. Takasbank para piyasası işlemleri,
- l. TCMB tarafından günlük alım-satım kurları ilan edilen yabancı paralar,
- m. Swap sözleşmeleri,
- n. Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları (Resmi gazete, 27.11.2013).

Borsa yatırım fonlarının yukarıda maddeler halinde belirtilen tüm araçlara yatırım yapmaları mümkün olmakla birlikte, tabi oldukları mevzuat gereği; yatırım yapacağı değerlere göre belli kısıtlayıcı oranlar da mevcuttur. Örneğin bir borsa yatırım fonu, fon toplam değerinin %20'sinden fazlasını ters repo ve Takasbank Para Piyasası işlemlerinde değerlendiremez.

1.6. Borsa Yatırım Fonları Sınıflandırması

Özellikle Türkiye'de uygulanmakta olan borsa yatırım fonları mevzuatında belirtilen, bir borsa yatırım fonunun yatırım yapması olası kıymet türleri ve bu konuda alınmış

kısıtlayıcı kararlar göz önüne alındığında ağırlıklı olarak yatırım yapabileceği kıymetler açısından bir sınıflandırma yapmak mümkündür.

Borsa yatırım fonu portföylerinin oluşturulması açısından bazı kıymetlerin portföye alınmaları konusunda herhangi bir sakınca olmamasına karşın; aynı kıymetlerin portföyde bulundurulma oranlarına bazı sınırlamalar getirilmiştir. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca;

- Borsa yatırım fonu portföyünde yer alan varantlar ve yatırım kuruluşu sertifikaları, yapılan yatırımların toplamı fon toplam değerinin %10'unu aşamaz. Tek bir ihraççı tarafından çıkarılan varantlar ile yatırım kuruluşu sertifikalarının toplamı ise fon toplam değerinin %5'ini aşamaz.
- Fon toplam değerinin en fazla %10'u 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabında değerlendirilebilir. Ancak tek bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin %3'ünü aşamaz.
- Ters repo ve Takasbank Para Piyasası işlemleri toplamı fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. Fon portföyüne borsada veya borsa dışında ters repo sözleşmelerinin dahil edilmesi mümkündür. Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmelerine, fon toplam değerinin en fazla %10'una kadar yatırım yapılabilir.
- Aynı Tebliğin 5 inci maddenin dördüncü fıkrasının (a) ve (b) bendi kapsamındaki fonların((a) Fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak sadece takip edilen endeks kapsamındaki varlıklara, b) Fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak takip edilen endeksi takip eden ve yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma paylarına),
 - a) Takip ettiği ihraççı paylarından oluşan endeksin ve bu endeksi takip eden fon portföyünün en az altı ihraççı payından oluşması ve endekste/fon portföyünde yer alan ihraççı paylarından her birinin endeks/fon toplam değeri içindeki ağırlığının %30'u geçmemesi,
 - b) Takip ettiği kamu borçlanma araçlarından oluşan endekste ve bu endeksi takip eden fon portföyünde yer alan borçlanma aracından her birinin endeks/fon toplam değeri içindeki ağırlığının %35'i geçmemesi,
 - c) Takip ettiği özel sektör borçlanma araçlarından oluşan endeksi ve bu endeksi takip eden fon portföyünün en az altı borçlanma aracından oluşması ve endekste/fon portföyünde yer alan borçlanma aracından her birinin endeks/fon toplam değeri içindeki ağırlığının %35'i geçmemesi,

ç) Takip ettiği gayrimenkul sertifikalarından veya özel sektör kira sertifikalarından oluşan endeksi ve bu endeksi takip eden fon portföyünün en az dört gayrimenkul sertifikasından veya özel sektör kira sertifikasından oluşması ve endekste/fon portföyünde yer alan gayrimenkul sertifikasından veya özel sektör kira sertifikasından her birinin endeks/fon toplam değeri içindeki ağırlığının %35'i geçmemesi,

d) Takip ettiği endeksi takip eden yabancı borsa yatırım fonu katılma paylarına yatırım yapması halinde, bu endeksi takip eden en az dört yabancı borsa yatırım fonu katılma payının fon portföyünde yer alması ve bu fonların her birinin fon toplam değeri içindeki ağırlığının %30'u geçmemesi gerekmektedir.

- Borsa yatırım fonları, takip edilen endeks getirisinin sağlanması taahhüdünü içeren swap sözleşmelerine yatırım yapabilirler. Ancak, fonların portföylerine alınan bu sözleşmeler nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski hiçbir surette fon toplam değerinin %10'unu aşamaz.

Bu kısıtlamalar ışığında bakıldığında; borsa yatırım fonlarının, ağırlıklı olarak içermelerinde herhangi bir sakınca taşımayan kıymetler ve Türkiye'deki uygulaması açısından 4 gruba ayrıldığını söylemek mümkündür.

1.6.1. Ağırlıklı hisse senedi içeren borsa yatırım fonları

Baz endeksleri çeşitli hisse senetlerinden oluşan ve stratejik amacı baz endeksini takip etmek olduğundan; portföyünde endeksle paralel menkul kıymetleri içeren borsa yatırım fonlarıdır.

1.6.2. Ağırlıklı döviz içeren borsa yatırım fonları

Baz endeksi belli bir döviz cinsinden oluşan; söz konusu döviz düşük maliyetle ve tek bir işlemle borsada alıp satmanızı sağlayan borsa yatırım fonu türüdür.

1.6.3. Ağırlıklı kıymetli maden içeren borsa yatırım fonları

Baz endeksi belli bir kıymetli madenden oluşan; söz konusu kıymetli madeni düşük maliyet ve az fiyat farkıyla borsada alıp satmanızı sağlayan borsa yatırım fonu türüdür.

1.6.4. Ağırlıklı risksiz yatırım aracı içeren borsa yatırım fonları

Baz endeksinde bir ya da birden fazla türde risksiz yatırım aracı bulunduran; tek seferde birden fazla risksiz yatırım aracını borsada alıp satmanıza olanak tanıyan borsa yatırım fonu türüdür.

1.7. Borsa Yatırım Fonlarının Takip Stratejileri

Bilindiği üzere, borsa yatırım fonlarının temel stratejisi baz alınan endeksin performansını yansıtmaktır. Dolayısıyla borsa yatırım fonları baz aldığı endeksi takip

etmek zorundadır. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5 inci maddesinde belirtilen ve aynı Tebliğ'in EK-1 kısmında sunulan borsa yatırım fonlarının baz endekslerini takip edebilme başarılarının ölçülebilmesi için kullanılacak formüle aşağıda yer verilmiştir.

Takip Hatası (Tracking Difference):

Fon portföyünün getirisi ile takip edilen endeksin getirisi arasındaki farkın değişkenliğini ifade eder.

$$TD = RP - RB$$

TD: Takip farkı

RP: Fonun yıllık getirisi (Fon toplam değeri esas alınarak hesaplanan)

RB: Takip edilen endeksin yıllık getirisi

Takip Farkı (Tracking Error):

Fon portföyünün yıllık getirisi ile takip edilen endeksin yıllık getirisi arasındaki farkı ifade eder.

$$TE = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_P - R_B)^2}{N - 1}}$$

TE: Takip hatası

RP: Fonun getirisi (Fon toplam değeri esas alınarak hesaplanan)

RB: Takip edilen endeksin getirisi

N: Hesaplamaya konu gün sayısı

Takip farkı ve takip hatasının hesaplanmasının ardından, Kurucu tarafından;

a) Takip eden ayın ilk iş gününde açıklanmak üzere; her ayın sonu itibarıyla, son bir yıllık dönem için hesaplanan takip farkı ve takip hatası ile takip farkının ve takip hatasının önemli ölçüde artması durumunda farkın gerekçeleri,

b) Her yılın son iş gününde, bir sonraki yıla ilişkin takip hatasının normal piyasa koşulları altında gerçekleşebilecek tahmini değeri,

c) Her yıl Ocak ayının en geç son iş gününde, bir önceki yıl için öngörülen tahmini takip hatası, gerçekleşen takip farkı ve takip hatası ve tahmini takip hatası ile gerçekleşen takip hatasının önemli ölçüde farklılaşması durumunda farkın gerekçeleri KAP'ta duyurulur.

(Resmi gazete, 27.11.2013)

Borsa yatırım fonlarının baz aldıkları endeksi takip zorunluluğu, söz konusu fonlara takip konusunda başarılı olma; aksi halde nedenlerini açıklama yükümlülüğü de getirmektedir. Borsa yatırım fonlarının;

a) Fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak sadece takip edilen endeks kapsamındaki varlıklara,

b) Fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak takip edilen endeksi takip eden ve yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma paylarına,

c) Takip edilen endeks kapsamında yatırım yapılması zorunlu olmayan varlıklara yatırım yapmak suretiyle endeksi takip etmesi mümkündür (Resmi gazete, 27.11.2013).

2. Borsa Yatırım Fonlarının İşleyişi

2.1. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Kavramlar ve Tanımları

Bu noktada, borsa yatırım fonlarının işleyişinden bahsederken üzerinde durulacak olan ve borsa yatırım fonlarının işleyişinin anlaşılmasına yardımcı olacak bazı kavramlar ve tanımlardan bahsetmek faydalı olacaktır. Borsa İstanbul'un borsa yatırım fonlarına ilişkin kılavuzunda özellikle üzerinde durduğu bazı kavramlar, Borsa İstanbul'un aynı kılavuzda tanımladığı şekilleriyle aşağıdaki gibidir:

Yetkilendirilmiş katılımcı: Borsa fonlarının oluşturulması ve geri alım süreçlerinde aktif rol oynayan, kurucuyla sözleşme imzalamış bulunan ve Kurulca uygun görülen aracı kurum ve bankaları ifade eder.

Asgari işlem birimi: Borsa fonu katılma belgelerinin oluşturma ve geri alım işlemlerinde gerekli olan minimum borsa fonu katılma belgesi miktarıdır.

Saklamacı kuruluş: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ve/veya Kurulca yetkilendirilen diğer kuruluşlardır.

Yönetici: Kurul'dan portföy yöneticiliği faaliyeti yetki belgesi almış kuruluşlardır. BYF'nin portföy yöneticiliğini yapabilirler.

Fon toplam değeri: Fon portföyündeki varlıkların Sermaye Piyasası Kurulunun yatırım fonlarının finansal raporlamalarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde değerlendirilmesi neticesinde bulunan fon portföy değerine varsa diğer varlıkların ve alacakların eklenmesi ve borçların düşülmesi suretiyle ulaşılan değeridir (Resmi gazete, 27.11.2013).

Net aktif değer: Katılma belgesi sahiplerinin adına fona dahil edilen menkul kıymet portföyünün ve/veya fonun yatırım yaptığı diğer varlıkların toplam değerine, alacakların eklenip borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade eder. Net aktif değer mevcut katılma belgesi sayısına bölünmesi sonucunda, pay başına net aktif değer bulunur.

İşlem fiyatı: Bir borsa yatırım fonunun borsada işlem gördüğü son işlem fiyatıdır.

2.2. Borsa Yatırım Fonlarının Genel İşleyişi

BYF kurucusu tarafından oluşturularak Kurul kaydına alınan ve Kotasyon Yönetmeliği'nin 7. maddesi çerçevesinde Borsa'da Fon Pazarı'nda işlem görmesi için başvuruda bulunulan BYF katılım belgeleri; Kotasyon Yönetmeliği'nin 17. maddesi çerçevesinde SPK'nın yazılı isteği doğrultusunda Borsa Yönetim Kurulu kararı ile Borsa kotuna alınarak işlem görmeye başlar. Borsa Yönetim Kurulu tarafından fon iç tüzüğünde yer alan azami fon tutarını temsil eden/edecek katılma belgelerinin tamamı Borsa kotuna alınır ve Borsa'da işleme başlama tarihi itibarıyla ihraç edilmiş katılma belgeleri Borsa Fon Pazarı'nda işlem görür. SPK'nın ilgili Tebliğ düzenlemeleri çerçevesinde azami fon tutarını aşmamak şartıyla çıkarılacak ilave katılma belgeleri Borsa'da işlem görebilir. Fon tutarının artırılması durumunda, artırılan kısmı temsilen ihraç ve halka arz edilecek katılma belgeleri Kotasyon Yönetmeliği'nin 11. maddesi çerçevesinde kote edilir. (www.borsaistanbul.com, klavuzlar, borsa yatırım fonları-varantlar ve sertifikalar, PDF 25.06.2015)

Borsa yatırım fonlarının kote edilme işlemleri için, fon içtüzüğünde belirtilen tutar üzerinden Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği uyarınca, kota alınma kotta kalma ücreti ödenir. Borsa yatırım fonunun kota alınma işlemi için; fon içtüzüğünde belirtilen toplam fon tutarının onbinde biri kadar, kotta kalma işlemi için söz konusu kota alma ücretinin beşte biri kadar ücret ödenir.

BYF'ler, birincil ve ikincil piyasalarda işlem görür. Yetkilendirilmiş kurumlar ve Takasbank arasında yeni fon katılma belgelerinin oluşturulması ve/veya geri alınması işlemleri, birincil piyasa işlemleridir. İkincil piyasa işlemlerinde ise; yetkili kurumlar ve yatırımcı bir araya gelir. İkincil piyasa işlemlerinde, yetkilendirilmiş katılımcılar aracılığıyla temin edilen ve yeni oluşturulmuş olan katılma belgeleri borsada alınıp satılır. Borsa yatırım fonlarının saklanma esasları da hisse senetleri gibidir. Fon portföyünde yer alan tüm kıymetler Takasbank nezdinde saklanır ve takas işlemleri, fon işlemlerinden sonraki 2. iş günü gerçekleşir.

Borsa yatırım fonlarının işleyişi açısından önemli bir işlem olan yeni fon katılım belgesi oluşturulması, yetkilendirilmiş katılımcı tarafından, fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdin bir araya getirilerek saklamacı kuruluşa teslim edilmesi suretiyle asgari işlem birimi miktarı veya katları kadar yeni fon katılma belgesinin oluşturulma sürecini ifade eder. Tedavülde bulunan katılma belgesi sayısının artırılmak istenmesi halinde, belirlenen fon tutarını aşmamak kaydıyla, fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde, fon portföyünde yer alan menkul

kıymet ve nakdi bir araya getiren yetkilendirilmiş katılımcı, bir araya getirmiş olduğu bu portföyü saklamacı kuruluşa teslim ederek asgari işlem birimi miktarı ve katları kadar yeni fon katılma belgesi oluşturur. Takas zamanında, menkul kıymetler ve nakdi alan saklamacı kuruluş, bunların karşılığında yeni fon katılma belgelerini yetkilendirilmiş katılımcıya iletir. Yeni fon katılma belgesi oluşturulması sürecine ilişkin ayrıntılı esaslara, yetkilendirilmiş katılımcı ve kurucu arasında imzalanan sözleşmelerde yer verilir.⁷

Fon katılma belgelerinin geri alınması işlemi ise; yetkilendirilmiş katılımcı tarafından en az bir asgari işlem birimi oluşturularak, saklamacı kuruluşa teslim edilmesi ve karşılığında söz konusu katılma belgelerine karşılık gelen menkul kıymet ve nakdin alınması sürecini ifade eder. Fon katılma belgelerinin tümünü veya bir kısmını elinden çıkarmak isteyen yetkilendirilmiş katılımcı, en az bir asgari işlem birimi oluşturur ve söz konusu katılma belgelerini saklamacı kuruluşa teslim eder. Takas zamanında yetkilendirilmiş katılımcı, vermiş olduğu katılma belgelerinin karşılığında portföyden payına düşen miktarda menkul kıymet ve nakdi alır. Fon katılma belgelerinin geri alımını gerçekleştirmek ve yeni fon katılma belgelerini oluşturmak üzere yetkilendirilmiş katılımcı veya katılımcılar ile kurucu arasında sözleşme imzalanır ve söz konusu yetkilendirilmiş katılımcılar izahnamede belirtilir.⁸

Borsa yatırım fonlarının genel işleyişine dair esaslar; aşağıdaki maddeler yardımıyla özetlenmiştir.

- Borsa’da işlem görmesi uygun görülen BYF katılma belgelerinin alım satımı Borsa’da Pay Piyasası bünyesindeki Fon Pazarı’nda (F) özellik kodu ile yapılır.
- BYF’ler “Piyasa Yapıcı Sürekli Müzayedede” işlem yöntemi ile işlem görürler.
- Baz fiyat, paylarda olduğu gibi bir önceki seans işlemlerinin ağırlıklı ortalamasının en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile bulunur. İlk işlem seansında ve Borsa’da fiyat oluşmayan seansı takip eden seansta kurucu ve/veya yetkilendirilmiş katılımcı tarafından ilgili seans öncesinde ilan edilen fon birim pay değeri üzerinden baz fiyat ilan edilir.

⁷ http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf

(Erişim tarihi: 26.06.2015)

⁸ http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf

(Erişim tarihi: 25.06.2015)

- Borsa’da işlem görecek BYF’nin birim pay değeri, en az 1 TL olacak şekilde belirlenir.
- Lot büyüklüğü 1 adet katılım payıdır (Lot, bir sermaye piyasası aracının, kendisi ya da katları ile işlem yapılabilecek asgari sayısını ya da değerini ifade eder.).
- Pazarda Ulusal Pazar için uygulanan fiyat marjı uygulanır.
- BYF’lere küsurat emir iletilemez.
- Özel emir işlemleri Pay Piyasası’ndaki mevcut kurallar çerçevesinde gerçekleştirilir.
- Kurumsal Ürünler Pazarı’nda 1. seans (09:35 - 12:30) ve 2. seans (14:15-17:30) saatlerinde piyasa yapıcılı sürekli müzayede işlem yöntemiyle işlem görürler (BYF’ler açılış ve kapanış seanslarına dahil edilmezler.).
- Diğer bütün işlem kuralları ve temerrüt esasları Pay Piyasası işlem kurallarıyla aynıdır.⁹

3. A Tipi Yatırım Fonu ve A Tipi Borsa Yatırım Fonlarının Ortak ve Farklı Özellikleri

3.1. A Tipi Yatırım Fonu ve A Tipi Borsa Yatırım Fonlarının Ortak Özellikleri

A tipi yatırım fonları ve A tipi borsa yatırım fonlarının yapısal benzerliklerinden kaynaklı pek çok ortak özelliği vardır. Bu özelliklerin başlıcaları aşağıda sıralanmıştır:

- Her ikisi de riski minimize etmek amacıyla riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilir.
- Her ikisi de profesyonel yöneticiler tarafından yönetilir.
- Her ikisinde de maliyet kişisel olarak çeşitlendirilmiş portföylere göre daha azdır.
- Her ikisinde de küçük miktarlı alımlar yapmak mümkündür.
- Her ikisi de küçük yatırımcının da yatırım yapabileceği maliyet ve basitlik avantajları içerir.
- Her ikisi de menkul kıymet yatırımı içerir.
- Her ikisi de inançlı mülkiyet esasına göre yönetilir. İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak,yönetmek/yönettirmekzorundadır.¹⁰

⁹ http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf

(Erişim tarihi: 25.06.2015)

¹⁰ <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253&submenuheader=0> (Erişim tarihi: 28.11.2013)

- Her ikisi de yatırımcının vade takibi, temettü tahsilatı, vs gibi zaman ve maliyet oluşturan faaliyetlere maruz kalmasını önler.

3.2. A Tipi Yatırım Fonu ve Borsa Yatırım Fonlarının Farkları

Bu bölümde, A tipi yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarını birbirinden ayıran özellikler bir tablo yardımıyla özetlenmiştir. İki enstrüman arasındaki en önemli farklar aşağıda sıralanmıştır.

Tablo 4. A tipi borsa yatırım fonu ve A tipi yatırım fonlarının farkları

A TİPİ YATIRIM FONLARI	BORSA YATIRIM FONLARI
Alış ya da satış emri gün içinde alınır ancak işlem gün sonunda belirlenen fiyata göre sonuçlandırılır.	Alış ya da satış emri gün içinde alınır ve bir hisse senedi gibi alıcı ve satıcı karşılaştığı an işlem sonuçlandırılır.
Yatırımcı gün içindeki anlık iniş ya da çıkışları değerlendirme şansına sahip değildir.	Yatırımcı gün içinde anlık iniş ya da çıkışlardan faydalanabilir.
Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü yoktur.	Portföy içerikleri ve net aktif değerinin sürekli açıklanması zorunludur. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunmaktadır.
Yatırımcının talebi üzerine fon içeriğinde herhangi bir değişiklik yapılmaz.	Yatırımcının talebi doğrultusunda fon katılım belgesi karşılığında fonun içindeki hisse senetlerinin değiştirilebilmesini sağlar.
Yatırımcı fon almak istediğinde talimat saat 12.00 den önce verildiyse gün sonu fiyatını, 12.00 den sonra verildiyse ertesi günün gün sonu fiyatını beklemek zorunda olduğundan aracı kurum talimatı mevcut fiyat üzerine maksimum %20 fark koyarak kurucuya iletir. Yani yatırımcının parası mevcut fiyat + %20 kadar blokelenir.	Yatırımcı borsa yatırım fonu almak istediğinde aracı kurum emri direkt olarak borsaya iletir ve yatırımcı tarafından bildirilen özel bir fiyat düzeyi yoksa alım o anki fiyat düzeyinden yapılabilir. Yani yatırımcı herhangi bir ekstra blokeye maruz kalmaz.
Alış talebi verildiğinde fon kurucusuna iletilen nakit alış talimatının gerçekleşeceği zamana kadar repo ve benzeri sabit getirili araçlarda kurucu nezdinde yararlandırılır.	Herhangi bir bekleme ya da bloke süreci söz konusu olmadığından yatırım fonlarındakine benzer herhangi bir uygulama da mevcut değildir.
Yatırımcılarına kar payı dağıtımı yapmaz.	Yatırımcılarına temettü dağıtımı yapabilir.
Anında alınıp satılmadıklarından yatırımcıya arbitraj imkanı vermezler.	Seans saatleri içinde anında alınıp satılabilirliklerinden yatırımcıya arbitraj imkanı verirler.

Üçüncü Bölüm

Analiz ve Sonuç

1. Analiz

1.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmada, oldukça benzer enstrümanlar olmasına karşın farklı piyasalarda işlem gören A tipi hisse senedi yoğun yatırım fonları ile A tipi borsa yatırım fonlarının risk, getiri ve fon yöneticilerinin seçme ve zamanlama kabiliyetleri açısından bir bütün olarak performans karşılaştırmalarının yapılması amaçlanmıştır. Elde edilecek sonuçların Ülkemizde görece yeni olan bu iki yatırım aracı konusunda yatırımcıyı aydınlatması, yatırım kararı verirken farklı bir bakış açısı kazandırması ve benzer çalışmalar için akademik dayanak oluşturmasıdır.

1.2. Literatür

Literatüre bakıldığında; ağırlıklı olarak A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarına ilişkin karşılaştırmalı analizler yapılmıştır. Ayrıca A Tipi Yatırım Fonlarının portföy performanslarına ilişkin de çok sayıda çalışma mevcuttur. Öte yandan; portföy yöneticisinin zamanlama yeteneğinin ölçümüne ve borsa yatırım fonlarının performans ölçümlerine ilişkin çalışmalara rastlamak mümkündür.

Mustafa Terzioğlu, Yusuf Demir ve Sebahattin Demirkan'ın 2013 yılında; İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi'nde yayımlanan "Borsa İstanbul endeksleri ve makroekonomik göstergeler ile A tipi yatırım fonları arasındaki ilişki: Aralık 2005-Nisan 2012 dönemini kapsayan Granger nedensellik testi" adlı çalışmalarında; Borsa İstanbul Endeksleri ve makroekonomik göstergelerin Aralık 2005- Nisan 2012 yılları arasında faaliyet gösteren 38 adet A tipi yatırım fonunun net varlık değerlerine etkileri Granger Nedensellik Testi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda; 24 adet yatırım fonunun net varlık değerinin, Borsa İstanbul Endeksleri ve makroekonomik göstergelerle tek yönlü Granger nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. (Terzioğlu; Demir ve Demirkan, 2013, s.235-253)

Mustafa Can Samırkaş ve Hatice Düzakın'ın 2012 yılında; Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi'nin sayı 3 cilt 21'de yayımlanan "Türkiye'deki A ve B tipi Yatırım Fonlarının Performans Analizi" adlı çalışmalarında, 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 varılmıştır (Samırkaş; Düzakın, 2012, s.391-410).

Mehmet Arslan ve Sıddık Arslan 2010 yılında, İşletme Araştırmaları Dergisi'nin 2. sayısında yayımlanan " Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regrasyon Analizleri ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonları Karşılaştırmalı Analizi" adlı çalışmalarında, 2006-2010 yılları arasında işlem gören; A tipi değişken fon, B tipi değişken fon, A tipi hisse senedi fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarından 3'er tane olarak derlediği veri setiyle; Sharpe oranı, M2 ölçütü, Treynor endeksi, Jensen endeksi, Sortino oranı, T2 oranı, Değerleme oranı analizlerini yapmış ve farklı analiz tekniklerinden elde edilen fonların başarı sıralamalarının birbirleriyle tutarlı olmadığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca, seçicilik ve zamanlama kabiliyetini ortaya koymak üzere Tekli regresyon ve Quadratic regresyon yöntemlerini uygulamışlar, fon yöneticilerinin tamamının pozitif alfaya sahip olduğunun yanısıra; yalnızca bir fon yöneticisinin pozitif zamanlama kabiliyeti olduğunu gözlemlemişlerdir. Son olarak; yatırım fonları, İMKB100 endeks ve DİBS getirilerinin birbirinden anlamlı düzeyde farklılaşıp farklılaşmadığını tespit etmek üzere MANOVA testi uygulamışlar; sonuç olarak da anlamlı bir farklılık tespit etmişleridir (Arslan; Arslan, 2010, s.3-20).

Aclan Omağ, 2010 Yılında İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi'nin 17. sayısında yayımlanan "Türkiye'de A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2000–2008 Dönemi Performans Analizi" adlı çalışmasında, A ve B Tipi Yatırım Fonlarının portföy performanslarını ölçmeyi amaçlamış ve bunun için geleneksel yöntemler olarak bilinen Sharpe rasyosu, Treynor rasyosu ve Jensen performans ölçütünü kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda, Sharpe ve Treynor rasyolarına göre elde edilen negatif performans değerleri, risksiz menkul kıymetlerin daha yüksek getiriye sahip olduğunu göstermiş, Jensen performans ölçütü kapsamında bulunan negatif değerler sonucunda, incelenen fonların performansının piyasanın gerisinde kaldığı anlaşılmıştır (Omağ, 2010, s.235-250).

Marko Svetina ve Sunil Wahal 2008 yılında, "Exchange Traded Funds: Performance and Competition" adlı, Amerika'da yapılan çalışmalarında; yerli ve yabancı 584 adet borsa yatırım fonunu; başlangıç tarihlerinden 2007 yılının sonuna kadar izleyerek analiz etmişlerdir. Söz konusu yatırım fonları betimleyici istatistik değerleri açısından yurt içi ve yurt dışı risksiz faiz oranlarıyla karşılaştırılmalarının yanısıra; getirileri açısından da endeks fonlarla karşılaştırılmışlardır. Aralarındaki en büyük farklılıklar; kullandıkları endeksler, pasiflik dereceleri ve fırsatları değerlendirme konularında ortaya çıkmıştır.

Genel olarak borsa yatırım fonlarının beklenen performansın altında kaldığı ve izleme hatasından korunamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yalnızca %17'sinin endeks fonlarla rekabet edebildiği gözlenmiştir (Svetina; Wahal, 2008).

Emre Karakulum ve Osman Tav, 2008 Yılında Doğu Üniversitesi Dergisi'nin 9. Sayısında yayımlanan "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi" adlı çalışmalarında; B tipi fon kategorisindeki likit, tahvil-bono ve değişken fonlar ile, A tipi fon kategorisindeki değişken fonlardan her bir türe ait beşer adet fon, toplamda ise yirmi adet fon için risk odaklı performans değerlendirmesi yapmışlardır. Analizlerinde Sharpe, Jensen, Sortino gibi geleneksel yöntemler de kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda analize katılan fonlar tek tek ve gruplar halinde değerlendirilmiş ve performans yorumları yapılmıştır (Karakulum; Tav, 2008, s.89-105).

Veli Akel, 2007 Yılında Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi'nin 2. Sayısında yayımlanan "Türkiye'deki A ve B Tipi Yatırım Fonları Performansının Devamlılığının Parametrik Ve Parametrik Olmayan Yöntemlerle Değerlendirilmesi" adlı çalışmada, Ocak 2000-Aralık 2004 dönemlerinde Türkiye'de faaliyet gösteren 51 adet A tipi ve 51 adet B tipi yatırım fonunun aylık getirileri kullanarak ve fonların hayatta kalma eğilimleri dikkate alarak performansları tek indeksli yöntemlere göre ölçmüştür. Bu aşamada parametrik ve parametrik olmayan yöntemler kullanarak devamlılık analizi yapmıştır. Daha sonra ise yatırım fonu yöneticilerinin piyasa zamanlaması kabiliyetleri tahmin etmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular; A Tipi fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlaması kabiliyetine sahip olmadığı, B Tipi fon yöneticilerinin ise yalnızca seçicilik kabiliyetine sahip olduğunu işaret etmiştir (Akel, 2007, s. 147-177).

Ayşe Yıldız, 2005 Yılında Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi'nin 14. Sayısında yayımlanan "A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi" adlı çalışmada fonların karşılaştırılmasında Kurumsal Yöneticiler Derneği tarafından ortaya konan Fon endeksi bazında da değerlendirme yapmış ve iki farklı gösterge portföyün sonuçlarını incelemiştir. Analizlerde Sharpe, Sortino ve Treynor performans ölçüm tekniklerini kullanmıştır. Veri seti olarak; 2001-2003 dönemi boyunca belirli bir fon sayısına sahip değişken, karma ve hisse fonlar olmak üzere toplam 53 adet fon değerlendirme kapsamına alınmıştır. Analizler sonucunda İMKB endeksi bazında fonların performanslarının düşük çıktığı, fon endeksi bazında ise fonların performanslarının görece olarak daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Fon performansının sürekliliğine ilişkin değerlendirmede ise gelecek performansın geçmiş

performansın bir yansıması olacağı yönünde sonuçlara ulaşmıştır (Yıldız, 2005, s.185-202).

Öte yandan, Penderaki ve Zopounidis, 2003 Yılında yaptıkları çalışmada Yunanistan'daki yatırım fonlarının 1999-2000 Yılları arasındaki performansını PROMETHEE II adlı analiz yöntemiyle değerlendirmiş, yatırım fonlarının performansının yatırım fonunun derecelendirilmesinde olumlu sonuçlar verdiği ortaya konulmuştur (2003'den aktaran Sarıkamış; Düzakın, 2012, s. 392).

1.3. Kullanılan Analiz Teknikleri

Analiz temelde, risk ve getiri odaklı analiz sonuçlarının karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Analize dahil edilen 28'i A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu; 2'si A tipi borsa yatırım fonu olmak üzere toplam 30 adet fonun günlük getiri verileri hem ayrı ayrı fon bazında hem de A tipi yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonu olmak üzere 2 grup çatısı altında analiz edilmiştir. Performanslar öncelikle salt getiri açısından karşılaştırılırken, sonrasında risk ve getiriye farklı açılardan bakan; getiriye riske göre düzenleyen Sharpe, M^2 , Sortino, Treynor, T^2 , Jensen, Değerleme Oranı teknikleri kullanılmıştır. Fon yöneticilerinin seçme ve zamanlama yetenekleri lineer ve quadratic regresyon teknikleriyle ölçülerek değerlendirilmiş, risk ölçüm araçları olan standart sapma ve beta da salt riski ölçmede kullanılmıştır. Bu noktada özellikle bahsedilen iki ana kavramın üzerinde durmakta fayda vardır.

1.3.1. Risk

Risk, yatırımlar açısından bakıldığında tasarrufun değerinin düşmesi ya da artmasına etki eden olasılıklar bütünüdür. Risk, ortamdaki belirsizliği ifade eden bir kavramdır. Riskin yatırımlar açısından belli başlı kaynaklarına aşağıda yer verilmiştir.

1.3.1.1. Sektör Riski

İşletmenin faaliyet gösterdiği sektörün taşıdığı risktir. Örneğin temel gıda sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın maruz kaldığı belirsizlik oranı, Taşıt üretim sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın sektör riskiyle karşılandığında oldukça küçüktür.

1.3.1.2. Finansal Risk

İşletmenin yatırımlarını finanse ediş şekliyle ilgilidir. Örneğin; işletmenin, yatırımlarını finanse etmek için kullandığı finansmanı kendi kaynaklarından karşıladığında maruz kalacağı risk yalnızca yatırımın başarısızlığı riski iken, söz konusu finansmanı kredi kullanmak suretiyle sağlaması durumunda ek olarak ödeyememe riskine de katlanmak zorunda kalacaktır.

1.3.1.3. Likidite Riski

Yatırımcının özellikle sorguladığı bir diğer konu, yatırım aracının satışından sonra tasarrufunun hangi hızla nakite döneceği konusudur. Yatırımcının, yatırım aracını nakite çevirebilme hızı; ihtiyacı olduğu anda nakit elde edip edememe riskini taşıırken, diğer yandan daha çok getiri elde edeceğini düşündüğü alternatif yatırım araçlarına yatırım yapabilme yeteneğini de etkilemekte; dolayısıyla bu açıdan da bir zamanlama riski doğurmaktadır. Böyle durumlarda yatırımcı iki temel soru üzerinde durmalıdır:

- Yatırım yaptığım kıymeti nakite çevirmem ne kadar zamanımı alır?
- Elde edilecek getiri tutarı nasıl bir kesinlik düzeyine sahiptir? (Reilly; Brown, 2011, s.22)

Örneğin; fiyat kaygısı taşınmaksızın satılan bir yatırım fonunun likidite riski minimum düzeydeyken, antika bir eşyanın likidite riski oldukça yüksektir.

1.3.1.4. Kur Riski

Bu tür risk özellikle kendi ülkesi dışında yatırım yapan yatırımcılar için geçerlidir. Örneğin; Dow Jones'da yatırım yapan bir Türk Yatırımcı, yalnızca yatırım aracı getirisini değil, muhtemel kur değişim riskini de göz önünde bulundurmaya zorundadır.

1.3.1.5. Ülke Riski

Bu başlık oldukça geniştir çünkü birden fazla risk faktörünü içinde barındırmaktadır. Ülke riski; politik ya da ekonomik anlamda yaşanabilecek belirsizliklerin yatırımcıya yansıma riskini temsil eder. Örneğin; ülkenin iktidar değiştirmesi, savaş halinde olması, ekonomik sisteminde yapacağı değişiklikler, ekonomik refah düzeyindeki değişimler başta olmak üzere sayılabilecek pek çok sebep, yatırımcının belirsizlik düzeyinin; bir başka deyişle risk düzeyinin artmasına neden olacaktır. Bu tip belirsizliklere sahip olan ülkelerde yatırım yapan yatırımcılar, beklenen getiri hesaplaması yaparken mutlaka ülke riski unsurunu da dikkate alarak getiri düzenlemesini yapmalıdır.

1.3.2. Riskin Farklı Bir Açıdan Gruplanması: Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk

Yukarıda belirtilen risk faktörleri, yatırımcıya risk-getiri değerlendirme aşamasında yardımcı olmakla birlikte özellikle kullanılan performans değerlendirme tekniklerinde de temeli oluşturan bir diğer risk sınıflama biçimi vardır; sistemik ve sistemik olmayan risk. Bu kavramlar literatüre; Markowitz (1952,1959) ve Sharpe'ın (1964) portföy teorisi ve para piyasası teorisi çalışmaları sırasında girmiştir. Bu çalışmaların gösterdiği sonuçlara göre, yatırımcılar yatırım yaparken; önceden tahmin edilemeyen ve yatırım yapılan ülkenin politik durumu gibi dış etkenlerin olası değişiminden kaynaklanan

sistemik risk yok sayılmamalıdır. Sistemik risk, piyasa değişkenlerinin aniden değişmesi riski olduğundan portföy çeşitlendirmesiyle önüne geçilmesi mümkün olmayan bir risk türüdür.

Diğer taraftan direkt olarak yatırımla bağlantılı olan risk türü ise sistemik olmayan risktir. Örneğin yatırım yapılan bir hisse senedinin sahibi olan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün taşıdığı risk, sistemik olmayan risktir ve bu risk, iyi çeşitlendirilmiş bir portföyle minimuma indirilebilir. Bu noktada yatırım fonu ve borsa yatırım fonlarının yatırımcıya sağladığı yadsınamaz faydaya vurgu yapmakta yarar vardır. Yatırım fonları ve borsa yatırım fonları yatırımcıya profesyonellerce çeşitlendirilmiş bir portföye yatırım yapma imkanı tanır. Dolayısıyla yatırımcı, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için katlanılan maliyetleri bertaraf etmiş olur. Borsa yatırım fonu ve yatırım fonları yatırımcıya, sistemik olmayan riske karşı bağışıklığı olan bir portföyü uzun zaman harcamaksızın ve oldukça az maliyetle alma şansı sunar.

Özellikle yatırım fonu performansı ölçümünde kullanılan tekniklerde önemlilik arz eden bu iki risk türü, birlikte ve yalnız olarak değerlendirilebilir. Bir yatırım fonu ya da borsa yatırım fonunun performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan tekniklerin bazıları "toplam risk" olarak da adlandırılan; sistemik ve sistemik olmayan riski bir arada değerlendirirken, bir diğer kesim; önüne geçilemediği için yalnızca sistemik riski göz önüne alarak değerlendirmeyi yapar. Bu bakış açısı bir noktada kabul edilebilir durumdadır. Çünkü profesyonellerce yönetilen borsa yatırım fonu ve yatırım fonu portföylerinde, sistemik olmayan riski 0'a indirmek en temel amaçlardandır. Sistemik olmayan riski dikkate almaksızın performans ölçümü yapan bilim adamları analizlerini; portföylerin çeşitlendirmelerinin kusursuz yapıldığı, dolayısıyla sistemik olmayan riskin performansı etkilemeyecek düzeyde olduğu varsayımı altında yaparlar.

Bu risk sınıflamasını temel alan 2 tip risk ölçüm tekniği vardır: toplam riski baz alan standart sapma (σ) ve yalnızca sistemik riski dikkate alan beta (β). Yatırım fonu performans ölçüm tekniklerinin de birbirinden ayrıldığı temel nokta budur; bir kısım bilim adamı fon getirilerini toplam riske dolayısıyla standart sapmaya göre düzenleyip yorumlarken; diğer kısım getiriyi yalnızca sistemik riske yani betaya göre düzenlemeyi tercih eder. Bunun nedeni, önlemez tek riskin sistemik risk olmasındandır.

1.3.2.1. Standart Sapma (σ)

Standart sapma, toplam riski ölçen bir ölçüttür. İstatistiki açıdan baktığımızda standart sapma varyansın kareköküdür. Varyans ise, ortalama getiriden sapmaların karelerinin ortalamasıdır. Standart sapma ile risk arasında zıt yönlü bir ilişki vardır. Standart sapmanın yükselmesi riskin arttığı, düşmesi ise riskin azaldığı anlamını taşımakta olup standart sapma aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır. (Canbaş; Vural, 2010, s.154)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(r_t - r_0)^2}{(T - 1)}}$$

Formülde yer alan;

σ : Standart sapmayı,

r_t : Riski ölçülen menkul kıymetin “t” süresindeki getirisini,

r_0 : Riski ölçülen menkul kıymetin ortalama getirisini,

T : Dönem sayısını ifade eder.

Standart sapma genel olarak, bir değer normal dağılımdaki ortalamadan ne kadar uzaklaştığının ölçüsüdür.

Normal dağılımda, normal eğri altındaki alanın ortalama ile bölünmüş alanlarının şekli ister dar ister yaygın olsun, bölünmüş alanların her biri diğerine eşittir. Ortalamanın solundaki alan, gerçekleşen değer % 50 olasılıkla ortalamadan altında olacağı alanı, sağdaki alan, gerçekleşen değer % 50 olasılıkla ortalamadan üstünde olacağı alanı gösterir. Normal dağılımda standart sapma değeri arttıkça, gerçekleşen değer beklenen veya gerçekleşmesi en muhtemel değerden sapma olasılığı artar. Standart Sapma bu özelliğinden dolayı bir risk ölçütü olarak kullanılır (Gökgöz, 2006, s.16).

1.3.2.2. Beta (β)

Beta, yalnızca sistematik riski ölçen bir risk ölçütüdür. Beta, risk ölçümüne konu olan menkul kıymetin piyasaya göre ne kadar değişken olduğunu gösterir. Beta'nın piyasayla eşit değişkenlikte olduğu değeri 1'dir. Beta 1'den büyükse; menkul kıymetin değişkenliği piyasadan daha yüksek, 1'den küçük olduğu durumlarda ise daha düşüktür.

Beta, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır:

$$\beta_p = \frac{Cov(\frac{r_p}{r_m})}{varyans(r_m)}$$

Formülde yer alan;

β_p : Riski ölçülmek istenen menkul kıymetin betasını,

r_p : Riski ölçülmek istenen menkul kıymetin ilgili dönem içindeki getirisini,

r_m : Pazarın ilgili dönem içindeki getirisini ifade eder.

1.3.3. Performans ölçüm teknikleri

Sistemik ve sistematik olmayan risk ayrımı, klasik yatırım fonu performans ölçüm teknikleri açısından oldukça kritik bir ayrımdır. Çünkü klasik yatırım fonu performans ölçüm tekniklerini temelde birbirinden ayıran ve gruplandıran değişken baz aldıkları risk türü ya da türleridir. Bir kısım performans değerlendirme tekniği toplam riski baz alırken, bir diğer kısım sistematik olmayan riskin; yatırım fonlarının temel prensiplerinden biri olan çeşitlendirilmiş portföylerle göz ardı edilebilecek bir kadar düşürülebileceği düşündüğünden, getiri düzenlemek için yalnızca sistematik riski kullanırlar.

1.3.3.1. Toplam riski (standart sapmayı) baz alan performans ölçüm teknikleri

Toplam riski baz alan ve en yaygın kullanılan performans ölçüm teknikleri; Sharpe Oranı, M^2 Performans Ölçütü ve Sortino Oranıdır. Çalışmamızda; analiz edilen yatırım araçlarının performanslarının özellikle bu yöntemler kullanılarak ölçülmesinin nedeni, literatürde yapılan pek çok yurtiçi ve yurtdışı çalışmada da aynı tekniklerin kullanılmış olmasıdır. Bu durum, çalışmayı akademik ve/veya yatırım açısından ele alan okuyuculara; analiz sonuçlarını aynı yatırım araçlarının diğer dönemleri hakkında ya da aynı dönemde diğer yatırım araçları hakkında yapılan analiz sonuçlarıyla kıyaslayabilme imkanı sunmaktadır. Aynı yöntemler kullanılarak yapılan analizler araştırmacılara daha uzun bir dönemde daha büyük bir veri setiyle değerlendirme şansı verirken, aynı analizleri farklı yorumlarla inceleme imkanı da tanımaktadır.

1.3.3.1.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, yatırımcının risksiz faiz oranı üzerinde katlandığı her bir birim risk için talep ettiği ek getiriye gösteren orandır. Sharpe oranına göre, katlanılan her bir birim risk; risksiz faiz oranına kıyasla ek getiri sağlamalıdır. Sharpe oranı, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır. (Alptekin, 2009, s.2)

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Formülde yer alan;

r_p : Portföyün getirisini,

r_f : Risksiz varlığın getirisini,

σ_p : Portföyün standart sapmasını ifade eder.

Sharpe Oranına göre analiz edilmiş iki portföyden, daha yüksek Sharpe Oranına sahip olan portföy daha başarılı kabul edilir. Çünkü Sharpe Oranının yüksek olması, katlanılan birim risk başına getirinin daha yüksek olduğu anlamına gelir. Formülün payında, portföyün; risksiz varlığın elde ettiği getirinin üzerinde kalan getiri tutarı, paydasında ise risk göstergesi olan ve portföyün toplam riskini temsil eden standart sapma vardır. Oran, risk ve getirinin birbirine oranlanması yoluyla hesaplandığından risk ve/veya getirisi eşit olmayan portföylerin performanslarının kıyaslanmasına olanak sağlamakla birlikte elde edilen sonuçların yorumlanması, portföylerin risk düzeyleri eşit olmadığından belli zorluklar içerebilir. Risk sabitken getirinin yükseliyor olması fon performansını artırırken, getiri sabitken riskin artması fon performansını düşürmektedir.

1.3.3.1.2. M^2 Performans Ölçütü

M^2 Performans Ölçütü, riski Sharpe Oranı ile aynı bakış açısıyla ele alır. Dolayısıyla, M^2 Performans ölçütü de getiriye toplam riske; yani standart sapmaya göre düzenler.

M^2 Performans Ölçütü; F. Modigliani ve L. Modigliani tarafından 1997 yılında, Sharpe Oranı ile elde edilen sonuçların yorumlanma zorluğu nedeniyle; bu performans analiz tekniğini geliştirerek kıyaslaması daha kolay veriler elde etmek için tasarlanmış Sharpe Oranı temelli bir performans ölçüm tekniğidir. M^2 Performans Ölçütünün sonuçları değerlendirilirken; Sharpe Oranının sonuçlarının değerlendirilmesinde olduğu gibi, birbiriyle kıyaslanan portföylerden daha yüksek değere sahip olan portföy daha başarılı kabul edilir. M^2 Performans Ölçütü, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

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

yani;

$$M^2 = r_f + [(Sharpe oran) \times \sigma_m]$$

Formülde yer alan:

M^2 : M^2 performans ölçütünü,

r_p : Portföyün getirisini,

r_f : Risksiz varlığın getirisini,

σ_p : Portföyün standart sapmasını,

σ_m : Pazarın standart sapmasını ifade eder.

M^2 Performans Ölçütüyle bulunan sonuçların yorumlanmasının daha kolay olmasının nedeni, formüllerde de görüldüğü üzere; analiz edilen portföy getirisine risksiz getirinin eklenmesidir. Yöntem böylece; analiz edilen portföyün ve piyasa portföyünün standart sapmalarını eşitleyerek araştırmacıya portföy getirileri hakkında daha kolay yorum yapabilme imkanı sunar.

1.3.3.1.3. Sortino Oranı

M^2 Performans Ölçütünün Sharpe Oranı yardımıyla elde edilen sonuçları yorumlama konusunda sorun yaratan eşitlenmemiş standart sapma sorununu çözmesinin ardından, performans ölçümünün daha sağlıklı yorumlanabilmesi için ortaya çıkan bir başka problemle karşılaşmıştır.

Bilindiği üzere, Sharpe Oranı; formülünde risk ölçütü olarak standart sapmanın kullanılmasından da anlaşılacağı üzere, getirinin normal dağıldığı varsayımı altında performans analizi yapmaktadır. Ancak bu bir sorundur. Çünkü getiri asimetric dağılmaktadır. 1994 yılında Sortino tarafından geliştirilen Sortino Oranı, bu sorunun çözümüne yönelik yapılan bir çalışma sonucu ortaya çıkmıştır.

Sharpe Oranına çok benzeyen bu oranın, payda kısmında portföyün standart sapmasının yerine, risksiz faiz oranı altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasının yer alması Sharpe Oranıyla arasındaki tek farklılıktır. Sortino Oranına göre, standart sapma yerine aşağı yönde sapma kullanılmaktadır. Bu şekilde getiri dağılımlarının asimetric olma problemine bir çözüm geliştirilmiş olacaktır. (Ural, 2010, s.44-45)

Sortino Oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır:

$$Sortino\ Oran\ \square = \frac{r_p - MAR}{DV}$$

Formülde yer alan:

r_p : Portföyün getirisini,

MAR: Kabul edilebilir en az getiriyi,

DV : Risksiz faiz oranı altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasını ifade eder.

Sortino Oranı; risk ve getiriyi karşılaştırırken, portföyün tamamının riskini almak yerine; risksiz getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapmasını almaktadır (kayıp riski). Böylelikle pozitif getirilerden dolayı portföyü cezalandırmamaktadır. Bu orana göre elde edilen değerlerin pozitif olması portföy performansının iyi olduğu

anlamına gelir. Yüksek bir Sortino Oranı yatırımların daha etkin alanlara yönlendirilerek daha iyi bir getiri oranı sağlandığını ifade eder.¹¹

1.3.3.2. Sistemik riski (beta'yi) baz alan performans ölçüm teknikleri

Bir diğer grup bilim adamı, portföy performansını ölçmeye yönelik yöntemler geliştirirken, önlenmesi mümkün olmayan sistemik riski baz almışlardır. Bu risk ölçütünü baz alan en popüler performans ölçüm teknikleri; Treynor oranı, T² performans ölçütü, Jensen ölçütü ve değerlendirme oranıdır. Toplam riski baz alan performans yöntemlerinin belirlenmesinde olduğu gibi, çalışmanın bu bölümünde kullanılacak yöntemler belirlenirken de belirlenecek yöntemlerin araştırmacılara kıyas şansı tanınması açısından, daha önce çok sayıda yerli ve yabancı çalışmada kullanılmış olması kriteri göz önüne alınmıştır.

1.3.3.2.1. Treynor Oranı

Çalışmanın her aşamasında özellikle belirtildiği üzere; yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının temel stratejisi, her kesimden yatırımcıya profesyonelce ve başarılı bir şekilde çeşitlendirilmiş bir portföy sunmaktır. Getiriyi, yalnızca portföyün maruz kaldığı sistemik riske yani betaya göre düzenleyen bilim adamlarının da en temel dayanağı bu stratejidir. Çünkü sistemik olmayan risk; doğru ve profesyonel çeşitlendirilmiş bir portföyle bertaraf edilebilir.

Treynor da bu noktadan hareketle; 1965 yılında yaptığı portföy performansı değerlendirme çalışmalarında, risk ölçüm birimi olarak betayı kullanmıştır. Treynor ve Sharpe, risk- getiri arasındaki ilişkiye bakışları açısından ciddi benzerlikler taşırlar. Treynor Oranında da hedeflenen, Sharpe'da olduğu gibi; katlanılan her bir birim riske karşı kazanılan getiriyi ölçmektir.

Diğer taraftan; Sharpe Oranı toplam riski kullanarak fon portföy yöneticisini, hem getiri oranı performansı, hem de çeşitlendirme bazında değerlendirir. Treynor Oranı ise sistemik riski kullanarak, fon portföy yöneticisini yalnızca getiri oranı performansı bazında değerlendirir. Eğer fonun portföyü tamamen çeşitlendirilmiş ise, bu portföyün toplam riski onun sistemik riskine eşit olacağından, bu iki ölçü aynı sıralamayı verir. Fakat, eğer fonun portföyü zayıf çeşitlendirilmiş ise, Treynor Oranı yüksek sıralama verirken, Sharpe Oranı çok daha düşük sıralama verir. Buradan hareketle, aslında bu iki ölçü birbirinden farklı bilgiler vermekte olup, gerçekleşmiş performansı ölçmek üzere, diğer deyişle ardıl veriye Sharpe Oranı; iyi çeşitlendirilmiş portföy olması şartı ile

¹¹ <http://www.tur-sp.com.tr/karsilastirma-analizi> (Erişim tarihi: 20.07.2015)

gelecekteki performansı ölçmek üzere, diğer deyişle öncül veriye Treynor Oranı kullanılmalıdır (Sharpe, 1966, s.138-199).

Treynor Oranı, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$Treynor\ oran = \frac{[E(R_p) - r_f]}{\beta_p}$$

Formülde yer alan:

$E(R_p)$: Portföyün beklenen getirisini,

r_f : Risksiz varlığın getirisini,

β_p : Portföyün betasını ifade eder.

İki portföy Treynor Oranlarına göre kıyaslanırken; oranı yüksek olan portföyün her zaman daha başarılı olduğu varsayılır.

1.3.3.2.2. T^2 Performans Ölçütü

T^2 Performans Ölçütü, portföye uyguladığı risk düzenlemesi açısından M^2 Performans Ölçütüyle aynı şekilde işler. Treynor Oranını, yüzde getiri şekline çeviren bu yöntem, M^2 Yönteminde olduğu gibi değerlendirilen fona hazine bonusu eklendiğini varsayarak risk düzeltmesi yapar. (Bodie; Kane; Marcus, 2004)

Temelde Treynor Oranına dayanan T^2 Performans Ölçütü aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır:

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

Formülde yer alan;

Treynor : Portföyün Treynor değerini,

r_f : Risksiz varlığın getirisini,

r_m : Pazarın getirisini ifade eder.

1.3.3.2.3. Jensen (Alfa) Ölçütü

1960'ların ortalarında geliştirilen sermaye varlıkları fiyatlama modeli finansal ekonomistler tarafından riske göre düzeltilmiş getirinin hesaplanmasında bir araç olmuştur. Bu modelden hareketle portföy performansını ölçmek için kullanılan önemli bir yöntem de 1968 yılında Jensen tarafından geliştirilmiştir Jensen Ölçütü; riske göre düzeltilmiş getirinin hesaplanmasına yarayan bir araç olması açısından diğer performans ölçütlerine benzemekle birlikte; çok önemli iki noktada diğerlerinden ayrılmaktadır. Söz konusu önemli noktalardan ilki; Jensen Ölçütü, portföy yöneticisinin başarısına ilişkin

sonuç vermesidir. Yöneticinin hem zamanlama hem de seçme kabiliyetini bir bütün halinde ölçerek genel bir başarı ölçütü ortaya çıkarır (Grinblatt, 1994, s.419). Diğer önemli fark ise; Jensen Alfasına göre performansı ölçülen bir fonun başarısının fon grubundaki diğer fonlarla karşılaştırılarak değil, gösterge endekse kıyaslanarak yorumlanmasıdır (Yalçınkaya, 2006, s.61).

Jensen Alfası, portföy performansını tek bir değer üzerinden ölçmektedir. Bu endeks fon getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan ilişkinin sabit terimi olan alfa katsayısını ifade etmektedir. Jensen Alfası hesaplanırken gerçekleşen risk ve getiriler hesaplanarak elde edilen getiriden gerçekleşen getirinin çıkarılmasıyla alfa katsayısı hesaplanmaktadır. Hesaplanan alfa katsayısı pozitif ise, portföy yöneticisinin başarılı olduğunu, alfa katsayısı negatif ise yöneticinin başarısız olduğunu ifade etmektedir (Ayaydın, 2013, s.67).

Jensen Ölçütü aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır:

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p(\bar{r}_m - \bar{r}_f)]$$

Formülde yer alan;

α_p : Jensen alfa değerini,

\bar{r}_p : Portföyün ortalama getirisini,

\bar{r}_f : Risksiz varlığın ortalama getirisini,

\bar{r}_m : Pazarın ortalama getirisini,

β_p : Portföyün betasını ifade eder.

1.3.3.2.4. Değerleme Oranı

Bilindiği üzere; sistematik riski baz alan performans değerlendirme ölçütleri sistematik olmayan riski tamamiyle göz ardı eder. Değerleme Oranı da fon performansını temelde Jensen Alfasına dayalı ölçmekle birlikte fonun sistematik olmayan riskinin karekökünü bir düzeltme birimi olarak kullanmasıyla sistematik riski baz alan diğer ölçütlerden ayrılmaktadır.

Değerleme Oranının Jensen Ölçütü ile paralellik gösterdiği önemli nokta ise; performans ölçümü yaptığı fon grubunun başarısını grup içindeki diğer fonlarla kıyaslayarak ölçmek yerine gösterge endeksle kıyaslayarak bir sonuca varılmasını sağlamasıdır.(Yalçınkaya, 2006, s.61)

Değerleme Oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$\text{Değerleme oranı} = \frac{\alpha_p}{\sigma_p}$$

Formülde yer alan;

α_p : Jensen alfa değerini,

σ_p : Fonun standart sapmasını ifade eder.

1.3.3.3. Fon yöneticisinin seçme kabiliyetini ölçen lineer (doğrusal) regresyon modeli

Doğrusal regresyon analizi ile her bir yatırım fonunun betası hesaplanarak piyasaya olan duyarlılıkları test edilmektedir. Regresyon denklemi ile bağımsız değişkendeki bir birimlik değişmeye karşılık bağımlı değişkende meydana gelen değişim miktarı tahmin edilir. Ayrıca doğrusal regresyon modeli, α katsayısı ile portföy yöneticisinin seçme kabiliyetini gösterme özelliğine sahiptir. (Ben-Horim, 1984, s.570)

Regresyon denkleminde yer alan risk birimi β 'dir ve piyasa getirisini temsilen İMKB 100 değerleri kullanılmıştır. Regresyon uygulanırken belirlenen bağımsız değişken İMKB 100 getiri oranı iken, bağımlı değişken fon ve grup getiri oranlarıdır.

Çalışmada kullanılan doğrusal regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

Ortalama fon getirisi = $\alpha + \beta * \text{İMKB 100}$

Denklem, 01.01.2008-31.12.2013 tarihleri arasındaki 6 yıllık dönemi kapsayan toplam süre için her bir fona ayrı ayrı uygulanmış ve çalışmada esas alınan periyotta her bir fon yöneticisinin seçme kabiliyetine ilişkin sonuçlara yer verilmiştir. Ayrıca, çalışmanın amacı olan borsa yatırım fonları ve A tipi yatırım fonlarının kıyaslanabilmesi için, fon getirilerinin grup bazında aritmetik ortalamaları alınarak iki ayrı portföymüş gibi düşünülmüş, her iki portföy için 6 yıllık süreci kapsayan tek bir yönetici seçme kabiliyeti sonucu üzerinden performans kıyaslaması yapılmıştır.

1.3.3.4. Fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini ölçen quadratic regresyon modeli

Fon yöneticisinin performansını ölçen bir teknik olan Jensen; zamanlama yeteneğinin ölçülmesi açısından yeterli olmamakla birlikte; zamanlama yeteneğini ölçmek için geliştirilen modellerin tümüne temel oluşturmuştur. Portföy yöneticisinin performansını ölçmek için yaygın olarak kullanılan Quadratic regresyon modeli, Treynor ve Mazuy tarafından geliştirilmiştir. (Akel, 2007, s.150)

Quadratic regresyon modelinde; Piyasa zamanlaması açısından fon performansının değerlendirilmesinde incelenen fonun tarihsel getirileri ile piyasanın getirileri arasındaki ilişki ortaya konulmaktadır (Gökgöz, 2005, s.37). Eğer piyasa zamanlaması yok ise,

Quadratic regresyonun temelini oluşturan Jensen modelinde olduğu gibi, risksiz faizi aşan fon getirisi ile piyasa getirisi arasındaki ilişki doğrusal olacaktır (Coggin; Fabozzi; Shafiqu, 1993, s.1040). Quadratic Regresyon Modeli ile fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini test etmek üzere “c” katsayısı hesaplanır. Pozitif “c” katsayısı zamanlama kabiliyetinin göstergesi olurken negatif “c” katsayısı fon yöneticisinin zamanlama hatasını göstermektedir. (Karan, 2004, s.683)

Çalışmada kullanılan quadratic regresyon denklemi aşağıdaki gibidir:

$$\text{Ortalama fon getirisi} = \alpha + \beta * \text{İMKB 100} + c * (\text{İMKB100})^2$$

Denklem, 01.01.2008-31.12.2013 tarihleri arasındaki 6 yıllık dönemi kapsayan toplam süre için her bir fona ayrı ayrı uygulanmış ve çalışmada esas alınan periyotta her bir fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetine ilişkin sonuçlara yer verilmiştir. Ayrıca, çalışmanın amacı olan borsa yatırım fonları ve A tipi yatırım fonlarının kıyaslanabilmesi için, fon getirilerinin grup bazında aritmetik ortalamaları alınarak iki ayrı portföymüş gibi düşünülmüş, her iki portföy için 6 yıllık süreci kapsayan tek bir yönetici zamanlama kabiliyeti sonucu üzerinden performans kıyaslaması yapılmıştır.

1.4. Veri Seti

Çalışmada veri seti olarak, 01.01.2008-31.12.2013 tarihleri arasında kesintisiz işlem gören, içeriğinde minimum %51 ve üzeri hisse senedi bulunduran 28 adet A tipi hisse senedi yoğun yatırım fonu ile aynı tarihler arasında kesintisiz olarak işlem gören ve içeriğinde en az %75 hisse senedi bulunduran 2 adet A tipi borsa yatırım fonuna ait günlük veriler kullanılmıştır. Söz konusu veriler, A tipi yatırım fonları için www.fonbul.com adresinden, A tipi borsa yatırım fonları ile gösterge olarak belirlenen İMKB 100 ve 182 günlük DİBS getiri oranları da Borsa İstanbul'dan sağlanmıştır. Çalışmada kullanılan borsa yatırım fonları, yatırım fonları ve portföylerinde bulundurmaları zorunlu hisse senedi oranları; fonların içtüzüklerinden elde edilmiş olup; aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 5. Analize dahil edilen A tipi yatırım fonlarının en az hisse senedi bulundurma oranı

A Tipi Hisse Senedi Yoğun Yatırım Fonları	En Az Hisse Senedi Bulundurma Oranları
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	%90
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	%51
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	%55
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	%80
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	%75
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	%75
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	%51
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	%75
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	%80
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	%51
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	%51
HSBC A Tipi U30 End. Fon	%75
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	%51
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	%75
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	%80
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	%75
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	%80
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	%75
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	%51
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	%51
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	%51
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	%80
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	%75
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	%80
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	%51
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	%80
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	%80
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	%80

Tabloda gösterilen oranlar, fonların asgaride bulundurması gereken hisse senedi miktarlarını göstermekle birlikte, portföyünde %51 oranında hisse senedi yatırımı bulundurması gereken hisse senedi fonları, pratikte %51 den daha fazla hisse senedi yatırımı içermektedir.

Analize dahil edilen A tipi borsa yatırım fonlarının portföyünde bulundurması gereken asgari hisse senedi oranı ise aşağıdaki gibidir.

Tablo 6. Analize dahil edilen A tipi borsa yatırım fonlarının en az hisse senedi bulundurma oranı

A Tipi Hisse Senedi Yoğun Yatırım Fonları	En Az Hisse Senedi Bulundurma Oranları
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	80%
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	75%

Analizde gösterge değer olarak riskli yatırım araçlarını temsilen İMKB 100 Endeksi verileri ve risksiz yatırım araçlarını temsilen 182 gün vadeli DİBS verileri kullanılmıştır. Gösterge değerler ve vadeleri seçilirken, literatürde yaygın olarak kullanılan değerlerin seçilmesi esas alınmıştır. Gösterge olarak İMKB 100 Endeksi'nin seçilmesinin bir diğer nedeni; analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarının içeriğinde bulunan hisse senetlerinin pek çoğunun İMKB 100 endeksine dahil olmasıdır.

Tablo 7. Toplam fon değerleri ve grup içi ağırlıkları

Fon Adı	Toplam fon değeri TL	Ağırlıklar
Bizim Menkul Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	1,572,570.89	0.0021
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	5,555,353.00	0.0073
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	33,759,875.00	0.0441
Akbank A Tipi Premium Hisse Senedi Fonu	8,830,381.00	0.0115
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	2,007,370.00	0.0026
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	2,432,157.55	0.0032
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	2,315,245.67	0.0030
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	11,298,252.23	0.0148
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	6,118,192.01	0.0080
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	5,089,753.02	0.0067
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	32,484,664.39	0.0425
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	807,509.43	0.0011
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	20,965,976.71	0.0274
HSBC A Tipi U30 End. Fon	19,849,473.16	0.0260
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	24,285,453.02	0.0318
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	8,426,456.30	0.0110
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	22,596,817.17	0.0295
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	55,780,128.86	0.0729
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	42,906,485.78	0.0561
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	33,416,006.35	0.0437
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	2,941,175.84	0.0038
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	9,253,129.61	0.0121
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	126,183.00	0.0002
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	5,271,775.74	0.0069
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	315,155,987.30	0.4121
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	21,756,786.53	0.0284
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	20,253,953.00	0.0265
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	18,289,754.79	0.0239
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	19,285,009.07	0.0252
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	11,975,029.20	0.0157
Toplam	764,806,905.62	1.0000

Analize dahil edilen fonların toplam fon değerleri ve grup içindeki ağırlıkları yukarıda özetlenmiştir. Fon değerlerine ilişkin bilgiler, 2016 yılı itibariyle alınmış güncel değerler olup, 2016 değerlerine ulaşamayan fonların ise ulaşılabilen son değerleri alınmıştır. Çalışmada, borsa yatırım fonları ve A tipi yatırım fonlarının performanslarının

karşılaştırılması hedeflendiğinden, borsa yatırım fonları ve yatırım fonlarının grup halinde dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 8. Grup bazlı fon değerleri ve ağırlıkları

Grup adı	Toplam fon değeri	Ağırlıklar
Borsa yatırım fonları	7,127,923.89	0.01
A tipi yatırım fonları	757,678,981.73	0.99

Fon değerleri baz alınarak hesaplanan ağırlıklara göre, analize dahil edilen fonların %1'ini borsa yatırım fonları oluştururken; %99'u A tipi yatırım fonlarından oluşmaktadır. Bu veriler, okuyucuya genel bir fikir vermesi için derlenmiş olup, toplam fon değerlerine ilişkin geriye dönük bilgiye ulaşılamadığından, sonraki hesaplamalarda ağırlıklı ortalama yerine aritmetik ortalama kullanılmıştır.

1.5. Analiz Yöntemleri

Çalışmada, A tipi hisse senedi yoğun yatırım fonları ile A tipi borsa yatırım fonlarının; fon ve grup bazında karşılaştırmalı risk, getiri analizleri yapılmış, ayrıca portföy yöneticilerinin seçme ve zamanlama kabiliyetleri ölçülmüştür.

Riske göre düzenlenmiş getiri temelinde fonlara ilişkin genel performans sonuçları veren klasik performans analiz teknikleri öncelikle baz aldıkları risk türü açısından 2 farklı gruba ayrılmıştır. İlk grupta getiriyi toplam riske göre düzenleyen yöntemler olan, Sharpe, M^2 ve Sortino teknikleri bulunurken, diğer grup, getiriyi yalnızca sistematik risk odaklı düzenleyen Treynor, T^2 , Jensen ve değerlendirme oranı yöntemlerinden oluşmaktadır. Diğer taraftan, fon yöneticilerinin zamanlama kabiliyetini ölçmek için quadratic regresyon tekniği uygulanırken; seçme kabiliyetlerini ölçmek için lineer regresyon modeli kullanılmıştır.

Söz konusu yöntemler, her fon için ayrı ayrı; 6 yıllık toplam getiri düzeyleri üzerinden hesaplanmıştır. Bu sonuçlar, her bir fonun performansını takip edebilmek açısından faydalıdır. Öte yandan fonlar yapılarına göre, borsa yatırım fonları ve yatırım fonları olmak üzere iki gruba ayrılmış ve aritmetik ortalamaları alınarak tek bir getiri düzeyi elde edilmiştir. Söz konusu getiriler üzerinden yıl bazında ve altı yıllık toplam süreç bazında hesaplanan performans sonuçları yatırım aracı türüne ilişkin performans sonucunu göstermektedir.

Çalışmada kullanılan yöntemler, literatürde yer alan çalışmalardaki kullanım sıklığıyla orantılı olarak seçilmiştir. Sözü edilen performans ölçüm teknikleri, çok sayıda araştırmacı tarafından farklı zaman aralıklarında, farklı piyasalarda ve farklı fonlarda defalarca kullanılmış ve yorumlanmıştır. Bu durum, gelecekte benzer çalışmalar yapacak

araştırmacılara, yatırım öncesi fikir edinme kaygısında olan yatırımcılara, profesyonel yatırım danışmanları ve portföy yöneticilerine aynı yöntemler üzerinden alternatif bakış açıları sağlayan bir mukayese zemini hazırlayacaktır.

Analize ilişkin sonuçlar takip eden başlıklarda verilmiş ve yorumlanmıştır.

1.5.1. Betimleyici İstatistik

Aşağıdaki tabloda, analize dahil edilen 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu, 2 adet A tipi borsa yatırım fonu ve gösterge değerler olarak kabul edilen DİBS ve İMKB 100 Endeksi'ne dair betimleyici istatistik değerlerine yer verilmiştir.

Tablo 9. Analize dahil edilen fonlara ait betimleyici istatistik değerleri

	N	Ort.	Σ	Çarpıklık	Min.	Maks.
İMKB100	1509	0.030	45.752	-0.073	-10.474	12.893
DİBS	1509	0.040	59.753	1.189	-0.234	0.442
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	1508	0.026	38.876	-0.219	-7.692	9.926
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1508	0.041	61.098	0.025	-9.074	12.910
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	1509	0.026	39.370	0.002	-9.570	11.850
Akbank A Tipi Premium Hisse Senedi Fonu	1509	0.029	44.250	-0.601	-9.420	5.750
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	1509	0.025	38.160	-0.377	-9.360	6.940
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	1509	0.023	34.490	-0.110	-10.130	11.240
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	1509	0.028	42.460	-0.269	-8.390	10.090
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	1509	0.033	50.070	-0.339	-8.540	7.290
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	1509	0.062	93.180	-0.036	-9.430	12.090
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	1509	0.016	23.540	-0.331	-9.760	8.320
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	1509	0.019	29.420	0.002	-9.790	12.510
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	1509	0.034	51.960	-0.799	-8.540	7.490
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	1509	0.048	72.440	-0.225	-12.170	11.880
HSBC A Tipi U30 End. Fon	1509	0.021	31.770	-0.003	-9.920	12.170
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	1509	0.026	39.580	-0.362	-8.600	7.400
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	1509	0.030	45.500	-0.601	-8.050	5.470
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	1509	0.021	31.970	0.011	-9.640	12.810
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	1509	0.032	48.340	-0.423	-8.020	6.490
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	1508	0.043	64.110	-0.005	-10.310	12.820
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	1509	0.085	128.960	-0.519	-5.540	4.400
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	1509	0.003	4.950	-0.687	-7.010	5.050
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	1509	0.039	59.510	-0.309	-9.880	9.260
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	1509	0.025	38.300	-0.522	-8.620	8.110
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	1509	0.023	35.040	0.045	-9.210	12.360
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	1509	0.064	95.960	-0.728	-8.560	7.190
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	1509	0.027	41.310	0.023	-9.650	12.050
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	1509	0.041	61.210	-0.201	-9.100	9.000
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	1509	0.030	45.950	-0.125	-9.550	10.060
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	1509	0.038	56.960	0.041	-9.600	12.410
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	1509	0.021	31.040	0.006	-9.740	12.370

Tablo 10. Grup bazlı betimleyici istatistik değerleri

	N	Ort.	Σ	Çarpıklık	Min.	Maks.
İMKB100	1509	0.030	45.752	-0.073	-10.474	12.893
DİBS	1509	0.040	59.753	1.189	-0.234	0.442
Borsa yatırım fonları ortalaması	1508	0.033	49.987	-0.078	-7.919	11.418
A tipi yatırım fonları ortalaması	1509	0.033	49.303	-0.281	-9.080	8.855

Yukarıdaki tablolarda yer alan;

N: Analizde kullanılan verilere ilişkin gün sayısını, (söz konusu analizler, 1089 günlük veri üzerinde yapılmıştır.)

Ortalama: 1509 günlük ortalama getiri oranlarını,

Σ : 1509 günlük toplam getiri oranlarını,

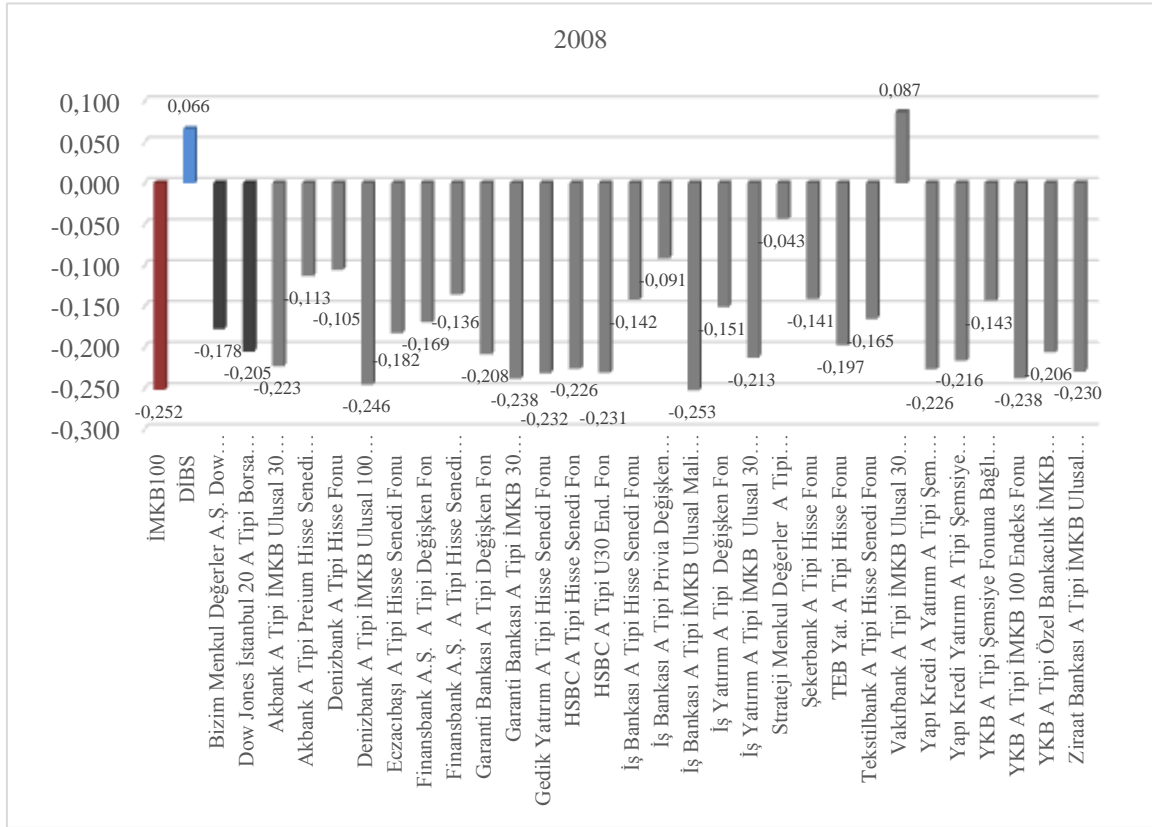
Çarpıklık: 1509 günlük getiri oranlarının dağılımına ait çarpıklığı, (Çarpıklık değerinin yüksek olması verilerde uç veya aykırı değer olduğunu yani verinin genelinden çok düşük veya yüksek değeri olduğunu gösterir.)

Minimum: 1509 günlük getiri oranının en düşüğünü,

Maksimum: 1509 günlük getiri oranının en yüksekini ifade eder.

Fon getirileri, analize dahil edilen fonların 2008-2013 yılları arasında günlük işlem fiyatlarından bir önceki gün fiyatının çıkarılması suretiyle bulunmuştur. Grup getirilerine ise getiri oranlarının aritmetik ortalamalarının alınmasıyla ulaşılmıştır.

Çalışmada amaçlanan; riske göre düzenlenmiş getirilere göre karşılaştırmalı bir performans analizi yapmak ve yatırım aracı bazında performansları karşılaştırmak olmakla birlikte; riskin göz ardı edildiği durumda getiriler arasındaki ilişkinin grafikler yardımıyla verilmesinin okuyucuya riskin getiri üzerindeki düzeltici etkisine karşı farklı bir perspektif kazandıracağı düşünüldüğünden, öncelikle çalışmada kullanılan 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu, 2 adet A tipi borsa yatırım fonu ve gösterge endeks olarak kullanılan İMKB 100 endeksi ile DİBS getirileri yıllar itibariyle kıyaslanmıştır. Ayrıca, borsa yatırım fonları ve A tipi yatırım fonlarının salt getiri açısından performanslarının kıyaslanabilmesi için kendi içlerinde tek bir portföymüş gibi değerlendirilerek getirilerinin aritmetik ortalamaları alınmış, sonuçlar gösterge endeks ve DİBS getirileri düzeylerinin de yer aldığı grafikler yardımıyla özetlenmiştir.



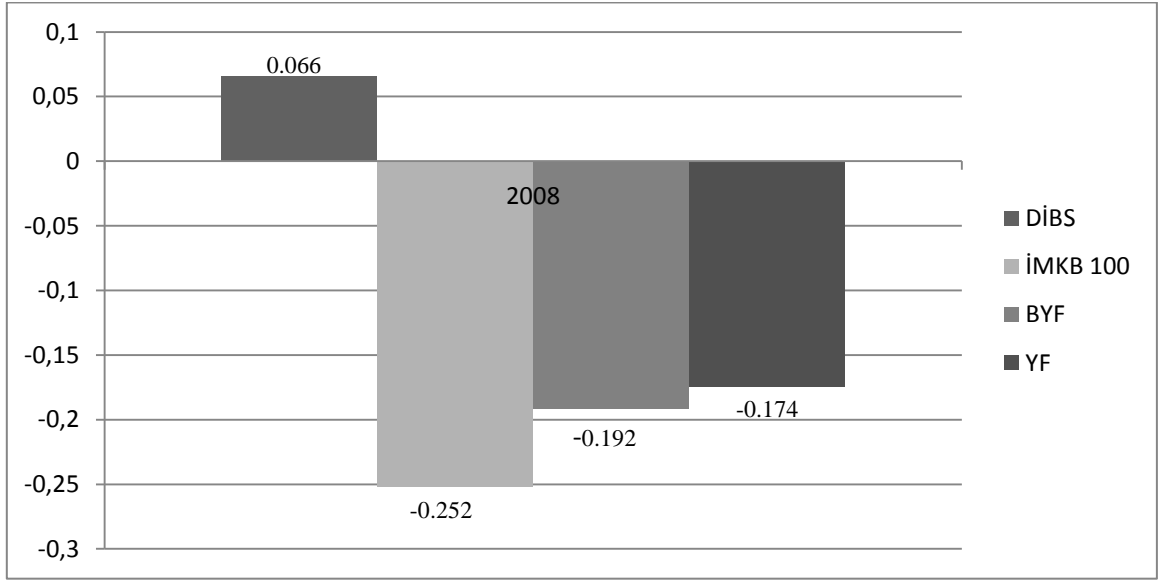
Grafik 7. 01.01.2008-31.12.2008 dönemi getiri karşılaştırması

Grafikte açıkça görüldüğü üzere; 2008 yılı dünyanın neredeyse tüm piyasalarında olduğu gibi Türkiye Fon Piyasalarında da son derece sorunlu bir yıl olmuştur. 2007 yılından itibaren Amerika'da sinyallerini veren; ancak 2008'in son çeyreğinde yadsınamaz boyuta gelerek başladığı kabul edilen global ekonomik kriz, temelde Amerika finans kuruluşlarınca kullanılan ve sigorta şirketlerince desteklenen mortgage kredilerinin kredi kullananlar tarafından geri ödenememesi sonucu el konulan konutların değerlerinin düşmesi; dolayısıyla kredi teminatı olarak ipotek altına alınan konut satışlarının kredi tutarlarını karşılayamaması, bunun sonucu olarak da finans kurumları ve sigorta şirketlerinin ciddi boyutta zarar etmesinden kaynaklansa da krizin sonuçları yalnızca Amerika'yı etkilemekle kalmamış; tüm dünyada bir likidite krizi yaşanmasına neden olmuştur.

Yaşanan likidite krizi sonucunda yatırımcı sıcak parayı piyasadan çekme eğilimine girmiş, dolayısıyla tüm sermaye piyasası araçları gibi A tipi yatırım ve borsa yatırım fonları da negatif yönde etkilenmiştir.

2008 yılında getiri düzeyi pozitif olan tek fon Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu olurken, gösterge değerlerden yalnızca Devlet İç Borçlanma Senetleri pozitif değerde kalmayı başarmıştır.

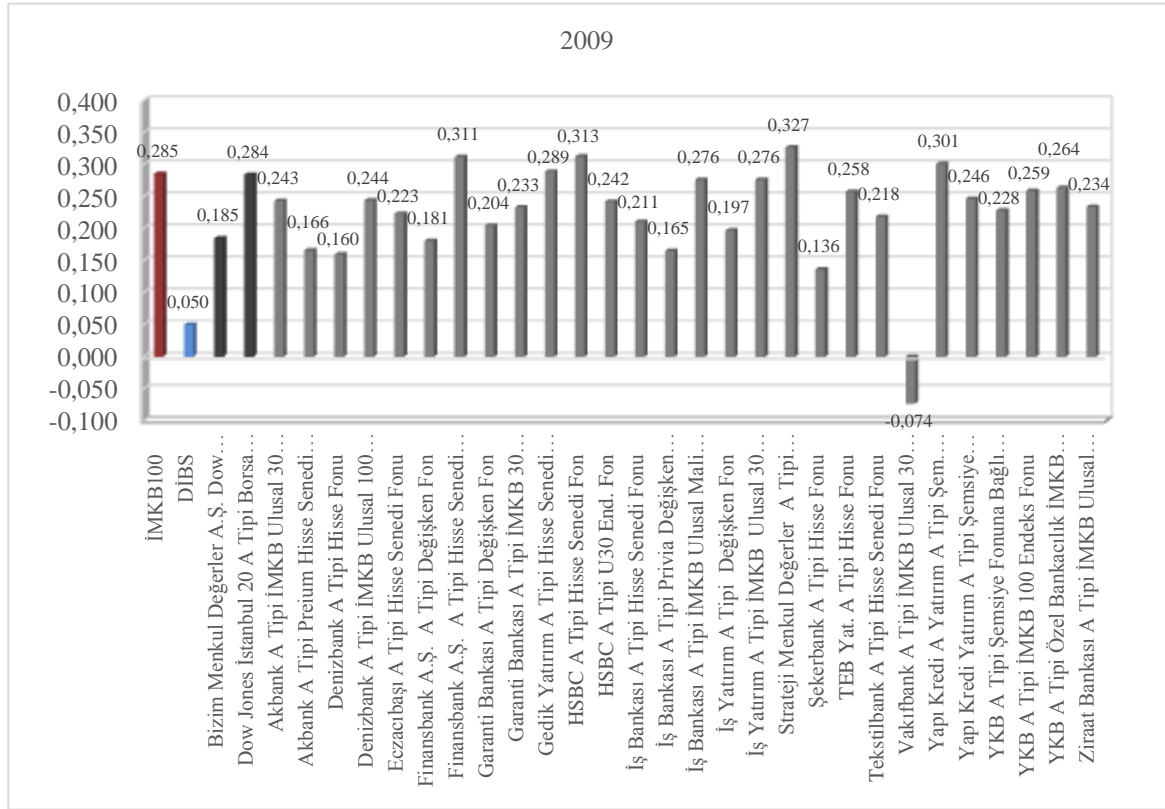
Borsa yatırım fonları ve yatırım fonlarının 2008 yılında genel getiri düzeyi durumlarının birbirine, gösterge endekse ve DİBS'e göre durumları ise aşağıdaki grafikte özetlenmiştir.



Grafik 8. 01.01.2008-31.12.2008 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

Grafikte yer alan veriler, borsa yatırım fonları ve yatırım fonlarının günlük getiri düzeylerinin toplanması ve grup olarak aritmetik ortalamalarının bulunması sonucu elde edilmiştir.

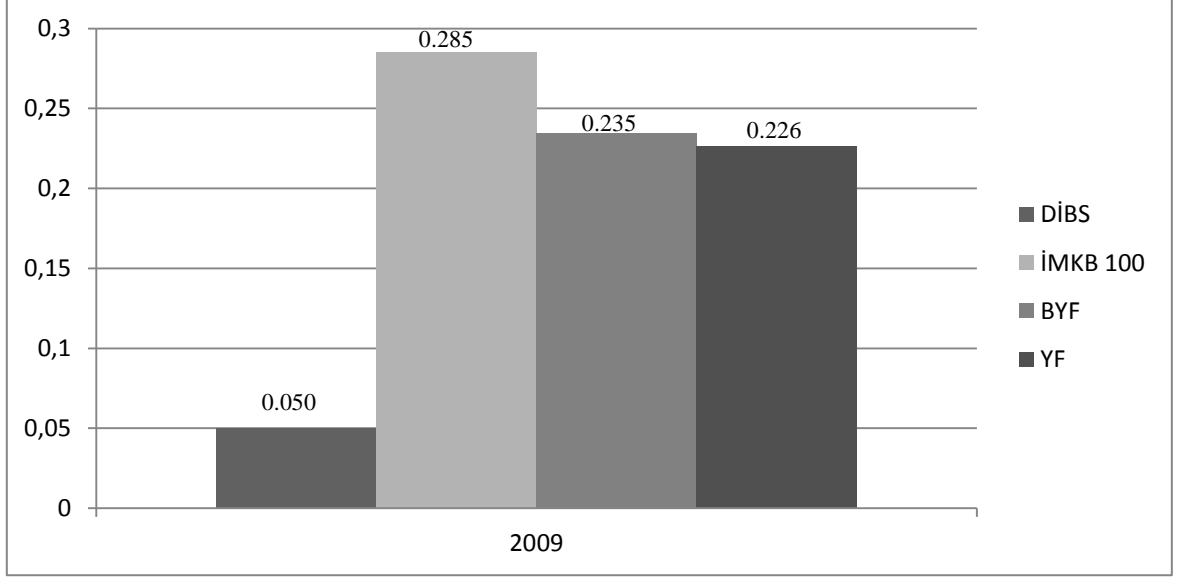
Grafikte de görüldüğü üzere, 2008 yılında pozitif getiri düzeyinde olan tek oran DİBS'e aitken, yatırımcıya en çok kayıp yaşatan oransa İMKB 100'e aittir. 2008 yılında borsa yatırım fonları da yatırım fonları da negatif getiri düzeyinde kalmış olmakla birlikte, yatırım fonları yatırımcılarına daha az kayıp yaşatmış ve salt getiri açısından borsa yatırım fonlarına kıyasla daha başarılı olmuştur.



Grafik 9. 01.01.2009-31.12.2009 dönemi getiri karşılaştırması

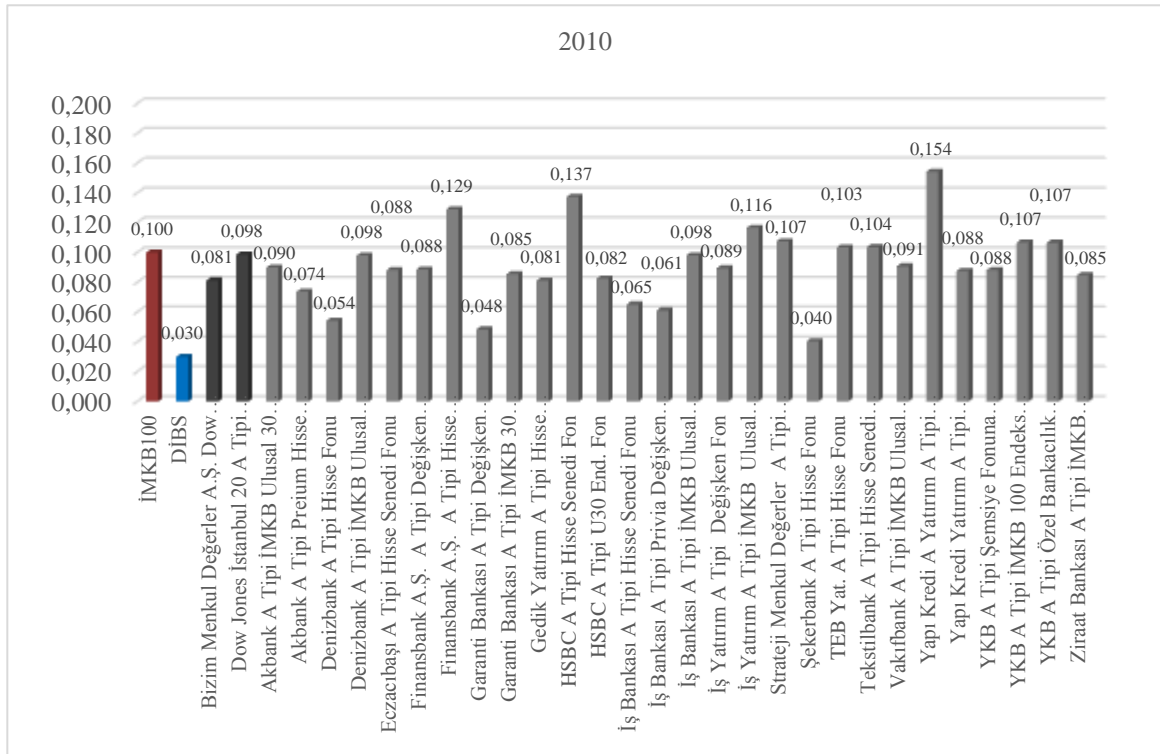
Grafikte görüldüğü üzere; 2009 yılında Strateji Menkul Değerler A tipi değişken fon tüm risk unsurları göz ardı edilerek değerlendirildiğinde; 0,327'lik ortalama değerle yatırımcıya en yüksek getiriyi sağlayan fon olmuştur. Gösterge endeks olan İMKB 100'ün ortalama getirisi 0,285 olurken gösterge endeksten fazla kazandırmayı başaran A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu Strateji Menkul Değerler A tipi değişken fon ve Gedik Yatırım A tipi hisse senedi fonu iken; Analize dahil edilen her iki A tipi borsa yatırım fonu da gösterge endeksin getirisinin altında kalmıştır. Öte yandan, Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu, getiri düzeyi negatif olan tek fondur.

2009 yılında borsa yatırım fonu ve yatırım fonu grup getiri performanslarının birbirlerine, gösterge endekse ve DİBS'e göre durumları ise aşağıdaki grafikte özetlenmiştir.



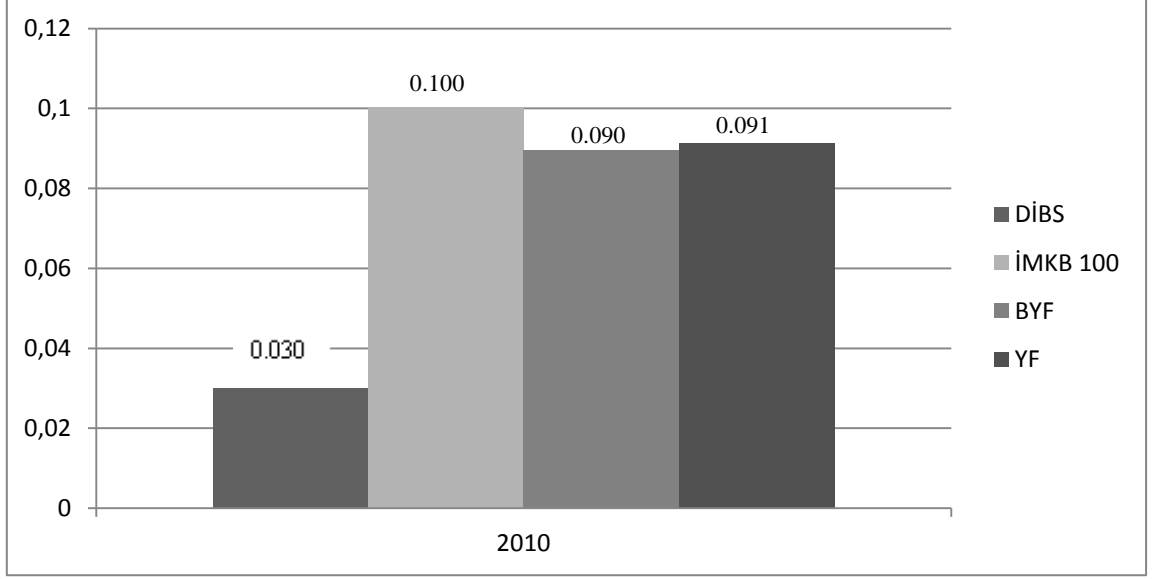
Grafik 10. 01.01.2009-31.12.2009 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

2009 yılında her iki grup da yıllık ortalama olarak pozitif getiri düzeyindedir. Gösterge endeks ve DİBS ortalama yıllık getiri düzeyleri de pozitif olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında en yüksek getiri düzeyi İMKB 100'e aitken, diğer oranlar sırasıyla; borsa yatırım fonları, A tipi yatırım fonları ve DİBS olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılı yıllık ortalama getiri düzeyleri kıyaslandığında, borsa yatırım fonları yatırım fonlarına kıyasla daha iyi bir performans göstermiştir.



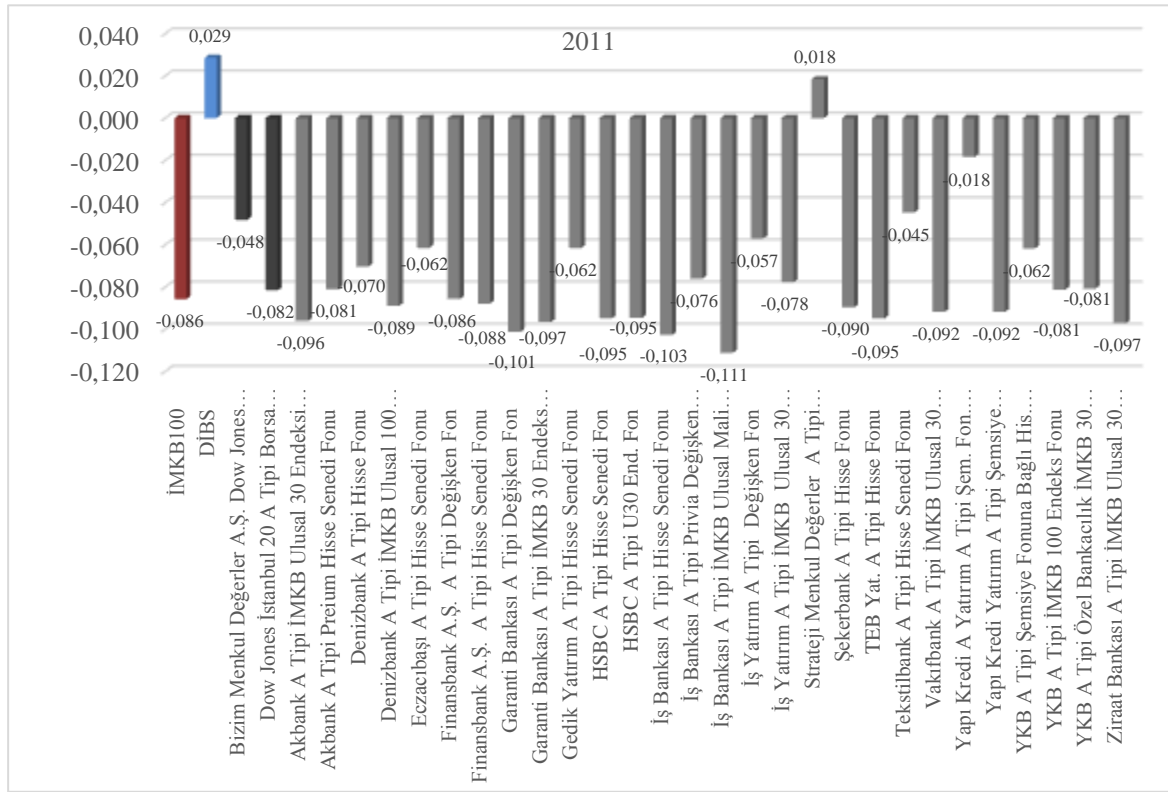
Grafik 11. 01.01.2010-31.12.2010 dönemi getiri karşılaştırması

2010 yılına ait getiri karşılaştırma grafiğinde gösterge endeksin üzerinde performans gösteren A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının sayısında artış olduğu gözlemlenirken en iyi getiriye sahip fon Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)'dur. Gösterge endeks getirisini aşan diğer fonlar ise; Finansbank A tipi hisse senedi fonu, HSBC A tipi hisse senedi fonu, İş Yatırım A tipi İMKB 30 Ulusal Endeksi fonu, Strateji A tipi değişken fon, Teb Yatırım A tipi hisse fonu, Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon), YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu, YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu iken; 2010 yılı ortalamasına göre İMKB 100 gösterge endeks getirisini geride bırakan bir A tipi borsa yatırım fonu olmamıştır.



Grafik 12. 01.01.2010-31.12.2010 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

2010 yılında her iki grup da yıllık ortalama olarak pozitif getiri düzeyindedir. Gösterge endeks ve DİBS ortalama yıllık getiri düzeyleri de pozitif olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında en yüksek getiri düzeyi İMKB 100'e aitken, diğer oranlar sırasıyla; A tipi yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve DİBS olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı yıllık ortalama getiri düzeyleri kıyaslandığında; borsa yatırım fonlarının, A tipi yatırım fonlarına kıyasla daha 0.001'lik bir farkla daha az kazandığı, dolayısıyla; A tipi yatırım fonlarının görece daha iyi performans gösterdiği söylenebilir.

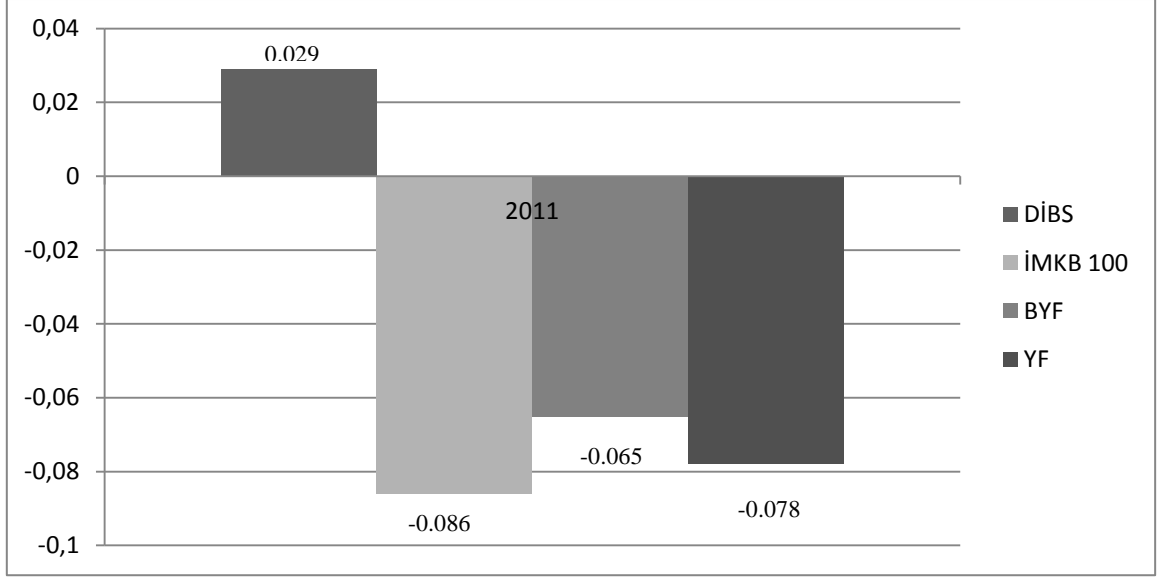


Grafik 13. 01.01.2011-31.12.2011 dönemi getiri karşılaştırması

2011 yılı yatırım fonu ve borsa yatırım fonu piyasası için oldukça başarısız bir yıl olmuş, bir yıllık periyoda ortalama olarak bakıldığında ciddi değer kayıpları olduğu görülmüştür. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarına bakıldığında pozitif değerde kalan tek yatırım fonunun Strateji Menkul Değerler A tipi yatırım fonu olduğu görülürken, Strateji Menkul Değerler A tipi yatırım fonu dahil tüm A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları, A tipi borsa yatırım fonları ve gösterge endeks olan İMKB 100 getirilerinin risksiz faiz oranı getirisini ifade eden DİBS'in altında kaldığı görülmektedir.

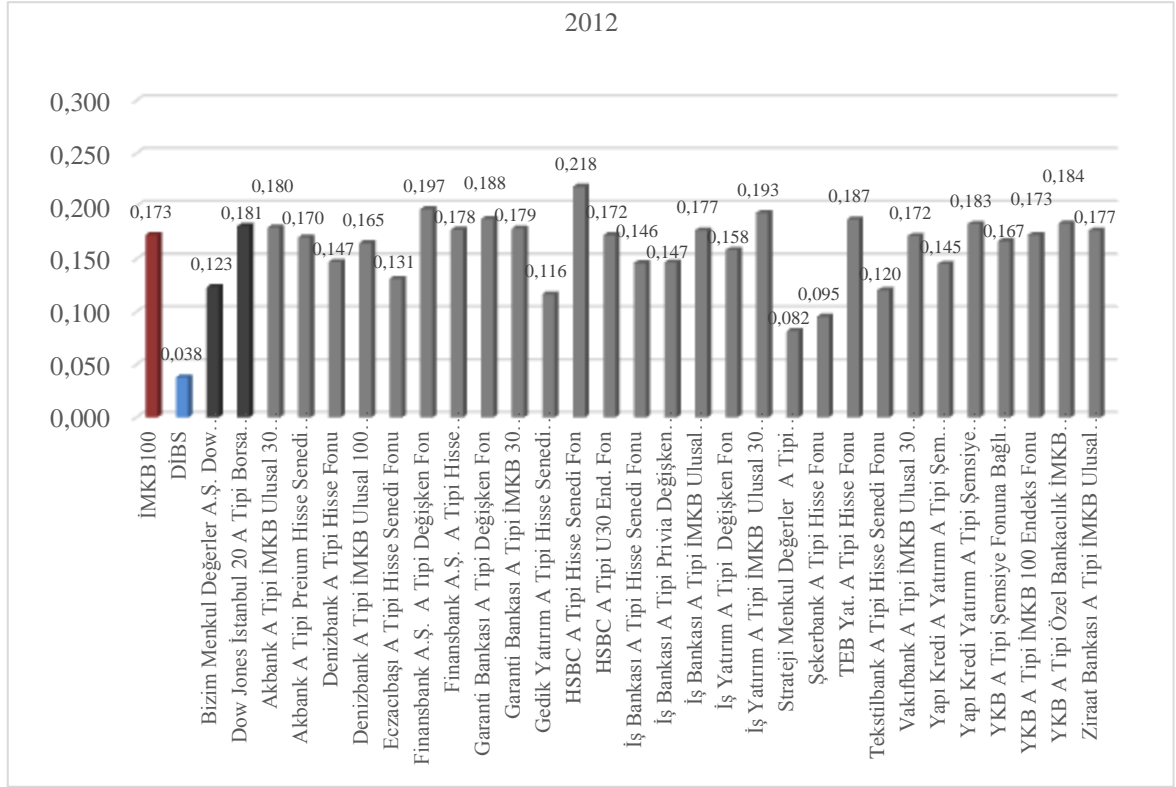
Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarının neredeyse tamamının 2011 yılında negatif getiriye sahip olmasının nedenini gösterge endeks olan İMKB 100'ün de negatif getiriye sahip olması net bir şekilde açıklamaktadır.

Öte yandan; söz konusu fonların bir kısmının yıllık ortalama getirilerinin gösterge endeks olan İMKB 100'e göre 0'a daha yakın olmalarının nedeni; portföylerinde portföy yöneticinin tercihinine göre tahvil, hazine bonusu gibi risksiz faiz oranına sahip yatırım araçlarının yanı sıra döviz, emtia gibi farklı yatırım araçlarını da bulundurmasıdır. Yüksek risk düzeyinde de olsa doğru yönetilen bir portföyün doğal bir hedge sistemine sahip olduğu 2011 yılı fon bazlı ortalama getiri grafiğinde de doğrulanmaktadır.



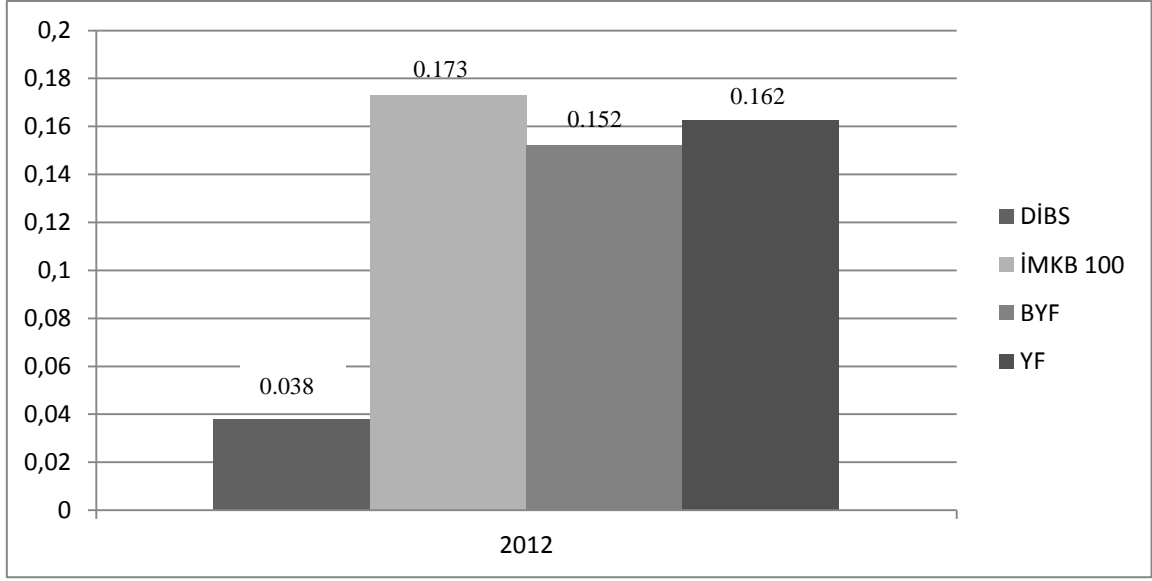
Grafik 14. 01.01.2011-31.12.2011 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

2011 yılı yıllık ortalama getiri oranlarına gruplar bazında bakıldığında ise; pozitif getiri düzeyinde olan tek oranın DİBS'e ait olduğu görülmektedir. Yatırımcıya en çok kayıp yaşatan oransa İMKB 100'e aittir. 2011 yılında borsa yatırım fonları da yatırım fonları da negatif getiri düzeyinde kalmış olmakla birlikte, borsa yatırım fonları yatırımcılarına daha az kayıp yaşatmış ve salt getiri açısından A tipi yatırım fonlarına kıyasla daha başarılı olmuştur.



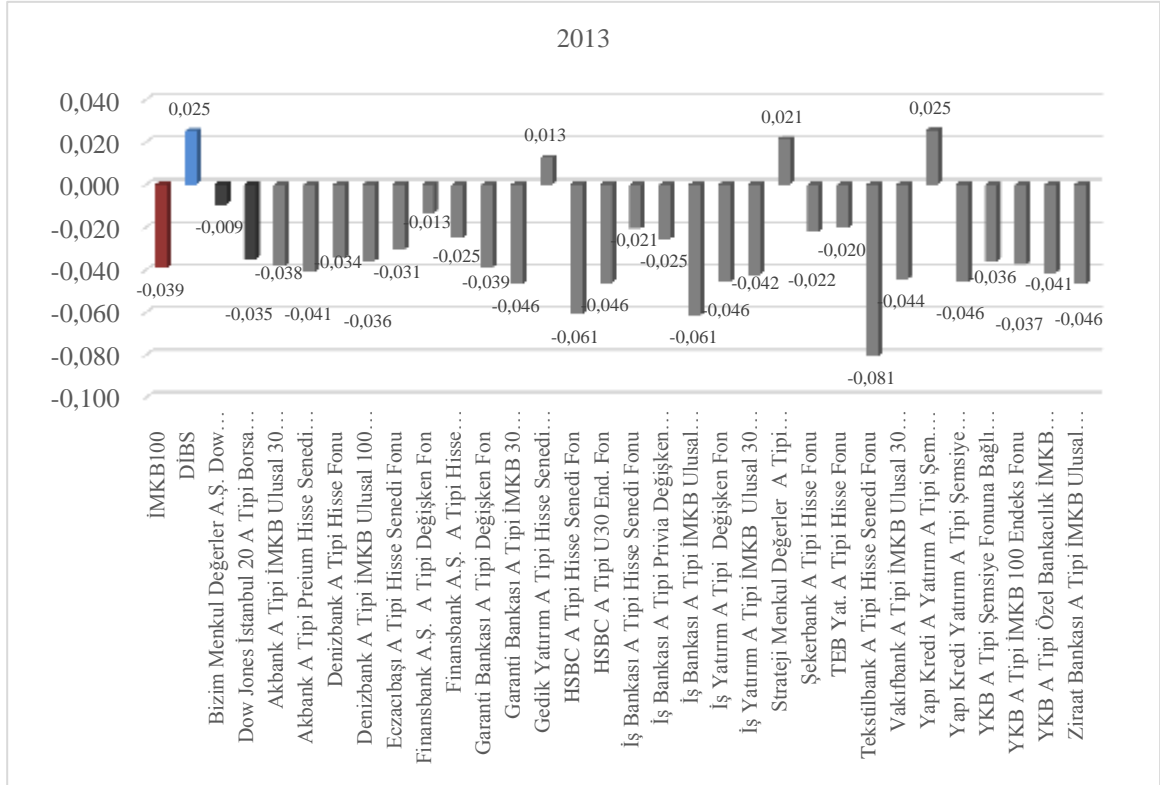
Grafik 15. 01.01.2012-31.12.2012 dönemi getiri karşılaştırması

Fon piyasası açısından son derece kötü geçen 2011 yılının ardından piyasa yeni bir toparlanma dönemine girmiş ve önceki yılda negatif getiri düzeyinde olan fonlarının tamamı salt getiri düzeyi açısından değerlendirildiğinde; risksiz getiri oranı göstergesi olan DİBS'in üzerinde getiri performansı göstermiştir. Çok sayıda A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun gösterge endeks olan İMKB 100'ün getiri düzeyinin üzerinde kaldığı gözlemlenirken; analize dahil edilen A tipi borsa yatırım fonlarından Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu gösterge endeksin altında bir getiri düzeyinde kalmış, Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) ise endeksin üzerinde getiri elde etmeyi başarmıştır.



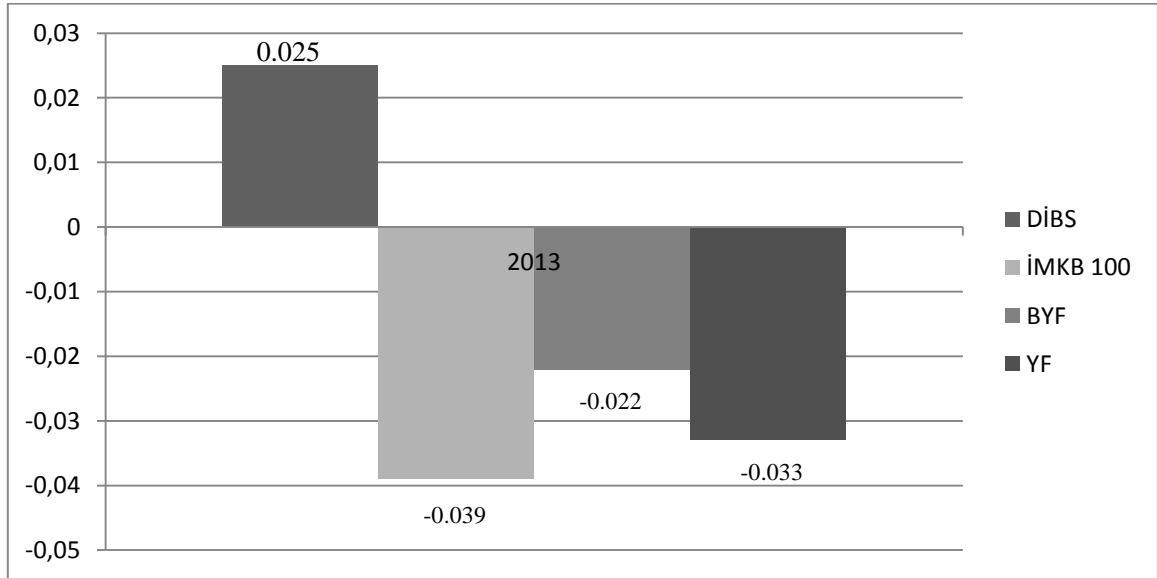
Grafik 16. 01.01.2012-31.12.2012 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

2012 yılında salt getiri düzeylerine grup performansları açısından bakıldığında, A tipi yatırım fonlarının borsa yatırım fonlarına kıyasla daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Öte yandan; yatırımcıya en yüksek getiriye İMKB sağlarken, DİBS görece en düşük getiri düzeyinde kalmıştır.



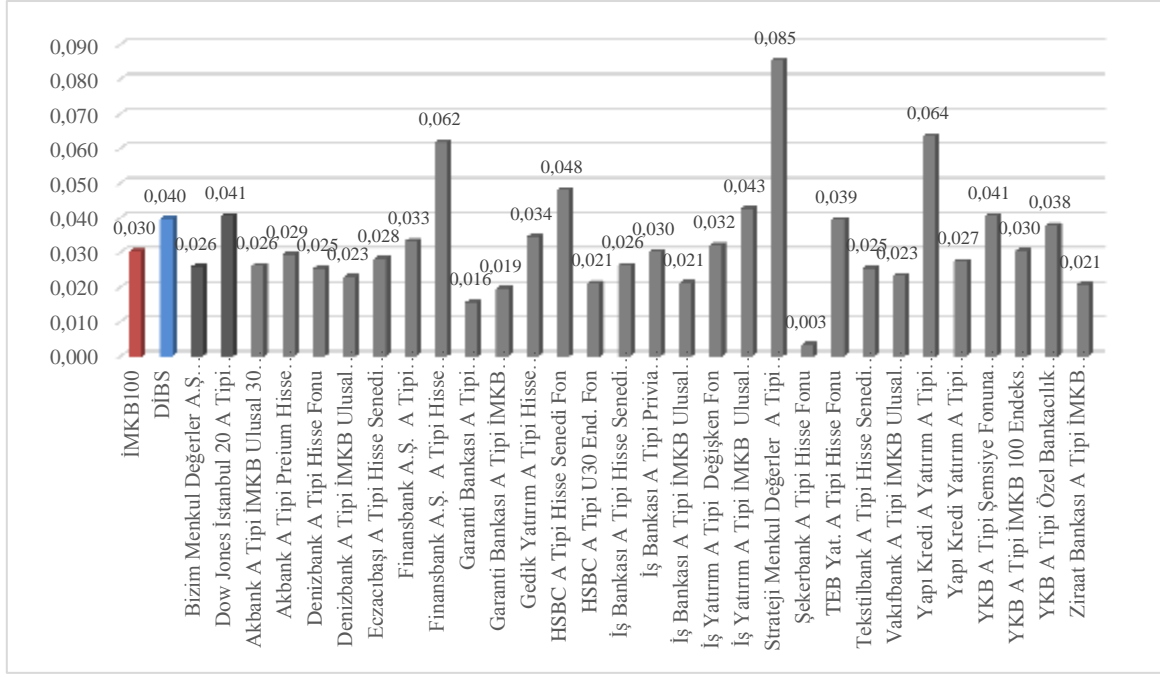
Grafik 17 01.01.2013-31.12.2013 dönemi getiri karşılaştırması

Fon piyasası 2013 yılında, başarılı geçen 2012 yılından sonra istisnalar dışında yeniden negatif getiri düzeylerine geri dönmüş ve başarısız bir yıl geçirmiştir. 2013 yılında risksiz getiri düzeyini temsil eden DİBS'in getiri düzeyi, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) dışındaki tüm yatırım fonları ve borsa yatırım fonları getiri düzeyinin üzerinde kalmış; Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) da yatırımcılarına DİBS getiri düzeyinin üzerinde değil ancak onun kadar getiri sunabilmiştir. 2013 yılı fon piyasaları için zor bir yıl olsa da 2008 ve 2011 yıllarına kıyasla daha az zararla atlatılmıştır. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarından yalnızca Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu ve Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) pozitif getiri düzeyinde kalmayı başarmışken; A tipi borsa yatırım fonlarının her ikisi de negatif getiri düzeyinde kalmıştır.



Grafik 18 01.01.2013-31.12.2013 dönemi grup bazlı getiri karşılaştırması

Fon bazında görülen genel negatif getiri düzeyleri, grup bazında değerlendirildiğinde net olarak karşımıza çıkmaktadır. 2013 yılında pozitif getiri düzeyinde olan tek değer DİBS iken, yatırımcıya en fazla kayıp yaşatan değer İMKB 100'e aittir. Borsa yatırım fonları yatırımcıya İMKB 100 ve A tipi yatırım fonlarından daha az kayıp yaşatmış, dolayısıyla görece daha başarılı bir yıl geçirmiştir.



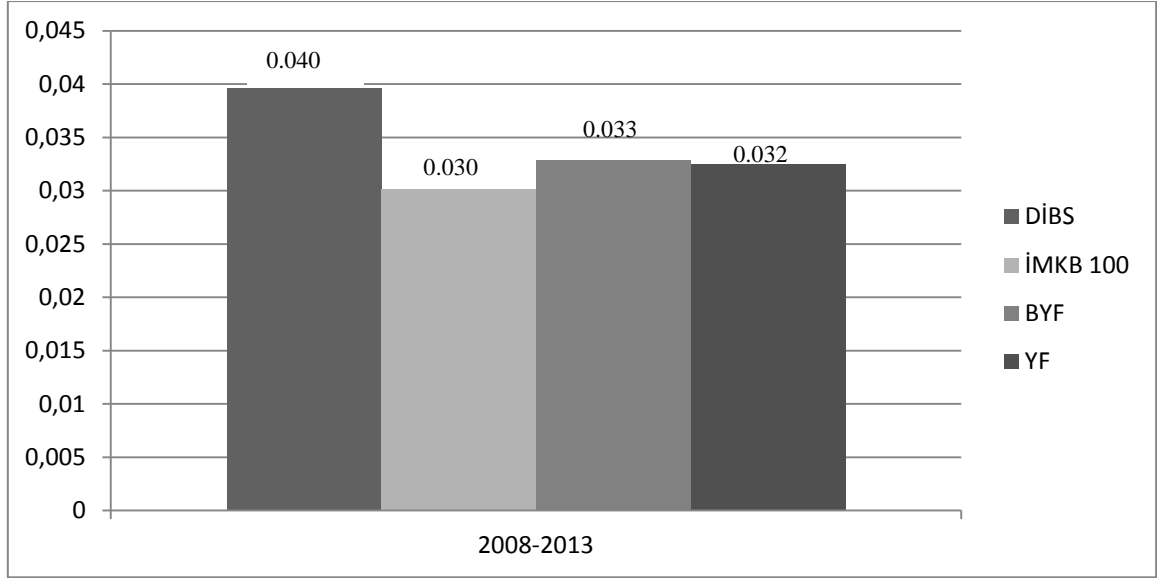
Grafik 19. A tipi yatırım ve borsa yatırım fonlarının 6 yıllık ortalama günlük getiri grafiği 01.01.2008-31.12.2013

Analize dahil edilen A tipi yatırım fonları ve A tipi borsa yatırım fonlarının 6 yıllık ortalama riske göre düzenlenmemiş getiri düzeyleri fon bazında özetlenmiştir. Gösterge endekse ve gösterge risksiz getiri düzeyine baktığımızda 6 yılın sonunda risksiz aracın 0.10'luk bir pozitif farka sahip olduğu görülmektedir. Buradan yola çıkarak; 6 yıllık period için gösterge değerler açısından katlanılan riskin ödülendiğini söylemek mümkündür.

Diğer taraftan, yalnızca riske göre düzenlenmemiş getiriler açısından bakıldığında, analize dahil edilen 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan yalnızca 6 adeti gösterge değerlerin getiri düzeylerinin üzerinde kalmayı başarmış, geri kalan 22 adeti her iki gösterge değer getiri düzeyinin de altında kalmıştır. Analize dahil edilen A tipi borsa yatırım fonları açısından bakıldığında ise, 2 adet borsa yatırım fonundan Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu gösterge değer getiri düzeylerinin üzerinde getiri elde etmeyi başarmışken, Bizim Menkul Değerler A.Ş. bu düzeyin oldukça altında kalmıştır.

Grafikte de görüldüğü üzere; 6 yıllık periodda gösterge endeks olan İMKB 100 0.030 getiri oranında kalırken; gösterge risksiz faiz oranı getirisini temsil eden DİBS 0.040 getiri oranlarıyla riske göre düzenlenmemiş getiri açısından daha yüksek performans göstermiştir. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının riske göre düzenlenmemiş getirilerine bakıldığında 0.085 lik oranla Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon en yüksek getiri oranına sahip A tipi yatırım fonu olarak karşımıza çıkarken A tipi borsa

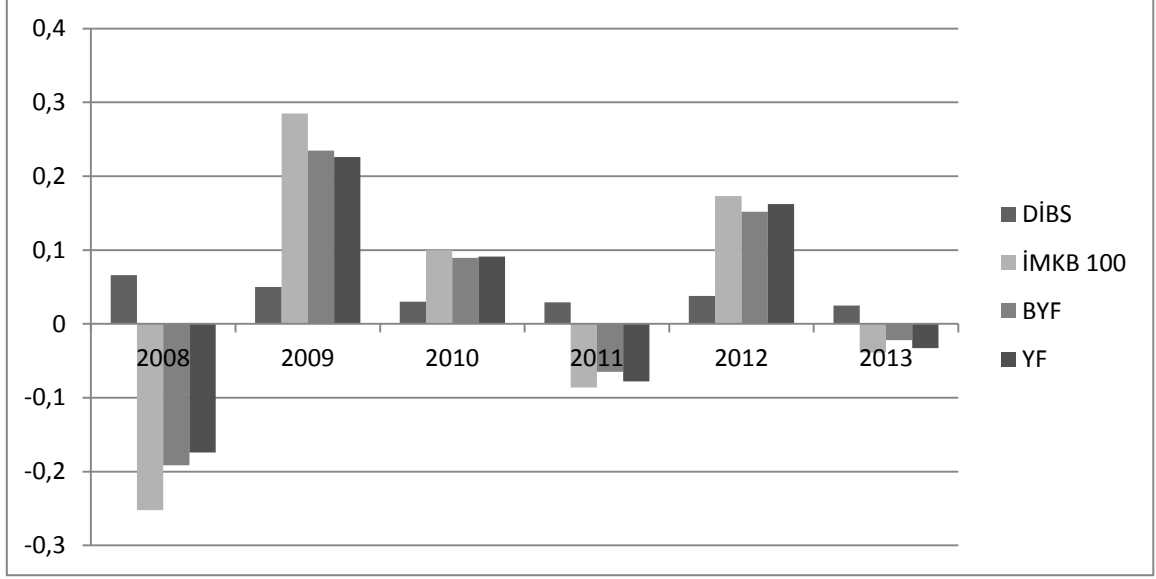
yatırım fonlarında en iyi salt getiri oranı 0.041 ile Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu'dur. Riske göre düzenlenmemiş getirilere göre en iyi performansı gösteren iki fon açısından değerlendirildiğinde A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarına göre yaklaşık 2 kat daha fazla getiri elde etme imkanı sunduğunu söylemek mümkündür.



Grafik 20. A tipi yatırım ve borsa yatırım fonlarının 6 yıllık grup bazlı ortalama günlük getiri grafiği 01.01.2008-31.12.2013

6 yıllık periyod bir bütün olarak değerlendirildiğinde ise borsa yatırım fonları ve yatırım fonlarının salt getiri açısından birbirine çok yakın performans gösterdiği grafikte açıkça görülmektedir. 6 yılın sonunda borsa yatırım fonları yatırımcıya 0.033 ortalama salt getiri elde ettirirken, A tipi yatırım fonları 0.032 düzeyinde bir getiri sunmuştur. Grup bazında, salt getiri açısından değerlendirildiğinde borsa yatırım fonlarının daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

6 yıllık sürecin yıl ve grup bazlı genel durumunun tek bir grafikte gösterilmesinin salt getiri düzeylerinin kıyaslaması açısından yararlı olacağı düşünüldüğünden; özet niteliğindeki grafiğe aşağıda yer verilmiştir.



Grafik 21. 2008-2013 yıl ve grup bazlı getiri

Yıllara göre bakıldığında, riskli araçlar açısından en başarılı yılın 2009 olduğunu söylemek mümkünken, aynı açıdan bakıldığında en başarısız yılın 2008 olduğu görülmektedir. Öte yandan, risksiz faiz oranının en yüksek olduğu yıl ise riskli yatırım araçları açısından en başarısız yıl olan 2008'dir.

1.5.1.1. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve a tipi borsa yatırım fonlarının toplam risk ölçümü (standart sapma σ)

Standart sapma genel olarak bir risk ifade birimidir. Riskin finansal açıdan beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark olduğunu düşünürsek, standart sapmanın da portföyün maruz kaldığı her tür risk unsurundan etkilenme derecesine bağlı olarak beklenen getiriden sapma derecesi olduğu düşünülebilir (Sarıaslan, 2008, s.309).

Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ile A tipi borsa yatırım fonlarına ait standart sapma değerleri en riskliden en risksize doğru aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 11. Analize dahil edilen fonlara ilişkin standart sapma değerleri

A Tipi Yatırım ve Borsa Yatırım Fonları	Std. Sapma
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	1.9632
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	1.8876
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	1.8639
İMKB100	1.8481
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	1.8445
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	1.8331
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	1.8239
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	1.8129
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	1.8123
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	1.8119
HSBC A Tipi U30 End. Fon	1.8062
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	1.7695
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	1.7558
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	1.6848
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	1.5783
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	1.5519
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	1.4921
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	1.4806
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	1.3850
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	1.3537
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	1.3446
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	1.3360
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	1.3214
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	1.3112
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	1.2412
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	1.2083
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	1.1740
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	1.1610
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	1.0542
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	1.0135
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.9625
DİBS	0.0476

Tablo 12. Grup bazlı standart sapma değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	2.729	2.512	1.929
2009	1.809	1.530	1.229
2010	1.464	1.252	1.088
2011	1.670	1.428	1.253
2012	1.065	0.910	0.849
2013	1.899	1.646	1.618
2008-2013	1.848	1.621	1.384

Tablo 11. de, 5 yıllık (1509 gün) dönem için 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve 2 adet A tipi borsa yatırım fonu bulunmaktadır.

Finansal yatırımlarda beklenti, yüksek riskin yüksek getiri ile ödülleneceği; kısacası risk ve getiri arasında doğru orantılı bir ilişkinin olduğu yönündedir. Bu öngörünün doğruluğu yukarıdaki sonuçlar doğrultusunda yorumlandığında oldukça farklı sonuçlarla karşılaşılmıştır.

Bu beklenti ışığında; 1.9632 değerindeki standart sapmasıyla en yüksek toplam riske sahip olan İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu'nun yatırımcıya en yüksek getiriyi sağlayan fon olması gerekirken; analize dahil edilen fonlara kıyasla ortalama toplam riske sahip olan Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon en yüksek ortalama getiri oranına sahip fon olmuştur. Gösterge değerlerden biri olan DİBS, 0.0476'lık bir standart sapmaya sahipken; 0.040'lık bir ortalama getiri oranına sahiptir. Öte yandan; diğer gösterge değer olan İMKB 100 endeksinin standart sapması 1.854'lük değerle DİBS'in standart sapmasından oldukça yüksekken; 0.040'lık ortalama getiri oranıyla DİBS'in üzerine çıkamamış, aynı getiri oranında kalmıştır. Dolayısıyla, beklentinin aksine; DİBS'e göre çok daha fazla riske katlanan İMKB 100 Endeksinin ortalama getiri oranı, DİBS'in altında kalmıştır. Katlanılan ekstra risk getiri oranına pozitif yansımamıştır.

Standart sapma değerleri incelendiğinde, 6 yıllık dönemde en yüksek riskin, 1.9632 değerle; İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu olduğu görülmektedir. Ardından İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu ve analize dahil edilen iki borsa yatırım fonundan biri olan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un olduğu görülmektedir. Beklenen getiriden en büyük sapmayı bu üç fon göstermiştir.

Diğer taraftan sırasıyla; Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Şekerbank A Tipi Hisse Fonu ve İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu toplam risk açısından değerlendirildiğinde en düşük riske sahip üç fon olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grup bazında bakıldığında ise, Tablo 12.'de de görüldüğü üzere; 6 yıllık süreçte hem yıllık olarak hem de toplam süreçte A tipi borsa yatırım fonları da yatırım fonları da toplam pazar riskini temsil eden İMKB 100 'ün risk düzeyinin altında kalmıştır. İki yatırım aracı kıyaslandığında ise, A tipi borsa yatırım fonlarının standart sapma değerinin, her bir yıl ve toplam 6 yıllık ortalama olarak A tipi yatırım fonlarının üzerinde olduğu görülmektedir. Bu noktadan çıkarak, analiz sürecinde A tipi borsa yatırım

fonlarının toplam risk düzeyi A tipi yatırım fonlarının toplam risk düzeyinden daha yüksektir.

Bu risk düzeyleri her bir portföyün maruz kaldığı sistemik ve sistemik olmayan risklerin toplamını ifade etmekte ve portföy performansı ölçümünde toplam riski baz alan Sharpe, T² ve Sortino yöntemlerinde kullanılmaktadır.

1.5.1.2. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonlarının sistemik risk ölçümü (beta β)

Beta, portföyün maruz kaldığı ve önlenemeyen risk olarak da bilinen sistemik riski ölçen bir risk ölçüm birimidir. Beta, menkul kıymetlerin getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçmekte kullanılan bir risk ölçütüdür. Piyasa getirisi işlem gören tüm menkul kıymetlerden oluşan piyasa portföyünün getirisini ifade etmektedir. Beta katsayısı yüksek varlıkların riski, beta katsayısı düşük varlıkların riskinden daha fazla olmaktadır. Beta=1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endeksi ile aynı, beta>1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endeksinden daha fazla, beta<1 ise, portföyün değişkenliği piyasa endeksinden daha az demektir. (Memiş, 2014, s. 120)

Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ile A tipi borsa yatırım fonlarına ait beta en riskliden en risksize doğru aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 13. Analize dahil edilen fonlara ilişkin beta değerleri

A Tipi Yatırım ve Borsa Yatırım Fonları	Beta (β)
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.9877
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Dım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	0.6979
İMKB100	0.0000
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0498
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0481
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	0.0480
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	0.0473
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	0.0471
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0463
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	0.0463
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	0.0456
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	0.0447
HSBC A Tipi U30 End. Fon	0.0445
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0437
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	0.0419
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0376
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	0.0374
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0.0356
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0351
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0329
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0316
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	0.0313
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0303
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	0.0241
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	0.0231
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	0.0227
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	0.0219
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0185
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	0.0094
DİBS	0.0065
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.0030
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0200

Tablo 14. Grup bazlı beta değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	0.000	0.884	0.089
2009	0.000	0.810	0.026
2010	0.000	0.817	-0.006
2011	0.000	0.827	0.017
2012	0.000	0.803	-0.009
2013	0.000	0.830	-0.065
2008-2013	0.000	0.843	0.033

Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonu ve A tipi borsa yatırım fonunun tamamı piyasa endeksinden daha küçük değişkenlik göstermiş olmakla birlikte, diğerlerine göre riski daha yüksek görünen üç fon sırasıyla; Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) , Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow

Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ve İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu'dur. Analize dahil edilen her iki borsa yatırım fonu da piyasa endeksine yakın bir değişkenlik düzeyi sergilemiştir.

Diğer taraftan, piyasa endeksinden en çok uzaklaşan ve diğerlerine kıyasla en düşük beta değerine sahip olan üç fon ise sırasıyla; Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu, İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu ve Akbank A Tipi Premium Hisse Senedi Fonu'dur.

Tablo 14.'de yer alan grup bazlı beta değerleri incelendiğinde ise, sistematik olmayan riski en yüksek olan yatırım aracının A tipi borsa yatırım fonları olduğu görülmektedir. A tipi yatırım fonları, 6 yıl boyunca sistematik piyasa riski düzeyiyle yakın seyretmiş, dönem bitiminde ise sistematik risk ortalaması hem sistematik piyasa riskinin hem de borsa yatırım fonu riskinin altında kalmıştır.

Bu risk düzeyleri her bir portföyün maruz kaldığı sistematik olmayan riski ifade etmekte ve portföy performansı ölçümünde sistematik riski baz alan Treynor, M^2 , Jensen ve değerlendirme oranı yöntemlerinde kullanılmaktadır.

1.5.2. Toplam riski baz alan performans analiz yöntemlerine göre performans ölçüm sonuçları

Çalışmada yer alan fonların performansları değerlendirilirken başarı ölçütü olarak 2 ayrı kriterin aynı anda sağlanması beklenmiştir. Bunlardan ilki fonun performans ölçüm değerinin pozitif olması, ikincisi; gösterge endeks performansından daha yüksek bir değer almış olmasıdır. Toplam riski baz alan Sharpe, M^2 , ve Sortino yöntemlerine göre analiz edilen 28 adet A tipi yatırım fonu ve 2 adet A tipi borsa yatırım fonu ile iki yatırım aracından oluşan gruplara ait analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

1.5.2.1. Sharpe Oranı'na Göre Analiz Sonuçları

Sharpe'in portföy performansını ölçmek için kullandığı, toplam riski baz alan performans analiz tekniğine göre analiz edilen gösterge endekse, A tipi yatırım fonlarına ve A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar aşağıda yer alan tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 15. Sharpe Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	Sharpe
İMKB100	-0.0050
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.0476
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0183
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0143
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0046
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0015
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0007
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0005
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	-0.0001
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0010
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0039
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.0048
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.0054
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.0065
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0067
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.0075
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.0085
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0086
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-0.0090
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0093
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0093
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.0094
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.0095
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0099
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.0103
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0105
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0110
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0115
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0122
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.0162
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0358

Tablo 16. Grup bazlı Sharpe değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.117	-0.103	-0.125
2009	0.130	0.121	0.143
2010	0.048	0.048	0.057
2011	-0.069	-0.066	-0.085
2012	0.127	0.126	0.147
2013	-0.034	-0.029	-0.035
2008-2013	0.005	0.004	0.005

Sharpe oranı performans ölçütüne göre, birden fazla portföy karşılaştırılırken; Sharpe oranı daha büyük olan daha başarılı kabul edilir. Bu bilgi ışığında; 01.01.2008-31.12.2013 tarihleri arasındaki günlük getiri verileriyle yapılan çalışmadan çıkan sonuçlar; analize dahil edilen her bir fon için gösterilmiştir. Tabloda da görüleceği üzere; Sharpe performans analiz tekniğine göre; Strateji Menkul Değerler A Tipi Yatırım Fonu, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) ve Finansbank A Tipi Hisse Senedi Fon en başarılı üç fon olarak karşımıza çıkarken, Şekerbank A Tipi Hisse Fonu, Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon ve Denizbank A Tipi Hisse Fonu ise en başarısız üç performansı göstermektedir. Sharpe performans ölçütüne göre analiz edilen 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan 10 adeti piyasa performansı göstergesi olan İMKB 100 endeksi performansının (-0.0050) üzerinde performans göstererek gösterge endekse kıyasla daha başarılı olmuşken; geri kalan 18 adet A tipi yatırım fonu ise gösterge endeksin altında bir performans göstererek endekse kıyasla başarısız olmuştur. Öte yandan; gösterge endeksin Sharpe değeri negatiftir. Dolayısıyla yatırım fonlarının başarısını genel anlamda değerlendirirken yalnızca gösterge endeks değeriyle kıyaslamak bizi doğru bir sonuca ulaştırmayacaktır. Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının başarısı Sharpe Oranı prensibine göre elde edilen oranın büyüklüğüyle ilişkilidir. Dolayısıyla genel bu prensipten yola çıkarak pozitif değer alan 6 adet (Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon), Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon, İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu, YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon) A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Analize dahil edilen 2 adet A tipi borsa yatırım fonundan biri olan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 0.0005'lik değerle gösterge endeksin üzerinde bir performans göstermişken; bir diğer borsa yatırım fonu olan Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones

Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu -0.0093'lük değerle, gösterge endeksin altında bir performans göstererek endekse kıyasla başarsız olmuştur. Genel başarı düzeyine baktığımızda da Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu pozitif değeriyle başarılı, Bizim Menkul Değerler A.ř. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ise negatif değeriyle başarsız olarak değerlendirilebilir.

Grup bazlı sonuçlara bakıldığında ise, 6 yıllık dönem sonunda; A tipi borsa yatırım fonları 0.004'lük değeriyle hem gösterge endeks performansının hem de A tipi yatırım fonlarının altında kalırken, A tipi yatırım fonları 0.005'lik değerle gösterge endeks Sharpe Performansına eşit performans göstermiştir. Sharpe oranı açısından bakıldığında, 6 yıllık dönemde; A tipi yatırım fonları A tipi borsa yatırım fonlarına göre daha iyi performans göstermiştir.

1.5.2.2. M² performans analizi sonuçları

Toplam riski baz alan bir başka teknik olan M² performans analiz tekniğine göre analiz edilen gösterge endekse, A tipi yatırım fonlarına ve A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar aşağıda yer alan tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 17. M² Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	M²
İMKB100	0.0303
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.1277
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0734
Finansbank A.Ş A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0660
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0480
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0425
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0409
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0405
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	0.0394
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	0.0377
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0324
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	0.0308
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	0.0296
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	0.0276
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	0.0271
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0258
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	0.0239
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0237
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	0.0230
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	0.0225
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	0.0225
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	0.0223
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	0.0220
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0213
HSBC A Tipi U30 End. Fon	0.0206
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	0.0202
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	0.0193
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0184
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	0.0171
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	0.0096
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0266

Tablo 18. Grup bazlı M^2 değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.252	-0.214	-0.274
2009	0.285	0.268	0.309
2010	0.100	0.100	0.113
2011	-0.086	-0.081	-0.113
2012	0.173	0.172	0.194
2013	-0.039	-0.030	-0.042
2008-2013	0.030	0.032	0.030

Portföyün performansını ölçerken, portföye risksiz varlık eklendiğini varsayarak risk eşitlemesi yoluyla getiri ölçümü yapan bir yöntem olan M^2 performans ölçütünün sonuçları en başarılı ve en başarısız fonlar açısından Sharpe Oranı ile paraleldir. Piyasa performansını temsil eden İMKB 100 Endeksi M^2 performans ölçütü 0.0303 olarak gerçekleşmiş ve yine Sharpe oranı performans ölçütü sonuçlarıyla paralel olarak 10 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu piyasa performans göstergesi olan İMKB 100 endeksi M^2 değerinin üzerinde kalırken, geri kalan 18 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu İMKB 100 M^2 değerinin altında kalmıştır. Çalışmada yapılan analizler sonucu elde edilen fon performanslarının başarılı sayılabilmesi pozitiflik ve gösterge endekse göre durum olmak üzere iki farklı değişkene bağlandığından her iki kriteri de tutturana söz konusu 10 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu başarılı olarak değerlendirilmiştir. Öte yandan genel değerlendirme kriterleri göz önünde bulundurulduğunda, Sharpe oranı sonuçlarında da olduğu gibi pozitif değer alan A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarını gösterge endeksin altında değerler almaları nedeniyle başarısız olarak değerlendirilmemeleri gerektiği de düşünülebilir. Genel değerlendirme koşullarında, söz konusu fonların İMKB 100'e kıyasla daha düşük performans gösterse de pozitif değer aldıklarından başarılı olarak değerlendirilebilecekleri yönünde bir yorum yapmak da mümkündür. Pozitif M^2 değeri alan toplam A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu sayısı toplam 27 adetken, yalnızca Şekerbank A Tipi Hisse Fonu negatif değer almıştır.

M^2 performans ölçütü sonuçlarına göre en başarılı 3 fon; 0.1277'lik değerle Strateji Menkul Değerler A Tipi Yatırım Fonu, 0.0734'lik değerle Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) ve 0.0660'lik değerle Finansbank A Tipi Hisse Senedi Fon'dur. En başarısız fon sıralaması da Sharpe ile paralel olarak; -0.0266'lik

değerle Şekerbank A Tipi Hisse Fonu; 0.0096'lik değerle Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon ve 0.0171'lik değerle Denizbank A Tipi Hisse Fonu şeklinde oluşmuştur. Analize dahil edilen 2 adet A tipi borsa yatırım fonuna bakıldığında, Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un 0.0405'lik değerle piyasa performansını temsil eden İMKB 100 Endeksinin üzerinde bir M^2 değeri olarak gösterge endekse göre daha iyi performans gösterdiği, Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun ise 0.0225'lik değerle İMKB 100 performansının altında kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada belirlenen kriterler ışığında; yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un başarılı olduğu söylenebilir. A tipi borsa yatırım fonlarına aldıkları değerlerin pozitif-negatif olmaları açısından bakıldığında ise her iki borsa yatırım fonunun da pozitif değer aldığı görülmüştür. Bu açıdan değerlendirildiklerinde, M^2 performans ölçütü açısından her iki borsa yatırım fonun da başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Grup bazlı sonuçlara bakıldığında ise, 6 yıllık dönem sonunda; A tipi borsa yatırım fonları 0.032'lik değeriyle hem gösterge endeks performansının hem de A tipi yatırım fonlarının üzerinde kalırken, A tipi yatırım fonları 0.030'lik değerle gösterge endeks M^2 Performansına eşit performans göstermiştir. M^2 Performans Ölçütü açısından bakıldığında, 6 yıllık dönemde; A tipi borsa yatırım fonları A tipi yatırım fonlarına göre daha iyi performans göstermiş, bir başka deyişle daha başarılı olmuştur.

1.5.2.3. Sortino Oranı Analiz Sonuçları

Toplam riski baz alan ve Sharpe tekniğinin aksine performans ölçüm formülünü getirisinin asimetric dağıldığını kabul ederek düzenleyen Sortino performans analiz tekniğine göre analiz edilen A tipi yatırım fonlarına ve A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar aşağıda yer alan tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 19. Sortino Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	Sortino
İMKB100	-0.0069
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.0624
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0223
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0200
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0062
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0022
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0010
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0007
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	-0.0001
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0014
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0047
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.0063
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.0075
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.0086
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0096
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.0106
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.0112
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0113
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-0.0118
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0121
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0132
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.0133
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0135
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.0136
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0146
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.0146
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0149
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0156
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0161
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.0219
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0448

Tablo 20. Grup bazlı Sortino değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.184	-0.165	-0.189
2009	0.205	0.192	0.236
2010	0.065	0.059	0.076
2011	-0.092	-0.086	-0.109
2012	0.229	0.233	0.300
2013	-0.043	-0.037	-0.045
2008-2013	-0.007	-0.005	-0.007

Sortino performans ölçüm tekniğine göre analiz edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar, toplam riski baz alan diğer yöntemlerden elde edilen sonuçlara benzer sonuçlar göstermektedir. Sortino Oranı analiz sonuçları, en iyi ve en kötü performansa sahip fonlar açısından diğer iki yöntemle paralel sonuçlar vermiştir. Analize dahil edilen diğer A tipi hisse senedi yoğun yatırım fonlarına kıyasla en başarılı üç fon sırasıyla; Strateji Menkul Değerler A Tipi Yatırım Fonu, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) ve Finansbank A Tipi Hisse Senedi Fonu'dur. Katlandığı ekstra riske rağmen piyasaya göre daha az getiri elde ederek başarısız olan, aynı zamanda analize dahil edilen diğer fonlarla kıyaslandığında da daha kötü performans gösteren üç fon ise sırasıyla; Denizbank A Tipi Hisse Fonu, Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon ve Şekerbank A Tipi Hisse Fonu'dur. Analize dahil edilen toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan toplam 10 adeti piyasa performans göstergesi olan İMKB 100 endeksi Sortino değerinin üzerinde kalırken, geri kalan 18 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu İMKB 100 Sortino değerinin altında kalmıştır.

Öte yandan, toplam riski baz alan diğer analiz yöntemleri sonuçlarında da olduğu gibi İMKB 100 Sortino değerine kıyasla yapılan değerlendirme önemli olmakla birlikte yeterli değildir. Sortino yöntemine göre İMKB 100 Sortino değeri negatiftir. Ancak bir fonun başarılı olduğunu söyleyebilmek için pozitifliğinin de göz önünde bulundurulması gerekir. Bu noktadan çıkışla pozitif değer alan ve İMKB 100 Endeksi Sortino değerinin üzerinde olan A tipi hisse senedi ağırlıklı fonlar toplam 5 adet olup, söz konusu fonlar; Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon), Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu, HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon, İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu ve YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon'dur ve bu fonlar başarılı olarak değerlendirilmektedir.

A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin analiz sonuçları da Sharpe analiz yöntemine göre elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Analize dahil edilen 2 adet A tipi borsa yatırım fonundan biri olan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu piyasa performansına çok yakın olmakla birlikte; küçük bir miktar üzerinde getiri elde etmeyi başarırken; Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu, piyasa getirisinin altında bir performans göstererek başarısız olmuştur.

Sortino Oranı, Sharpe Oranı'nın zayıf noktalarını güçlendirecek değişiklikler yaparak elde edilmiş bir yöntem olmakla birlikte; iki analiz yöntemine göre elde edilen sonuçların bu denli paralel olması, Sortino yönteminin Sharp yöntemini temel aldığı ve getirinin asimetric dağıldığı varsayımıyla inşa ettiği gerçeğini doğrular niteliktedir.

Grup bazlı sonuçlara bakıldığında ise, 6 yıllık dönem sonunda gösterge endeks değeri dahil tüm performans değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. A tipi borsa yatırım fonları -0.005'lik değeriyle hem gösterge endeks performansının hem de A tipi yatırım fonlarının üzerinde kalırken, A tipi yatırım fonları -0.007'lik değerle gösterge endeks Sortino Oranına eşit performans göstermiştir. Sortino Oranı açısından, 6 yıllık dönemde; A tipi borsa yatırım fonları A tipi yatırım fonlarına göre daha iyi performans göstermiş olmakla birlikte, aldıkları değerler negatif olduğundan her iki yatırım aracını da başarılı olarak nitelendirmek mümkün değildir.

1.5.3. Sistemik riski baz alan performans analiz yöntemlerine göre performans ölçüm sonuçları

Sistemik riski baz alan Treynor, T^2 , Jensen ve değerlendirme oranı yöntemlerine göre analiz edilen 28 adet A tipi yatırım fonu ve 2 adet A tipi borsa yatırım fonu ile iki yatırım aracından oluşan gruplara ait analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

1.5.3.1. Treynor performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları

Treynor performans ölçütü betayı yani yalnızca sistemik riski dikkate alan temel performans ölçüm tekniğidir. Bu tekniğe göre performans ölçümleri yapılan A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ile borsa yatırım fonlarına ait sonuçların gösterildiği tablo aşağıdaki gibidir.

Tablo 21. Treynor Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	Treynor
İMKB100	-0.0668
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	15.3418
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	0.8181
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.7591
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.6314
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.1748
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0585
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0257
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0009
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	-0.0051
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0198
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0392
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.1181
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.1800
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.2045
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.2546
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.2914
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.3329
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.3480
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.3909
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.3999
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.4109
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.4167
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.4412
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.4415
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.4692
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.6185
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.6425
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.7684
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-1.0040
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-1.5080

Tablo 22. Grup bazlı Treynor değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.357	-0.292	-2.718
2009	2.610	0.228	6.887
2010	4.619	0.073	-9.688
2011	4.019	-0.113	-6.116
2012	-7.072	0.142	-13.317
2013	0.218	-0.057	0.890
2008-2013	-0.067	-0.008	-0.209

Betayı, dolayısıyla yalnızca sistematik riski dikkate alan en temel performans ölçütü olan Treynor'a göre bulunan sonuçlar, getiriyi toplam riske göre düzenleyen performans ölçütleri ile benzerlikler göstermekle birlikte performans sıralaması açısından farklı sonuçlar da getirmiştir. Diğer performans ölçüm tekniklerinin sonuçlarında da gözlenen durumla paralel olarak; Strateji Menkul Değerler A Tipi Yatırım Fonu ve Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) en birinci ve üçüncü başarılı fon iken, diğer tekniklerde performans sıralamasında alt sıralarda kalan Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu en başarılı ikinci fon olarak karşımıza çıkmaktadır. Treynor performans ölçütüne göre en başarısız üç fon ise; Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu, İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu, Şekerbank A Tipi Hisse Fonu olmuştur. Analize dahil edilen toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan 9 adeti gösterge endeks olan İMKB 100 Treynor değerinin üzerinde performans göstermişken, 19 adeti gösterge endeks değerinin altında bir performans göstermiştir.

A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının gösterge endeks performans değerine göre sonuçları önemli olmakla birlikte, fonun başarılı ya da başarısız olarak değerlendirilmesi açısından yeterli değildir. Toplam riski baz alan performans ölçüm teknikleri kullanılarak elde edilen sonuçların yorumlanmasında da olduğu gibi, fonların başarı durumlarına pozitiflik-negatiflik açısından da bakmak daha doğru bir sonuç elde etmemizi sağlayacaktır. Bu noktadan hareketle, Treynor performans ölçütü sonuçlarına göre; 7 adet A tipi borsa yatırım fonu gösterge endeks performans değerinin üzerinde yer almakla birlikte pozitif değer almıştır. Dolayısıyla, 7 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Aynı değerlendirmeye A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonları açısından baktığımızda ise, analize dahil edilen her iki borsa yatırım fonu performans değerinin de gösterge endeks performans değeri üzerinde kaldığı görülmektedir. Öte yandan söz

konusu 2 borsa yatırım fonundan yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) pozitif değer almıştır. Dolayısıyla, her iki kriter açısından da bakıldığında; ancak Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) başarılı olarak değerlendirilmiştir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu gösterge endeks performansına kıyasla daha iyi bir performans göstermiş olmakla birlikte, negatif bir değer almış ve başarılı olarak değerlendirilmemiştir.

Grup bazlı sonuçlara bakıldığında ise, 6 yıllık dönem sonunda gösterge endeks değeri dahil tüm performans değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. A tipi yatırım fonları -0.209'luk değeriyle hem gösterge endeks performansının hem de A tipi yatırım fonlarının altında kalırken, A tipi borsa yatırım fonları -0.008, gösterge endeks -0.067'lik Treynor değeri almıştır. Treynor Oranı açısından, 6 yıllık dönemde; A tipi borsa yatırım fonları A tipi yatırım fonlarına göre daha iyi performans göstermiş olmakla birlikte, aldıkları değerler negatif olduğundan her iki yatırım aracını da başarılı olarak nitelendirmek mümkün değildir.

1.5.3.2. T² Performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları

Sistemik riski baz alan bir başka teknik olan T² performans analiz tekniğine göre analiz edilen A tipi yatırım fonlarına ve A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar aşağıda yer alan tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 23. T² Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	T ²
İMKB100	-0.0575
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	15.3511
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	0.8274
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.7683
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.6407
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.1841
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0678
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0350
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0102
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	0.0042
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0105
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0299
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.1088
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.1708
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.1952
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.2453
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.2822
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.3236
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.3388
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.3816
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.3906
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.4016
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.4074
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.4319
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.4322
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.4599
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.6092
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.6332
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.7591
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-0.9947
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-1.4987

Tablo 24. Grup bazlı T² Değerleri

Yıllık	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.039	0.027	-2.400
2009	2.375	-0.007	6.651
2010	4.133	0.001	-6.002
2011	4.549	0.003	-9.758
2012	-7.207	0.008	-13.452
2013	0.282	0.007	0.954
2008-2013	-0.058	0.002	-0.200

Tablo 14’de de görüldüğü üzere, T² performans ölçümü sonuçları, Treynor Performans kriteri sonuçlarıyla ciddi paralellik göstermekle birlikte; en başarılı ve en başarısız A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları açısından birebir benzerlik göstermektedir. T² performans ölçütü sonuçlarına göre de en başarılı 3 fon Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu ve Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) olurken; en başarısız 3 fon da Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu, İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu ve Şekerbank A Tipi Hisse Fonu olarak gerçekleşmiştir.

Öte yandan, 9 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu gösterge endeks olan İMKB 100 T² değerinin üzerinde bir değer alarak gösterge endekse kıyasla daha iyi bir performans göstermişken; geri kalan 19 adet yatırım fonu söz konusu gösterge endeks performans değerinin altında değer almıştır.

Aynı fonlar pozitiflik- negatiflik açısından değerlendirildiğinde ise; 8 adetinin gösterge endeks performans değerinin üzerinde olmakla birlikte; pozitif değer aldığı, dolayısıyla başarılı olarak adlandırıldığı görülürken, kalan 20 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun başarılı olarak adlandırılmayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı kriterlere A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonları açısından bakıldığında ise; analize dahil edilen her iki borsa yatırım fonunun da gösterge endeks performans değerinin üzerinde değerler alarak söz konusu endekse göre daha başarılı bir performans gösterdikleri sonucuna ulaşılrken; yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)’nun pozitif değer aldığı göz önünde bulundurularak yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)’un başarılı olduğunu söylemek mümkündür.

Grup bazlı bakıldığında ise, performans sıralamasının Treynor sonuçlarıyla paralel olduğunu söylemek mümkündür. 6 yıllık period sonunda A tipi yatırım fonları -0.200 ‘lik

değerle hem gösterge endeks hem de A tipi borsa yatırım fonlarına kıyasla oldukça düşük bir performans gösterirken, gösterge endeks -0.058 değer almıştır. T² Performans Ölçütü sonuçlarının Treynor Oranı sonuçlarından en önemli farkı, A tipi borsa yatırım fonlarının 0.002'lik pozitif değer almasıdır. Sonuç olarak, T² Performans Ölçütüne göre A tipi borsa yatırım fonları hem A tipi yatırım fonlarına göre daha iyi performans göstermiş hem de 6 yıllık period sonunda başarılı olmuştur.

1.5.3.3. Jensen performans ölçüm tekniğine göre analiz sonuçları

Sistemik riski baz almasının yanı sıra, α katsayısı hesaplaması yaparak portföy yöneticisinin başarısına ilişkin sonuç veren Jensen performans analiz tekniğine göre analiz edilen A tipi yatırım fonlarına ve A tipi borsa yatırım fonlarına ilişkin sonuçlar aşağıda yer alan tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 25. Jensen Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	Jensen
İMKB100	-0.0080
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.0459
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0243
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0225
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0101
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0089
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0034
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0013
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	0.0001
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0014
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0048
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.0061
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0073
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.0074
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.0087
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-0.0094
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.0101
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0112
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0118
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.0131
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0131
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0140
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0141
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.0164
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0166
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.0180
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.0181
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0186
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0197
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.0237
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0361

Tablo 26. Grup bazlı Jensen değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.035	0.024	-0.212
2009	0.214	-0.006	0.170
2010	0.069	0.003	0.062
2011	-0.118	0.001	-0.104
2012	0.137	0.006	0.126
2013	-0.083	0.006	-0.062
2008-2013	-0.008	0.001	-0.007

Jensen performans ölçütü, portföyün başarısını grupta yer alan diğer fonlara göre değil, gösterge endeksin performansına göre değerlendirir. Öte yandan, fonun Jensen değerinin negatif olması; gösterge endeks değerinin üzerinde bir performans da elde etmiş olsa, başarısız sayılmasını gerektirir.

Jensen performans ölçütü sonuçları, sistematik olmayan riski baz alan diğer ölçüm teknikleri sonuçları ile kıyaslandığında farklılıklar görülmekle birlikte; en yüksek ve en düşük performansa sahip fonlar açısından bakıldığında birebir paralel sonuç verdiği gözlenmektedir. Ancak, Jensen; portföy performansını; portföy yöneticisinin seçme yeteneği açısından ele almaktadır. Analiz sonuçlarının ise grup içinde herhangi bir anlamı yoktur. Anlamlı bir sonuç elde edilmesi için fonların performans sonuçlarının, gösterge endeks Jensen değeri ile kıyaslanmalıdır.

Jensen performans ölçüm tekniğine göre hem gösterge endeksle kıyaslandığında hem de pozitiflik açısından en yüksek değeri alan üç fon; Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) ve Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu'dur. Aynı tekniğe göre en düşük değeri alan üç fon ise; Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu, Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon ve Şekerbank A Tipi Hisse Fonu'dur. Jensen Performans Ölçüm Tekniği'ne göre, toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan 11 adeti gösterge endeks olan İMKB 100'ün üzerinde performans gösterirken, 17 adeti gösterge endeksin altında performans göstermiştir. Ancak sadece 7 adeti pozitif değer almıştır. Jensen Prensipli gereği bu fonları değerlendirirken, birinin diğerine göre durumundan söz etmek mümkün değildir. Sonuç olarak, toplam 7 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu başarılı olmuştur.

Aynı prensibe göre; geri kalan 21 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun başarısız olduğu gözlenmiş olup, başarısızlık düzeylerinin birbiriyle kıyaslanması mümkün değildir.

Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarına bakıldığında ise; her iki borsa yatırım fonunun da gösterge endekse göre daha iyi performans gösterdiği görülmekle birlikte, yalnızca pozitif değer alan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un başarılı sayılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Grup bazında bakıldığında ise, gösterge endeksin -0.008'lik değer aldığı görülmektedir. Jensen prensibine göre iki grubun birbirine göre durumu anlam ifade etmemektedir. Bu nedenle grup performansları gösterge endeks değeri ile kıyaslanmalıdır. Bu açıdan bakıldığında, hem A tipi yatırım fonları hem de borsa yatırım fonları gösterge endeks Jensen değerinin üzerinde yer alsa da A tipi yatırım fonları -0.007'lik negatif değer aldığından başarılı sayılması mümkün değildir. Bu nedenle, Jensen sonuçlarına göre yalnızca 0.001 değer alan A tipi borsa yatırım fonları başarılı olmuştur.

1.5.3.4. Değerleme Oranı

Jensen Performans Ölçütü baz alınarak geliştirilen ve fonun sistematik olmayan riskinin karekökünü bir düzeltme birimi olarak kullanmasıyla sistematik riski baz alan diğer ölçütlerden ayrılan Değerleme Oranı yöntemine göre gerçekleştirilen analize ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibidir.

Tablo 27. Değerleme Oranı Yöntemi analiz sonuçları

Gösterge Endeks ve Fonlar	Değerleme Oranı
İMKB 100	-0.0043
Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon	0.0477
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)	0.0185
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu	0.0145
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0.0054
HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon	0.0048
İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	0.0018
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon	0.0009
TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu	0.0001
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0008
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0036
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon	-0.0045
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-0.0049
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu	-0.0052
İş Yatırım A Tipi Değişken Fon	-0.0063
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0065
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	-0.0072
Akbank A Tipi Preium Hisse Senedi Fonu	-0.0083
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0083
İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	-0.0089
İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu	-0.0092
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu	-0.0093
Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0094
İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0097
HSBC A Tipi U30 End. Fon	-0.0100
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu	-0.0103
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu	-0.0107
Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu	-0.0113
Denizbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0120
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon	-0.0160
Şekerbank A Tipi Hisse Fonu	-0.0356

Tablo 28. Grup bazlı Değerleme Oranı değerleri

Yıllar	İMKB 100	BYF	YF
2008	-0.013	0.009	-0.110
2009	0.118	-0.004	0.139
2010	0.047	0.002	0.057
2011	-0.070	0.001	-0.083
2012	0.129	0.007	0.148
2013	-0.044	0.004	-0.038
2008-2013	-0.004	0.001	-0.005

Değerleme Oranı Performans Ölçütü, Jensen temelli bir performans ölçüm tekniği olup; portföy başarısını gösterge endeksin performansına göre değerlendirirken diğer fonlara göre konumunu dikkate almaz. Jensen Tekniğinde olduğu gibi; fonun Değerleme Oranı değerinin negatif olması, gösterge endeks değerinin üzerinde bir performans da elde etmiş olsa, başarısız sayılmasını gerektirir.

Değerleme oranı performans ölçüm tekniğine göre hem gösterge endeksle kıyaslandığında hem de pozitiflik açısından en yüksek değeri alan üç fon; Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon, Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon) ve Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu'dur. Aynı tekniğe göre en düşük değeri alan üç fon ise; Denizbank A Tipi Hisse Fonu, Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon ve Şekerbank A Tipi Hisse Fonu'dur. Değerleme Oranı Performans Ölçüm Tekniği'ne göre, toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonundan 9 adeti gösterge endeks olan İMKB 100'ün üzerinde performans gösterirken, 19 adeti gösterge endeksin altında performans göstermiştir. Ancak söz konusu 9 fonun yalnızca 7 adeti pozitif değer almış, dolayısıyla başarılı olmuştur. Buna karşın, başarı düzeylerinin birbirlerine karşı durumu kıyaslanamaz.

Geri kalan 21 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonunun başarısız olduğu gözlenmiş olup, aynı şekilde; başarısızlık düzeylerinin birbiriyle kıyaslanması mümkün değildir.

Analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarına bakıldığında ise; Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un gösterge endekse göre daha iyi performans göstermekle birlikte pozitif değer aldığı sonucuna ulaşılmış ve başarılı olarak değerlendirilmiştir. Buna karşın, Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu gösterge endeks performans değerinin altında kalmasının yanı sıra negatif değer olarak başarısız olmuştur.

Grup bazında bakıldığında ise, gösterge endeksin -0.004 'lik değeri aldığı görülmektedir. Jensen prensibiyle paralel olan Değerleme Oranına göre iki grubun birbirine göre durumu anlam ifade etmemektedir. Bu nedenle grup performansları gösterge endeks değeri ile kıyaslanmalıdır. Bu açıdan bakıldığında, A tipi yatırım fonları -0.005 'lik değerle gösterge endeks Değerleme Oranının altında yer almaktadır. Öte yandan, 0.001 değeri alan A tipi borsa yatırım fonları hem pozitif değeri alarak hem de gösterge endeks performansının üzerinde yer alarak başarılı olmuştur.

1.5.4. A Tipi Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonu ve A tipi Borsa Yatırım Fonlarına Ait Quadratic ve Lineer Regresyon Sonuçları

Aşağıda yer alan tabloda, analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ve A tipi borsa yatırım fonlarına ait piyasa duyarlılığı düzeyinin yanı sıra söz konusu fonların yöneticilerinin seçme ve zamanlama kabiliyetlerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

Quadratic regresyon modelinde; Piyasa zamanlaması açısından fon performansının değerlendirilmesinde incelenen fonun tarihsel getirileri ile piyasanın getirileri arasındaki ilişki ortaya koyulmaktadır.

Tablo 29. Regresyon analizi sonuçları

	R^2	F	p	α	β	C
Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djm Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu						
Lineer	0.747	4438.106	0.000	0.005	0.697	
Quadratic	0.747	2219.520	0.000	0.012	0.697	-0.002
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)						
Lineer	0.958	34680.943	0.000	0.011	0.987	
Quadratic	0.959	17402.342	0.000	0.001	0.987	0.003
Akbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu						
Lineer	0.002	3.374	0.066	0.025	0.046	
Quadratic	0.010	7.888	0.000	0.090	0.045	-0.019
Akbank A Tipi Premium Hisse Senedi Fonu						
Lineer	0.001	1.692	0.194	0.029	0.022	
Quadratic	0.011	7.999	0.000	0.076	0.021	-0.014
Denizbank A Tipi Hisse Fonu						
Lineer	0.001	2.001	0.157	0.025	0.023	
Quadratic	0.010	7.607	0.001	0.068	0.022	-0.013
Denizbank A Tipi İMKB Ulusal 100 Endeksi Fonu						
Lineer	0.002	2.932	0.087	0.022	0.042	
Quadratic	0.010	7.952	0.000	0.087	0.040	-0.019
Eczacıbaşı A Tipi Hisse Senedi Fonu						
Lineer	0.002	3.133	0.077	0.027	0.033	
Quadratic	0.010	7.703	0.000	0.075	0.032	-0.014
Finansbank A.Ş. A Tipi Değişken Fon						
Lineer	0.002	3.624	0.057	0.032	0.036	
Quadratic	0.010	7.906	0.000	0.080	0.035	-0.014
Finansbank A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu						
Lineer	0.002	2.635	0.105	0.061	0.035	
Quadratic	0.007	5.669	0.004	0.108	0.034	-0.014
Garanti Bankası A Tipi Değişken Fon						
Lineer	0.002	3.283	0.070	0.014	0.037	
Quadratic	0.010	7.931	0.000	0.068	0.036	-0.016
Garanti Bankası A Tipi İMKB 30 Endeks Fonu						
Lineer	0.002	3.186	0.074	0.018	0.046	
Quadratic	0.010	7.902	0.000	0.085	0.044	-0.020
Gedik Yatırım A Tipi Hisse Senedi Fonu						

Lineer	0.004	5.659	0.017	0.033	0.044	
Quadratic	0.012	8.837	0.000	0.080	0.043	-0.014

HSBC A Tipi Hisse Senedi Fon

Lineer	0.002	3.507	0.061	0.047	0.048	
Quadratic	0.011	8.275	0.000	0.115	0.047	-0.020

HSBC A Tipi U30 End. Fon

Lineer	0.002	3.130	0.077	0.020	0.044	
Quadratic	0.010	7.656	0.000	0.084	0.043	-0.019

İş Bankası A Tipi Hisse Senedi Fonu

Lineer	0.002	2.580	0.108	0.025	0.030	
Quadratic	0.010	7.253	0.001	0.073	0.029	-0.014

İş Bankası A Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu

Lineer	0.000	0.410	0.522	0.030	0.009	
Quadratic	0.007	5.539	0.004	0.065	0.009	-0.010

İş Bankası A Tipi İMKB Ulusal Mali Endeks Fonu

Lineer	0.002	2.968	0.085	0.020	0.047	
Quadratic	0.010	7.492	0.001	0.090	0.046	-0.020

İş Yatırım A Tipi Değişken Fon

Lineer	0.001	1.973	0.160	0.031	0.023	
Quadratic	0.011	8.179	0.000	0.077	0.022	-0.013

İş Yatırım A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu

Lineer	0.002	3.591	0.058	0.041	0.050	
Quadratic	0.010	7.229	0.001	0.105	0.048	-0.019

Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon

Lineer	0.000	0.050	0.824	0.085	0.003	
Quadratic	0.010	7.286	0.001	0.123	0.002	-0.011

Şekerbank A Tipi Hisse Fonu

Lineer	0.002	2.912	0.088	0.003	0.024	
Quadratic	0.011	8.047	0.000	0.040	0.023	-0.011

TEB Yat. A Tipi Hisse Fonu

Lineer	0.001	2.033	0.154	0.038	0.031	
Quadratic	0.010	7.755	0.000	0.098	0.030	-0.017

Tekstilbank A Tipi Hisse Senedi Fonu

Lineer	0.001	1.144	0.285	0.025	0.019	
Quadratic	0.013	9.712	0.000	0.079	0.017	-0.016

Vakıfbank A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu

Lineer	0.000	0.659	0.417	0.024	-0.020	
Quadratic	0.010	7.846	0.000	0.094	-0.022	-0.021
Yapı Kredi A Yatırım A Tipi Şem. Fon. Bağlı Koç İşt. (3 Alt Fon)						
Lineer	0.002	2.998	0.084	0.063	0.032	
Quadratic	0.015	11.851	0.000	0.124	0.030	-0.018
Yapı Kredi Yatırım A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı İMKB 30 Endeks Fonu						
Lineer	0.002	3.617	0.057	0.026	0.048	
Quadratic	0.011	8.125	0.000	0.092	0.047	-0.019
YKB A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı His. Sen. 2. Alt Fon						
Lineer	0.003	3.805	0.051	0.039	0.038	
Quadratic	0.010	7.413	0.001	0.087	0.037	-0.014
YKB A Tipi İMKB 100 Endeks Fonu						
Lineer	0.002	3.637	0.057	0.029	0.045	
Quadratic	0.011	8.502	0.000	0.092	0.043	-0.019
YKB A Tipi Özel Bankacılık İMKB 30 Endeks Fonu						
Lineer	0.002	3.463	0.063	0.036	0.047	
Quadratic	0.010	7.840	0.000	0.102	0.046	-0.019
Ziraat Bankası A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Fonu						
Lineer	0.002	3.370	0.067	0.019	0.046	
Quadratic	0.010	7.863	0.000	0.085	0.045	-0.019

Tablo 30. Grup bazlı Regresyon değerleri

		R^2	F	p	α	β	C
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2008	Lineer	0.922	2946.476	0.000	0.031	0.884	
	Quadratic	0.922	1467.821	0.000	0.025	0.883	0.001
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2008	Lineer	0.016	3.965	0.048	-0.152	0.089	
	Quadratic	0.021	2.610	0.076	-0.086	0.094	-0.009
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2009	Lineer	0.916	2735.194	0.000	0.004	0.810	
	Quadratic	0.916	1364.682	0.000	-0.008	0.808	0.004
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2009	Lineer	0.001	0.355	0.552	0.219	0.026	
	Quadratic	0.002	0.309	0.734	0.243	0.030	-0.008
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2010	Lineer	0.913	2600.608	0.000	0.008	0.817	
	Quadratic	0.916	1339.172	0.000	0.038	0.817	-0.014
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2010	Lineer	0.000	0.018	0.893	0.092	-0.006	
	Quadratic	0.085	11.461	0.000	0.237	-0.007	-0.068
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2011	Lineer	0.936	3686.814	0.000	0.006	0.827	
	Quadratic	0.937	1846.112	0.000	0.020	0.822	-0.005
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2011	Lineer	0.001	0.135	0.714	-0.076	0.017	
	Quadratic	0.061	8.065	0.000	0.092	-0.047	-0.062
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2012	Lineer	0.883	1900.347	0.000	0.014	0.803	
	Quadratic	0.885	958.294	0.000	-0.006	0.790	0.019
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2012	Lineer	0.000	0.035	0.853	0.164	-0.009	
	Quadratic	0.002	0.242	0.786	0.186	0.005	-0.021
	Borsa yatırım fonları ortalaması						
2013	Lineer	0.945	4207.963	0.000	0.010	0.827	
	Quadratic	0.945	2096.847	0.000	0.014	0.825	-0.001
	A tipi yatırım fonları ortalaması						
2013	Lineer	0.006	1.407	0.237	-0.035	-0.065	
	Quadratic	0.014	1.742	0.177	0.024	-0.087	-0.017
	Borsa yatırım fonları ortalaması						

2008-2013	Lineer	0.923	18063635.000	0.000	0.008	0.842	
	Quadratic	0.923	9026121.000	0.000	0.007	0.842	0.000
A tipi yatırım fonları ortalaması							
2008-2013	Lineer	0.002	2958.000	0.086	0.032	0.033	
	Quadratic	0.012	9148.000	0.000	0.087	0.032	-0.016

Tabloda yer alan;

R²: bağımsız değişkenin (İMKB100), bağımlı değişkendeki (A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım ve borsa yatırım fonları) değişimin % ne kadarını açıkladığı,

F: kurulan modelin anlamlılığı için hesaplanan bir test istatistiği,

p: kurulan modelin anlamlılığı için yanılma payı (0.10) ile karşılaştırılan test istatistiği,

α : Portföy yöneticisinin portföy için doğru yatırım fonlarını seçme kabiliyetini,

β : Portföyün piyasaya karşı duyarlılığını (sistemik riskini),

C: Portföy yöneticisinin zamanlama kabiliyetini temsil etmektedir.

Regresyon sonuçlarına göre R² değerleri yorumlanmadan önce, p ile ifade edilen ve 0.10 olarak belirlenen yanılma payı ile karşılaştırılan test istatistiği değerleri incelenmiştir. p değeri 0.10'un altında olan fon ya da grupların R² değerleri anlamlıdır ve sonuçlar bu çerçevede değerlendirilmiştir.

Tablo 29. ve Tablo 30.'da yer alan R² değeri, analize dahil edilen fonların performansındaki değişimin yüzdesel olarak ne kadarının İMKB 100'e bağlı gerçekleştiğini ifade eder. Buna göre; Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)'un performansındaki değişimin yaklaşık %96'sı İMKB 100'deki değişimle açıklanabilmekteyken; Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djım Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun performans değişiminin yaklaşık %75'i İMKB 100'deki değişimle açıklanabilmektedir. Analizde yer alan her iki borsa yatırım fonunun performans değişimlerinin büyük ölçüde İMKB 100'deki değişimle açıklanabildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Öte yandan; p değeri 0.10'un altında olan A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarında durum borsa yatırım fonlarından oldukça farklıdır. İMKB 100'deki değişim A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performansındaki değişimin 0.000 ile 0.003'ünü açıklamaktadır. Buna göre; A tipi yatırım fonlarının performanslarındaki değişimin İMKB 100'deki değişimle açıklanamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Analize dahil edilen yatırım fonlarının, gösterge endeksin (İMKB 100) değişimine karşı duyarlılığını ölçmek, fon yöneticilerinin seçme ve zamanlama kabiliyetlerini test etmek üzere lineer ve quadratic regresyon analizleri uygulanmıştır. Analiz sonuçlarının yer

aldığı Tablo 29. ve Tablo 30.'da görülen α değeri lineer regresyon çıktısı olan seçme kabiliyetini temsil ederken; c değeri quadratic regresyon çıktısı olan zamanlama kabiliyetini temsil etmektedir.

Tablolarda yer alan β değerleri, fonun piyasaya karşı duyarlılığını ifade etmektedir. Buna göre, piyasadaki değişimlerden en çok etkilenen Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu oluşmuştur ($\beta=0.987$). Ayrıca, Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu 0.697'lik değerle Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nu takip etmektedir. Ayrıca, grup bazlı değerlendirmelerde 6 yıllık toplam süreçte A tipi borsa yatırım fonları 0.842'lik β değerine sahipken, A tipi yatırım fonlarının β değeri 0.033'dür. Buradan hareketle, A tipi borsa yatırım fonlarının piyasa duyarlılığının A tipi yatırım fonlarından daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Analizde kullanılan lineer regresyon modelinin (tek değişkenli regresyon modeli) çıktısı α katsayısıdır ve α katsayısı, fon yöneticisinin seçicilik kabiliyetini ifade etmektedir. Seçme kabiliyeti olan yöneticilere sahip olan fonların α katsayısının pozitif olması beklenir. Bu noktadan yola çıkarak, analize dahil edilen A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ve A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarına ait α katsayıları incelendiğinde; tüm fonlara ait α değerlerinin pozitif olduğu sonucu elde edilmiştir. Yani analize dahil edilen toplam 28 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ve 2 adet A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonunun tamamının yöneticileri seçme kabiliyetine sahiptir. Analiz sonuçlarına göre en iyi seçme kabiliyetine sahip olan fon yöneticisi 0.085'lik değerle Strateji Menkul Değerler A Tipi Değişken Fon'un yöneticisi iken, analize dahil edilen diğer fonların yöneticilerine kıyasla en kötü seçme kabiliyetine sahip olan fon yöneticisi ise 0.005'lik değerle Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones Djim Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun yöneticisidir.

Grup bazlı α değerleri A tipi borsa yatırım fonlarında 0.008 iken, A tipi yatırım fonlarında 0.032'dir. Buna göre; 6 yıllık toplam sürece bakıldığında, A tipi yatırım fonları yöneticilerinin seçme yeteneklerinin A tipi borsa yatırım fonları portföy yöneticilerine göre daha iyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fonu yöneticilerinin zamanlama kabiliyeti, quadratic regresyon modelindeki c parametresi ile tespit edilmiştir. Söz konusu analize göre, yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'un c parametresinin pozitif olduğu gözlenmiştir. Sonuç olarak yalnızca Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu yöneticisi doğru zamanlama kabiliyetine sahiptir. Analize dahil edilen ve söz konusu borsa yatırım fonunun dışında

kalan tüm fonlar negatif c değeri almıştır. Dolayısıyla, negatif değer alan bu fonların yöneticilerinin doğru zamanlama kabiliyeti olmadığı sonucuna varılmıştır.

Öte yandan, 6 yıllık verileri kapsayan grup bazlı c katsayısı değerlerine bakıldığında, A tipi yatırım fonlarının negatif değer aldığı gözlenmiştir. Buna göre, A tipi yatırım fonu portföy yöneticileri zamanlama hatası yapmıştır. A tipi borsa yatırım fonlarına ait c değeri ise 0'dır. Bu sonuca göre, A tipi borsa yatırım fonu portföy yöneticileri zamanlama hatası yapmamış olsa da, tek bir portföy olarak görüldüklerinde zamanlama kabiliyetine sahip yöneticilerinin olduğunu söylemek de mümkün değildir.

2. Sonuç

Analizde A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ve A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Buna göre fonların 2008-2013 yılları arasındaki günlük fiyat verileri derlenmiş ve bu veriler fon performansını birden fazla açıdan ölçen farklı yöntemlerle analiz edilmiştir.

Söz konusu veriler öncelikle hem fon hem grup bazlı olarak, salt getiri açısından değerlendirilmiştir. Analize dahil edilen fonların riske göre düzenlenmemiş getirileri, ele alınan yıllara göre ve tüm yılların ortalaması şeklinde değerlendirilmiştir. Bu analizin sonucunda, A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ve A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarının genel olarak İMKB 100 endeks getirisiyle aynı yönde hareket ettiği gözlenmekle birlikte; bazı yatırım fonlarının ters yönlü hareket ettiği bulgusuna da rastlanmıştır. Salt getiri açısından değerlendirildiğinde, yatırım fonu ve borsa yatırım fonlarının grup bazında kıyaslanmasıyla elde edilen sonuç; A tipi borsa yatırım fonlarının A tipi yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiği'dir. Yatırım fonu ve borsa yatırım fonlarına genel olarak bakıldığında ise; gösterge endeksle aynı yönde hareket eden borsa yatırım fonlarının aksine; yatırım fonlarının bazılarının endeksle ters yönde hareket ettiği bulgusuna rastlanmış ve yatırım fonlarının salt getiri açısından daha geniş bir skalada salındığı gözlenmiştir. Bu sonucun elde edilmesinde kuşkusuz analize dahil edilen borsa yatırım fonu ve yatırım fonu sayılarının etkisi olmuştur. Analizde; 6 yıl boyunca kesintisiz işlem gören yalnızca 2 adet borsa yatırım fonu bulunurken; tüm kriterleri sağlayan A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu sayısı 28 adettir. Dolayısıyla, birbirinden farklı yatırım stratejilerine sahip 28 fondan bazılarının tamamen aykırı hareket ettiğinin gözlenmesi kaçınılmazdır.

Salt getiri oranına göre bir performans değerlendirmesi yapmak bizi doğru bir sonuca ulaştırmayabilir. Getiri, kıyas için bir parametre olsa da tek başına objektif bir sonuca ulaşılmasını sağlayamayabilir. Çünkü fon performansını etkileyen tek değişken değildir.

Fon performansı değerlendirilirken aynı düzeyde dikkate alınması gereken diğer unsur risktir. Bu nedenle fon performansları ölçülürken riske göre düzenlenmiş getiriye ölçen çeşitli performans ölçüm teknikleri kullanılmıştır. Bu teknikler, toplam riski baz alan ve sistematik riski baz alan yöntemler olarak iki grupta toplanmıştır. Toplam riski baz alan yöntemler, Sharpe Oranı, M^2 ve Sortino Oranları iken sistematik riski baz alan yöntemler; Treynor, T^2 , Jensen ve değerlendirme oranıdır. Bu ölçütlere ilişkin analiz sonuçları aşağıda yorumlanmıştır.

Sharpe oranı, toplam riski baz alan diğer yöntemlere temel oluşturmakta; toplam riski baz alan 3 yöntemle göre yapılan analiz sonuçları bazı farklılıklar göstermekle birlikte önemli paralellikler de taşımaktadır. Bu yöntemlere göre yapılan analiz sonuçlarına bakıldığında; salt getiri baz alınarak yapılan sıralamalarla paralel bulgulara rastlandığını söylemek mümkündür. Salt getiriye baz alan sonuçlarla benzer olarak; toplam riski baz alan performans ölçüm tekniklerine göre elde edilen sonuçlarda da en başarılı A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu ile en başarılı A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonu arasında önemli bir performans farkı gözlenmektedir. Öte yandan; gösterge endeks ve en iyi performansı gösteren A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonunun üzerinde performans gösteren A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları olduğu gibi, söz konusu iki performansın da altında kalan yatırım fonları olduğu da gözlenmiştir. Ancak, fon bazlı sonuçları inceleyerek iki yatırım aracının birbirine göre performans durumlarına ilişkin bir yargıya varmak mümkün değildir. Bu nedenle yapılan grup bazlı analiz sonucunda Sharpe Oranına göre 6 yıllık süreçte A tipi yatırım fonlarının A tipi borsa yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın, toplam riski baz alan diğer iki yöntem olan M^2 ve Sortino sonuçlarına göre ise, A tipi borsa yatırım fonlarının A tipi yatırım fonlarına göre daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bir diğer grup olan, sistematik riski baz alan performans ölçütlerine göre yapılan analiz sonuçlarında ise en iyi performanslar arasındaki performans farkı çok daha belirgin düzeydedir. En iyi performansı gösteren A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonu genel düzeyin üzerinde bir performans göstermiş, takip eden birden fazla yatırım fonunun performans düzeyi de en iyi performansı gösteren borsa yatırım fonu ile gösterge endeks olan İMKB 100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Öte yandan; söz konusu iki performansın altında performans gösteren A tipi yatırım fonları olduğu da gözlenmiştir. Gösterge endeks olan İMKB 100'ün performans düzeyinin merkez nokta olduğu kabul edildiğinde; A tipi hisse senedi ağırlıklı borsa yatırım fonlarının performansları merkeze yakın bir

noktada gerçekleşirken; A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performans düzeyleri merkezin oldukça altında ya da üzerinde bir noktada da gerçekleşebilmektedir. Ayrıca; A tipi borsa yatırım fonları performansına yakın noktalarda gerçekleşen A tipi yatırım fonu performansları da mevcuttur. Yatırım araçlarına ilişkin genel bir yargıya varılmasını sağlamak amacıyla yapılan grup bazlı Treynor ve T^2 analiz sonuçlarına göre, A tipi borsa yatırım fonları A tipi yatırım fonlarından daha iyi performans göstermiştir. Jensen ve Değerleme Oranı sonuçları, grupların birbiriyle kıyaslanmasına prensip olarak izin vermediğinden; gösterge endekse göre durumları göz önüne alınmış ve çıkan sonuç; bu iki yöntemle göre yalnızca A tipi borsa yatırım fonlarının başarılı olduğu yönünde olmuştur.

Regresyon sonuçlarına göre ise; İMKB 100'deki değişimlerin, A tipi borsa yatırım fonları performans değişimlerinin %92'sini açıkladığı sonucuna ulaşıldığında; A tipi yatırım fonları performans değişimlerinin yalnızca %0.2 'sini açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, A tipi borsa yatırım fonlarının piyasa duyarlılığı, A tipi yatırım fonlarına göre oldukça yüksektir. Seçme kabiliyeti açısından bakıldığında, A tipi yatırım fonları yöneticilerinin daha başarılı olduğu gözlemlenmiştir. Quadratic regresyon çıktısı olan c katsayılarına göre ise, A tipi yatırım fonu portföy yöneticilerinin zamanlama hatasına sahip olduğu; A tipi borsa yatırım fonu portföy yöneticilerinin ise, ne zamanlama yeteneğine ne de hatasına sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Genele bakıldığında; A tipi borsa yatırım fonlarının gösterge endeks performansına yakın noktalarda gerçekleşmesi beklenen bir sonuçtur. Çünkü borsa yatırım fonları yapısal özellikleri gereği endeksi takip etmek gibi bir misyon yüklenmiştir. A tipi hisse senedi ağırlıklı yatırım fonları ise söz konusu endekste yer alan hisse senetlerine yatırım yapsalar da endeksi takip etme iddiası içinde değildir. Portföy yöneticisinin kararı ile fon iç tüzüğünün öngördüğü çerçevede piyasa koşulları göz önünde bulundurularak zaman zaman portföy yapılarında değişikliğe gidilebilmekte, portföyde bulunan hisse senedi oranı görece düşürülebilmekte ya da yükseltilebilmektedir. İki yatırım aracının gösterge endeks performansına göre sapmalarının bu denli değişiklik göstermesi, yönetim stratejilerinin farklılığından kaynaklanmaktadır. Borsa yatırım fonları, endeksi takip eden pasif yönetim stratejisine göre yönetilirken; yatırım fonları aktif yönetim stratejisi esasıyla yönetilmekte; portföy yapıları, portföy yöneticisi kararı, piyasa koşulları gibi değişkenlere bağlı olarak değişebilmektedir. Bu bağlamda; elde edilen bulgular, iki yatırım aracının yönetim stratejilerinin beklenen sonuçlarıyla paralel özellikler göstermiştir.

Kaynakça

Kitaplar:

- Ben-Horim, M. Haim, L. (1984). *Statistics: Decisions and Applications in Business and Economics* (2. Baskı), New York, McGraw-Hill Publishing Co.
- Bodie, Z. Kane, A. MARCUS, A.J. (2004). *Essentials of investments, McGraw- Hill*.
- Canbaş, S. Vural, G. (2010). *Finansal yönetim: açıklamalı örnekler ve problemler*, Adana; Karahan Kitabevi.
- Cotsakos, C.M. (2000). *It's your money*, Harper Business.
- Gastineau, G. L.(2002). *The exchange- traded funds manual*, New York; John Wiley & Sons Inc.
- Gökgöz, E. (2006). *Riske maruz değer (VaR) ve portföy optimizasyonu*, Ankara, SPK Yayınları.
- Gökgöz, F. (2005). *A tipi karma yatırım fonlarının stil analizi ve performans değerlemesi*, Ankara, SPK Yayınları.
- Gürman, T. (1995). *Dünyada ve Türkiye 'de yatırım fonları teori ve uygulama*, Ankara; Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Karacabey, A.A. (1998). *A tipi yatırım fonları performanslarının analizi ve değerlendirilmesi*, Ankara; Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları.
- Karan, M. (2004). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*, Ankara, Gazi Kitabevi.
- Reilly, F.K. Brown, K.C. (2011). *Investment analysis & portfolyo management* (10. Baskı), South-Western College Pub.
- Sarıaslan, H. Cengiz, E. (2008). *Finansal yönetim kavramlar, kurumlar ve ilkeler*, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye pazarları* (4. Baskı) İstanbul; Alfa Yayıncılık.
- SPK, (2010). *SPK yatırımcı bilgilendirme kitapçıkları-3*, Ankara.
- Ural, M. (2010). *Yatırım fonlarının performans ve risk analizi*, Ankara; Detay Yayıncılık.
- Wiandt J.; McClatchy W. (2002). *The exchange traded funds*, New York; John Wiley & Sons Inc.
- Yeşilürdü, T. (2012). *Yatırım fonları ve kurumsal yönetim*, İstanbul; Scala Yayıncılık.
- ### Sürelî Yayınlar:
- European Fund and Asset Management Assosiation, (2015). *Asset Management in Europe 8th Annual Review*.
- FEFSI (Federation Europeenne Des Funds et Societes d'investissement). *Mutual Fund Fact Book*, (2002). Investment Company Instititute.
- Resmi Gazete, 13.04.2004, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Seri:VII No.23, (25432).
- Resmi Gazete, 27.11.2013, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, (28834).

Resmi Gazete, 30.9.1981, Kanun No: 2499, (17416).

Makaleler:

- 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, (2), 147-177.
- Alptekin, N. (2009). *Performance evaluation of turkish type a mutual funds and pension stock funds by using topsis method*, International Journal of Economics And Finance, (2), 11-22.
- 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 (2010), 3-20.
- Ayaydın, H. (2013). *Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 22 (2), 59-80.
- Baş, N. ve Sarioğlu, S. E. (2013). *Borsa Yatırım Fonlarında İzleme Hatası ve Fiyatlama Etkinliği: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, 17. Ulusal Finans Sempozyumu, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İİBF, Muğla.
- Bildik, R. (2002). *Türk Sermaye Piyasası için yeni bir yatırım alternatifi: borsada işlem gören fonlar*, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 17 (201), 71-86.
- Coggin, T. D. Fabozzi, F. J. Shafiqu, R. (1993). *The Investment Performance of UY Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation*, Journal of Finance, 48 (3), 1039-1055
- Dönmez Ç. A. (2002). *Sermaye piyasalarımız için yeni bir enstrüman borsa fonları*, İMKB Dergisi, (23), 15-42.
- Eugene F. Fama, (1991). *Efficient Capital Markets II*, The Journal of Finance, Vol. 46, Issue No.5, 1575-1617.
- Gastineau, G. L. (2001). *Exchange-traded funds: introduction*, *The Journal of Portfolio Management*,(3), 88-96.
- Grinblatt, M. ve Titman, S. (1994). *A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 419-444.
- Kalfa Baş, N. Eren Sarioğlu, S. (2013). *Borsa yatırım fonlarında izleme hatası ve fiyatlama etkinliği: borsa istanbul üzerine bir uygulama*, 17.Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim 2013.
- Karakulum, E. Tav, O. (2008). *Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi*, Doğu Üniversitesi Dergisi, (9), 89-105.

- Omağ, A. (2010). Türkiye’de A Tipi ve B Tipi Yatırım Fonlarının 2000–2008 Dönemi Performans Analizi, *Istanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (17), 235-250.
- Samırkaş, M.C. Düzakın, H. (2012). *Türkiye'deki A ve B tipi Yatırım Fonlarının Performans Analizi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21 (2), 391-410.
- Sharpe, W. (1966), *Mutual fund performance*, *The Journal of Business*, 39 (1), 138-199.
- Svetina, M. Wahal, S. (2008). Exchange Traded Funds: Performance and Competition, *SSRNElectronicJournal*,
http://www.researchgate.net/journal/15565068_SSRN_Electronic_Journal (Erişim tarihi: 05.05.2015)
- Şahin, N. (2003). *Borsada işlem gören fonlar*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.
- Terzioğlu, M. Demir, Y. Demirkan, S. (2013). *Borsa İstanbul endeksleri ve makroekonomik göstergeler ile A tipi yatırım fonları arasındaki ilişki: Aralık 2005-Nisan 2012 dönemini kapsayan Granger nedensellik testi*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, 42 (2), 235-253.
- TUNCER, S. (1989). *Türkiye’de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu*, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel), (42), 57.
- Yıldız, A. (2005). *A tipi yatırım fonları performanslarının İMKB ve fon endeksi bazında değerlendirilmesi*, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, (14), 185-202.

Tezler:

- Aşcı, B. (2012). *2006-2010 yılları arasında Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının performans değerlendirmesi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. İstanbul: Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bolat, İ. (2006). *Sermaye piyasaları ve yatırım fonları mevcut durum, sonuç ve çözüm önerileri*, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Memiş, F. (2014). *2008 Global ekonomik krizi öncesi ve sonrası A tipi yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılması*, Yüksek lisans tezi, Çorum, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yalçinkaya, P. (2006). *Türkiye'de A tipi yatırım fonları ve performanslarının değerlendirilmesi (1998-2000)*, Yüksek lisans tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İnternet Kaynakları:

http://www.tkyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx (Erişim tarihi: 04.05.2015)

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> (Erişim tarihi: 28.11.2013/ 28.04.2015)

http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf (25.06.2015)

http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_djist.pdf (Erişim tarihi: 12.07.2015)

<http://www.tur-sp.com.tr/karsilastirma-analizi>(Erişim tarihi: 20.07.2015)