

TÜRKİYE’DE A TİPİ VE B TİPİ YATIRIM FONLARININ 2000–2008 DÖNEMİ PERFORMANS ANALİZİ

Aclan OMAĞ¹

ÖZET

Belirli bir riske karşılık maksimum getiri elde etmeyi amaçlayan yatırımcılar için portföy performansı yatırım kararlarında önemli bir yere sahiptir. Portföy performansının ölçülmesinde üç geleneksel yöntem kullanılmaktadır. Bunlar, Sharpe rasyosu, Treynor rasyosu ve Jensen performans ölçütü olarak sıralanmaktadır. Bu çalışmada, Türkiye’de A ve B tipi fonların 2000-2008 dönemindeki performansları, geleneksel yöntemler kullanılarak incelenmiştir. Sharpe ve Treynor rasyolarına göre elde edilen negatif performans değerleri, risksiz menkul kıymetlerin daha yüksek getiriye sahip olduğunu göstermektedir. Jensen performans ölçütü kapsamında bulunan negatif değerler sonucunda, bu fonların performansının piyasanın gerisinde kaldığı anlaşılmaktadır.

Anahtar kelimeler: Portföy performansı, Sharpe rasyosu, Treynor Rasyosu, Jensen performans ölçütü

AN ANALYSIS OF THE PERFORMANCE OF A TYPE AND B TYPE MUTUAL FUNDS BETWEEN 2000-2008 IN TURKEY

ABSTRACT

Portfolio performance is highly significant for investors who aim to maximize their return with respect to a certain level of risk. There are three traditional methods used in portfolio performance evaluation. These are Sharpe ratio, Treynor ratio and Jensen performance measure. In this paper, the performance of A type and B type funds is analysed between 2000-2008 by using the traditional methods. The negative values obtained by Sharpe and Treynor ratios show that the risk-free securities have a higher return compared to the funds. With regard to Jensen performance measure, the portfolios demonstrate poor performance, which implies that their performance is lower than the market.

Keywords: Portfolio performance, Sharpe ratio, Treynor ratio, Jensen performance measure

¹ Arş. Gör. Dr., Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Sermaye Piyasası

1.GİRİŞ

Portföy performansı, sermaye piyasasında yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından önemli bir göstergedir. Bunun nedeni, yapılan her yatırımın belirli bir getiri ve riske sahip olmasıdır. Dolayısıyla, yatırımcıların üstlendikleri risk karşısında ne kadar getiri elde ettikleri ve yaptıkları yatırımların, alternatif getiriye sahip diğer yatırımlara göre durumu portföy performansının aydınlatmaya çalıştığı önemli konular arasında yer almaktadır.

Piyasaların birbirine daha fazla bağımlı hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin küresel boyutta gelişmesi yatırımcılar için çeşitli alternatifler oluşturmakla beraber, üstlendikleri risklerin artmasına da neden olmaktadır. Özellikle, menkul kıymetlerdeki fiyat dalgalanmalarının süreklilik kazandığı durumlarda, alım-satım kararlarında hataların yapılabileceği vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, fiyatlardaki yükseliş sonucu beklentinin yükselme şeklinde olması veya fiyatlardaki düşüş sonucu beklentinin düşme şeklinde olması bu hatalardan biri olarak belirtilmiştir (Karaşin, 1986:145). Bu nedenle, portföy getirilerinin bu tür kararlardan olumsuz etkilenmemesi için performans analizinin iyi şekilde yapılmasının önemli olduğu düşünülmektedir.

Portföy yönetiminde son aşamayı, portföy performansının ölçümünün oluşturduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla, değişik portföy yönetim stratejileri ile ilgili portföyün, pazar portföyüne ve satın al-tut politikasına göre avantajları veya dezavantajlarının belirlenmesinin mümkün olduğu vurgulanmaktadır (Bolak, 2001: 285).

Portföy performansının yüksekliğinin, portföy yönetimindeki bilgi ve tecrübe dışında şans ve konjonktürel faktörler gibi nedenlerden kaynaklanabileceği ifade edilmektedir. Bu kapsamda, portföy performansının ölçümünde risk ve getirinin birlikte değerlendirilmesinin yatırım kararları açısından faydalı sonuçlar sağlayabildiği ifade edilmektedir (Konuralp, 2005: 341-342).

Portföy performansının değerlendirilmesinde başlıca unsurlar, karşılaştırma amacıyla tercih edilen göstergenin uygunluğu, piyasa zamanlamasının etkisi ile işlem giderlerinin içselleştirilmesi olarak sıralanmaktadır (Murthi ve diğerleri, 1997: 408). Bu kapsamda, rasyonel yatırım kararları ile teminatların, fon performansından etkilendiği durumlarda referans kabul edildiği belirtilmektedir (Simons, 1998: 33).

2. PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Yatırım fonlarının getirisinin analizinin, yatırım kavramının geçmişi kadar büyük bir öneme sahip olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda, ilgili konu hakkında çok sayıda araştırma yapıldığı vurgulanmaktadır. Bu araştırmalarda, çeşitli yatırım fonlarının karlılığa göre sıralamasına yardımcı performans ölçüm yöntemlerinin ele alındığı görülmektedir (Breuer ve Gürtler, 2003: 213).

Portföy performansının ölçülmesinde kullanılan yöntemler 2'ye ayrılmaktadır. Bunlar, yalnızca getiriye dikkate alan yöntemler ile riskle getiriye birlikte değerlendiren yaklaşımlardır. Bu çalışmada, riski dikkate alan yöntemler incelenecektir. Riski dikkate alan ve geleneksel performans ölçüm yöntemleri arasında yer alan başlıca yöntemler Sharpe Rasyosu, Treynor rasyosu ve Jensen performans ölçütü olarak sıralanmaktadır (Konuralp, 2005: 342-344, 346, 351, 354; Breuer ve Gürtler, 2003: 213).

2.2.1. Sharpe Rasyosu

Sharpe rasyosu, portföy yönetiminde kullanılan yöntemlerden biridir. Sharpe rasyosunda, belirli bir örneklem dönemindeki portföyün fazla getirisinin, aynı dönemdeki getirilerin standart sapmasına bölüdüğü ifade edilmektedir (Bodie vd, 2007: 854; Lien, 2002:484; Chaudry ve Johnson, 2008: 486). Bu kapsamda, Sharpe oranının, getiri/risk rasyosu olarak da tanımlandığı görülmektedir (Arnold, 2004: 334). Sharpe rasyosunun, portföy getirileri, yatırım kararları ile risk arasındaki ilişkiyi açıkladığı belirtilmektedir. Bu kapsamda, yatırımlar açısından önemli olan nokta elde edilen getirinin ilave aşırı risk sonucu gerçekleşmemiş olmasıdır (Investopedia, 2009:1; Kurun vd, 2008:175).

Sharpe rasyosu, Sharpe'in Performans İndeksi olarak da kullanılmaktadır. Sharpe indeksinin, risk getiri grafiğinde risksiz faiz oranı ile belirli bir "i" portföyünün kesiştiği doğrunun eğimi olduğu belirtilmektedir (Bolak, 2001: 286, 287). Eğimin dikliğindeki artışın portföyün performansını olumlu etkilediği belirtilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: 555).

Sermaye piyasası teorisi açısından incelendiğinde, Sharpe rasyosunun portföylerin, sermaye piyasası doğrusu ile kıyaslanmasında toplam riski dikkate aldığı belirtilmektedir (Reilly ve Brown, 2006:1048).

Sharpe rasyosu= $(E_r - R_f) / \sigma$ (Korkmaz ve Pekkaya, 2009:515)

Sharpe rasyosunun iyi çeşitlendirilmiş portföylerin kıyaslanması için uygun bir yöntem olduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede, menkul kıymetlerin ayrı olarak değerlendirilmesinde kullanımının yatırımcı amaçlarına uymayacağı vurgulanmaktadır (Mc Donald, 2007: 659). Sharpe rasyosunda aşırı ve düşük riske

karşı kayıtsız yatırımcıların bulunduğu varsayılmaktadır (Chaudry ve Johnson, 2008: 486).

Sharpe rasyosunun negatif bir değer alması durumunda, risksiz varlığın performansının inceleme konusu menkul kıymete göre daha yüksek olduğu şeklinde yorumlanmaktadır (Investopedia,2009:1).

Sharpe rasyosunun ortalama varyans teorisi ile yakın ilişkili olduğu belirtilmektedir. Bu kapsamda, normal dağılıma sahip getiriler veya ikinci derece tercihler için uygun bir yöntem olduğu vurgulanmaktadır. Buna karşı, getiri dağılımının anormalliği durumunda, Sharpe rasyosunun geçerliliğini yitirdiği görülmektedir. Buna örnek olarak, getirileri normal dağılıma uymayan hedge fonların gösterildiği vurgulanmaktadır (Zakamouline ve Koekebakker, 2009: 1242).

Sharpe rasyosunu portföy performansı açısından inceleyen çalışmada, Sharpe rasyosunun olumsuz yönlerini gideren yöntemler üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede, Genelleştirilmiş Sharpe Rasyosu'nun, Sharpe rasyosu sonucunda meydana gelen manipülasyon ile çelişkili yatırım kararlarına karşı önemli bir araç olduğu belirtilmiştir(Zakamouline ve Koekebakker, 2009: 1242; Lien, 2002:494-495).

Sharpe rasyosunun tam korelasyona sahip menkul kıymetler için de kullanılabilceği belirtilmektedir. Buna örnek olarak türev enstrümanlar ile bağlı menkul kıymetleri gösterilmektedir. Bu kapsamda, tam korelasyona sahip iki menkul kıymetlerin Sharpe rasyolarının birbirine eşit olacağı vurgulanmaktadır (Mc Donald, 2007: 659).

2.2.2. Treynor Rasyosu

Treynor rasyosunda, Sharpe rasyosundan farklı olarak, portföy performansının beta (β) katsayısı dikkate alınarak ölçüldüğü görülmektedir. Treynor rasyosunun portföy getirisi (R_p) ile risksiz getiri (R_f) arasındaki farkın β katsayısına bölünmesi sonucu elde edildiği belirtilmektedir. Treynor rasyosunda piyasa endeksi ile göreceli fonun arasındaki korelasyonun performans hesaplamasında göz önünde bulundurulduğu ifade edilmektedir (Eling ve Schumacher, 2007:2633). Treynor rasyosunun yüksekliğinin, fon performansı açısından olumlu yorumlandığı vurgulanmaktadır (Arnold, 2004: 334; Chen ve Lin, 2006:376).

$$\text{Treynor Rasyosu} = (R_p - R_f) / \beta_p \text{ (Teker vd, 2008: 95; Atan vd, 2008:51).}$$

Beta katsayısı, en temel ifadeyle, hisse senetlerinin piyasadaki hareketlerden nasıl etkilendiğini göstermektedir (Tunçel, 2009: 135). Beklenen getiri ile β uzayındaki portföyler incelendiğinde, risksiz menkul kıymet ve riskli portföyün oluşturduğu alternatiflerin bir doğru şeklinde ifade edildiği vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, riskli varlık ve risksiz oranın kesiştiği doğrunun eğiminin Treynor rasyosunu verdiği gözlemlenmektedir (Elton vd, 2003: 631). Diğer bir ifadeyle, Treynor endeksinin,

menkul kıymet piyasa doğrusunun eğimi şeklinde de ifade edildiği görülmektedir. (Ross vd, 2006: 414).

Treynor rasyosuna göre, riskin iki unsuru olduğu belirtilmektedir. Birincisi, genel piyasa hareketlerine bağlı risk; ikincisi ise portföydeki menkul kıymetler ile ilgili hareketlere bağlı risk şeklinde tanımlanmaktadır. Treynor rasyosunda, piyasa hareketleriyle ilgili risklerin belirlenmesinde karakteristik doğrusunun kullanıldığı görülmektedir. Bu doğrunun eğiminin, tüm piyasanın getirisine göre portföy getirisindeki göreceli dalgalanmanın göstergesi olduğu vurgulanmaktadır. Bu kapsamda, eğimin yüksekliğinin, piyasa getirilerine hassasiyeti ve de piyasa riskinin büyüklüğünü gösterdiği belirtilmektedir (Reilly ve Brown, 2006: 1043; Yıldız, 2005: 189-190).

Treynor rasyosunun, portföylerin, yapılan yatırımın bir bölümünü oluşturması durumunda uygulanabileceği belirtilmektedir (Von Wyss, 2001:175).

Treynor endeksi yardımıyla T^2 performans ölçütünün oluşturulduğu belirtilmektedir. T^2 performans ölçütünde, Treynor oranı yüzde getiri olarak ifade edilmektedir. Ayrıca, portföye risksiz getiri değeri ilave edilerek risk düzeltmesi gerçekleştirilmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007:40).

Treynor performans rasyosunu çoklu endeksler kapsamında inceleyen çalışmada, yeni bir performans ölçütü olarak genelleştirilmiş Treynor rasyosu üzerinde durulmuştur. Bu rasyo ile Treynor rasyosunun geometrik ve analitik özelliklerinin aynı olduğu vurgulanmıştır (Hübner, 2005: 415).

2.2.3. Jensen Performans Ölçütü

Jensen performans ölçütü, portföyün betası ve ortalama piyasa getirisi mevcutken, ortalama portföy getirisi ile söz konusu portföy finansal varlık pazar doğrusu üzerinde olsaydı sağlayacağı getiri arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Jensen performans ölçütü: $\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$ şeklinde ifade edilmektedir (Bodie vd, 2007:854; Murthi vd, 1997:409, Küçükkoçaoğlu, 2010: 11).

Formülün $r_f + \beta_p(r_m - r_f)$ olarak yazılan kısmının Menkul Kıymet Piyasa doğrusunu referans kabul ettiği belirtilmektedir Bu kapsamda, bir menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranı, menkul kıymetin sistematik riski ve pazar portföyünün risk priminden oluştuğu ifade edilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2006:560).

Jensen performans ölçütünün, Jensen'in alfası (α) şeklinde de ifade edildiği görülmektedir (Murthi vd, 1997:408). α katsayısı, "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'ndeki beklenen getiriden ölçülen normalüstü getiri" olarak tanımlanmaktadır(Hirschey ve Nofsinger, 2007: 141; Hübner, 2005:415).

Bu kapsamda, α katsayısının portföy performansının belirleyicisi olduğu vurgulanmaktadır. α katsayısı herhangi bir portföy ve hisse senedi Pazar doğrusu

arasındaki uzaklık şeklinde tanımlanmaktadır (Bolak, 2001: 288, Konuralp, 2005:355). α katsayısının pozitif olması durumunda, incelenen portföyün finansal varlık piyasa doğrusunun üstünde ve düşük değerlenmiş olduğu anlaşılmaktadır. Jensen performans değerindeki artışların portföy performansı açısından olumlu değerlendirildiği belirtilmektedir. Bu çerçevede, portföy performansı açısından finansal varlık Pazar doğrusunun üstündeki portföylerin tercih edileceği belirtilmektedir (Karaşin, 1986: 144, Bolak, 2001: 288).

α 'nın negatif veya pozitif değer alabileceği belirtilmektedir. α 'nın pozitif olması, menkul kıymet fiyatının tahmin edilmesindeki üstünlüğün göstergesi olarak değerlendirilirken, α 'nın negatif olması, menkul kıymet seçiminde hatalar yapıldığını, portföyün iyi yönetilmediği ya da giderlerin yüksekliği şeklinde yorumlanmaktadır. (Nitish vd, 2009: 50; Jagric vd, 2007: 237) Alfa katsayısının negatif olması riske göre düzeltilmiş düşük performansı tanımlamaktadır. Buna karşı, alfa katsayısının pozitif olması riske göre düzeltilmiş yüksek performansın bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007:40; Cesari ve Panetta, 2002:106). Jensen α 'nın pozitif değer almasının ise, piyasadaki yatırımcılardan daha üstün bilgiye sahip olmayı gerektirdiği belirtilmektedir (Von Wyss, 2001:174).

3. TÜRKİYE'DE VE DİĞER ÜLKELERDE PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİNE İLİŞKİN BAZI ÇALIŞMALAR

Gelişmiş ülkelerdeki bazı borsalardan seçilmiş hisse senetlerinin performansını inceleyen çalışmada, performans ölçme/tahmin yöntemi olarak Sharpe rasyosunun sağlamlık testine göre başarılı olmadığı görülmüştür (Farinelli vd, 2008:2062).

1988-1997 döneminde 114 uluslar arası fonun performansını inceleyen çalışmada, Sharpe endeksi ve Jensen endekslerine göre analiz edilen fonların performansının, dünya piyasa endeksi göstergesinin gerisinde kaldığı, yerel menkul kıymet ve hisse senedi yatırım kararlarının fon performansını olumlu etkilediği ve fon getirileri yönetim giderlerinden ayrı tutulduğunda bağımsız fonların performansının daha iyi olduğu gözlemlenmiştir (Bhargava vd, 2001:377).

İtalya'da 1985-1995 döneminde yatırım fonlarının riske duyarlı performansını inceleyen çalışmada, Jensen performans ölçütüne göre analiz edilen fonların alfa değerinin 0 olarak gerçekleştiği belirtilmiştir. Bunun istatistiksel olarak da önemsiz olduğu vurgulanmıştır. Ancak, brüt getiriler dikkate alındığında yukarıdaki sonucun tersinin gerçekleştiği görülmüştür (Cesari ve Panetta, 2002:101,119).

Almanya'da 2763 hedge fonun performansını inceleyen çalışmada, teoride ve pratikte performans ölçüm tekniği olarak Sharpe rasyosunun uygunluğu vurgulanmıştır. Bu çalışmada, Jensen performans ölçütü ile Treynor rasyosunun düşük korelasyona sahip olduğu, bunun da hedge fonlarda kaldıraç etkisinin fazlalığından kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir (Eling ve Schumacher, 2007:2642,2645).

Slovenya’da Ocak 1997-Aralık 2003 döneminde üç yıldan fazla geçmişi bulunan fonların riske duyarlı performansını araştıran çalışmada, Sharpe ve Treynor rasyolarının benzer sonuçlar verdiği görülmüştür. Bu kapsamda, ilgili fonların iyi çeşitlendirmeye yönetildiği vurgulanmıştır (Jagric vd, 2007: 233). Dolayısıyla, performans sıralamasında piyasaya göre avantajlı durumda oldukları belirtilmiştir.

Çin’de 2000-2002 döneminde yatırım fonlarının performansını veri zarflama analizi ve RMD göstergeleri ile inceleyen çalışmada, ilgili yöntemlerin geleneksel yöntemlerle birlikte kullanılmasının performans analizine önemli faydalar sağlayacağı ifade edilmiştir (Chen ve Lin, 2006:375,397).

Moritanya’da yatırım fonlarının riske duyarlı performansını göreceli gösterge performansına göre araştıran çalışmada, Sharpe ve Treynor rasyolarında benzer sonuçların elde edildiği belirtilmiştir. Bu kapsamda, söz konusu fonların iyi çeşitlendirmeye yönetildiği anlaşılmıştır (Nitish vd,2009: 47).

Türkiye’de A tipi fonlar ile B tipi fonların 1998 Ocak 2000 Haziran dönemi için performansını inceleyen çalışmada, Sharpe, Treynor, Jensen ile Graham Harvey kriterlerine göre benzer sıralamanın elde edildiği belirtilmiştir. Ayrıca, ilgili dönemde en uygun yatırım aracı olarak hazine bonosunun ön plana çıktığı belirtilmektedir. A tipi ve B tipi fonların ise İMKB 100 endeksinden sonra geldiği vurgulanmıştır (Gürsoy ve Erzurumlu, 2001: 43).

A tipi yatırım fonlarının performansını İMKB ile fon endeksi kapsamında inceleyen çalışmada, fonların İMKB endeksine göre düşük performansa sahip oldukları ifade edilmiştir. Buna karşılık, fon endeksine göre göreceli yüksek performansa sahip oldukları vurgulanmıştır (Yıldız, 2005:185).

A tipi yatırım fonları kapsamında yöneticilerin zamanlama kabiliyeti ile performans ilişkisini araştıran çalışmada, 2002-2005 dönemi için, performans ölçüm yöntemlerinin farklı sonuçlar verdiği belirtilmiştir (Arslan, 2005:1,18)

Türkiye’de Ocak 2003 Aralık 2005 dönemindeki dört ayrı fon türüne ait 20 fonun riske duyarlı performansını inceleyen bir diğer çalışmada, performans ölçüm tekniklerinin benzer sonuçlar verdiği belirtilmiştir. Buna karşılık, bu tekniklerin özelliklerinden dolayı performans sıralamasının değişebileceği vurgulanmıştır (Teker vd, 2008: 103).

Türkiye’deki A tipi ile B tipi Yatırım Fonları Performansının Devamlılığını inceleyen çalışmada, A tipi fonların kısa dönemli göreceli ve mutlak performans devamlılığı gösterdiği belirtilmiştir. Buna karşı, uzun dönemde bu devamlılığın görülmediği vurgulanmıştır. İlgili çalışmada, B tipi fonların kısa dönemli/uzun dönemli göreceli ve mutlak performans devamlılığının bulunduğu gözlemlenmiştir. İlgili çalışmada, A tipi ve B tipi fonların kısa vadeli mutlak devamlılığının farklı piyasalarda elde edilen sonuçlara paralel olduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede, az

gelişmiş ülkelerde vadelerin kısalığının yatırım fonları açısından da söz konusu olduğu vurgulanmıştır (Akel, 2007: 173).

Türkiye’de yatırım fonlarının kısa ve uzun dönemli performans devamlılığını inceleyen çalışmada, parametrik metotlar ile veri zarflama analizi yardımıyla yatırımcı tercihleri belirlenmiştir. Bu kapsamda, veri zarflama analizinin farklı bir tercih yöntemi olarak yatırım fonları açısından ön plana çıktığı görülmüştür. Veri zarflama analizi sonuçlarına göre, A tipi yatırım fonları için değişken fonun; B tipi yatırım fonu için likit fon, tahvil bono fonu ile değişken fonun performanslarının daha uygun olduğu vurgulanmıştır (Atan vd, 2008:64).

Hisse senedi yatırım fonları ile esnek emeklilik fonlarının performansını Ocak 2007 ile Eylül 2008 dönemi için 11 farklı oranla ölçmeyi amaçlayan çalışmada, yatırım fonları için risk getiri paradoksunun varlığı, risk çeşitlendirmesi ve menkul kıymet seçimindeki üstünlüğün görüldüğü belirtilmektedir. Emeklilik fonları açısından da analiz dönemi için fon getirilerinin devamlılığının bulunmadığı vurgulanmıştır (Kurun vd, 2008: 184).

Türkiye’de 2000 ve 2006 döneminde seçilmiş A tipi ve B tipi yatırım fonlarının performansını Sharpe, Treynor, Alfa endeksleri ile söz konusu yöntemlerdeki değişkenlerin girdi şeklinde değerlendirildiği veri zarflama yöntemine göre araştırılan çalışmada, adı geçen tekniklerin benzer sonuçlar verdiği vurgulanmıştır (Eken ve Pehlivan, 2009: 106-107)

4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Analiz için gerekli veriler Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Türkiye Bankalar Birliği ve Hazine Müsteşarlığı’nın raporlarından sağlanmıştır. Bu çerçevede, İMKB 100 Endeksinin yıllık getirisi, A ve B tipi fonların yıllık getirileri ile kamu kâğıtlarındaki yıllık faiz oranları portföy performansının analizi için gerekli veri setini oluşturmuştur. İMKB endeksinin getirisi incelendiğinde dalgalı bir seyrin olduğu görülmektedir. 2000 yılında -0,38 olan İMKB 100 endeksi, 2008’de -0,52’ye kadar gerilemiştir. Bu aynı zamanda en düşük getirinin sağlandığı yıl olarak ön plana çıkmaktadır. Bunun nedenleri arasında, risk isteğinde düşüş, uluslar arası piyasaların dengesiz hale gelmesi, sermaye hareketlerinin tersine işlemesi ile

fiyatlamadaki değişiklik sonucu portföy tercihlerinin farklılaşması gösterilmektedir. (Türkiye Bankalar Birliği [TBB], 2009: I-30)

Tablo 1: İMKB-100 Endeksinin Getirisi

2000	-0,38
2001	0,46
2002	-0,25
2003	0,80
2004	0,34
2005	0,59
2006	-0,02
2007	0,42
2008	-0,52

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği [TSPAKB], 2009: 58

A ve B tipi fon endekslerinin getirileri incelendiğinde dalgalı bir seyrin olduğu görölmektedir. 2000'de A ve B tipi fonların getirileri sırasıyla 0,1880 ve 0,324 olarak gerçekteşmiştir. 2008 yılında ise A tipi fonun getirisi -0,31 olurken B tipi fonun getirisi 0,1250 olmuştur. 2008 yılında, küresel kriz ve piyasa fiyatlarındaki düşüşle beraber yatırım fonlarının toplam portföy büyüklüğindeki küçülmenin ön plana çıktığı vurgulanmıştır (TSPAKB, 2009: 48,71-72).

Tablo 2 Fon Endeksleri Getirileri (TL)

	A Tipi	B Tipi
2000	18,80%	32,40%
2001	37,00%	109,80%
2002	-1,70%	52,00%
2003	59,90%	33,90%
2004	18,00%	17,10%
2005	38,20%	11,40%
2006	1,70%	10,30%
2007	20,40%	11,80%
2008	-31,00%	12,50%

Kaynak: TSPAKB, 2009: 77.

Yıllık faiz oranları da dalgalı seyir izlemesine rağmen incelenen dönemde sürekli pozitif değerler almıştır. 2000 yılında 0,362 olan faiz oranlarının, 2008’de azalarak %18’e kadar düştüğü görülmektedir. Faiz oranlarının dalgalı azalan bir seyir izlemesinin başlıca nedenleri iktisadi faaliyetlerin önemli ölçüde hızını kaybetmesi ile emtia fiyatlarının azalması gösterilmektedir. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2009: 30)

Tablo 3: Yıllık Faiz Oranları (Kamu Kâğıtları)

2000	0,362
2001	0,996
2002	0,627
2003	0,46
2004	0,247
2005	14%
2006	22%
2007	17%
2008	18%

Kaynak: TBB, 2009: 12.

Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr>, Erişim Tarihi: 2005

A tipi fonlar ile B tipi fonların performansı, geleneksel ölçüm yöntemlerinden Sharpe rasyosu, Treynor rasyosu ve Jensen performans ölçütüne göre hesaplanmıştır. Bunun için öncelikle 2000-2008 döneminde İMKB 100 endeksinin getirisi, yıllık faiz oranları ile A ve B tipi fonlara ait beta değerleri kullanılarak, ortalama yıllık getiri, ortalama risksiz faiz, ortalama standart sapma ve ortalama beta değerleri elde edilmiştir.

Tablo 4: İMKB 100 Endeksi, A Tipi ve B Tipi Fonlar için Ortalama Değerler

	İMKB 100	A Tipi Fon	B Tipi Fon
Ort. Yıllık Getiri	0,161	0,179	0,324
Ort. Risksiz Faiz	0,378	0,378	0,378
Ort. Std. Sapma	0,4648	0,264	0,323
Ort. Beta	1	0,44	0,08

5. DEĞERLENDİRME

Bulunan değerler, risk odaklı performans göstergelerinin formüllerine uygulandığında aşağıdaki rakamlara ulaşılmıştır.

Tablo 5: İMKB 100 Endeksi, A Tipi ve B tipi Fonların Risk Odaklı Performans Değerleri

	İMKB-100	A Tipi Fon	B Tipi Fon
Sharpe Rasyosu	-0,48	-1,28	-0,86
Treynor Rasyosu	-0,22	-0,45	-0,68
Jensen performans göstergesi	-	-0,1	-0,04

Buna göre, A tipi fon için Sharpe rasyosu, Treynor rasyosu ve Jensen performans ölçütü sırasıyla -1.28, -0.45, -0.1 olarak gerçekleşirken; B tipi fon için söz konusu değerler -0.86, -0.68 ve -0.04 olarak bulunmuştur. Bu çerçevede, her üç performans göstergesinin negatif çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte, piyasa endeksinin de (İMKB 100) Sharpe ve Treynor endeksleri negatif olarak çıkmıştır. Her üç yönetime göre performans değerlerininse farklı olduğu gözlemlenmektedir.

Sharpe rasyosu açısından değerlendirildiğinde, 2000-2008 döneminde piyasa endeksinin performansının A ve B tipi fonlarının performansına göre yüksek olduğu görülmektedir.

Sharpe Rasyosu $İMKB-100 > Sharpe Rasyosu_{A Tipi Fon}$
Sharpe Rasyosu $İMKB-100 > Sharpe Rasyosu_{B Tipi Fon}$

Sharpe rasyosunun pozitif bir değer alması ve büyüklüğünün portföyün performansı açısından olumlu yorumlanacağı belirtilirken, negatif bir değer alması durumunda risksiz getirinin menkul kıymet getirisine göre daha iyi olduğu vurgulanmaktadır.(Hirschey ve Nofsinger, 2006:142; Gürsoy ve Erzurumlu, 2001:47,52) A ve B tipi fonlar incelendiğinde, Sharpe rasyosunun negatif olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu kapsamda, her iki fonun performansının risksiz getiriyi aşamadığı ifade edilebilir.

Sharpe Rasyosu $A Tipi Fon < 0$
Sharpe Rasyosu $B Tipi Fon < 0$

Treynor rasyosu açısından değerlendirildiğinde, inceleme konusu dönemde İMKB 100 endeksinin performansının A ve B tipi fonlara göre daha iyi olduğu görülmektedir.

Treynor Rasyosu $_{İMKB-100} >$ Treynor Rasyosu $_{A \text{ Tipi Fon}}$
Treynor Rasyosu $_{İMKB-100} >$ Treynor Rasyosu $_{B \text{ Tipi Fon}}$

Treynor rasyosunun artı bir değer alması ve büyüklüğünün portföyün performansı açısından olumlu yorumlanacağı belirtilirken, getiri performansındaki düşüklük ile performanstaki başarıya karşılık riskin düşüklüğünün Treynor rasyosunun eksi değer almasına neden olabileceği belirtilmektedir. Bu çerçevede, risksiz getirinin ortalama getiriden büyük olması ve betanın artı değer alması veya beta eksiyken, risksiz getirinin ortalama getiriden küçük olması durumunda Treynor rasyosunun eksi değer alacağı ifade edilmektedir. (Hirschey ve Nofsinger, 2006: 143; Reilly ve Brown, 2006:1047) A ve B tipi fonlar incelendiğinde de betaların pozitif olarak gerçekleştiği, risksiz getirinin her iki portföyün ortalama getirisinden büyük olduğu görülmektedir.

Treynor Rasyosu $_{A \text{ Tipi Fon}} < 0$
Treynor Rasyosu $_{B \text{ Tipi Fon}} < 0$

A ve B tipi fonların Jensen performans göstergesinin negatif çıkması, portföylerin iyi yönetilemediğini göstermektedir. Bu çerçevede, A ve B tipi fonların Finansal Varlık Pazar Doğrusu'nu geçemedikleri ve dolayısıyla performanslarının düşük olduğu gözlemlenmektedir.(Arslan, 2005: 10; Gürsoy ve Erzurumlu, 2001: 45; Nitish vd, 2009:47)

Jensen performans göstergesi $_{A \text{ Tipi Fon}} < 0$
Jensen performans göstergesi $_{B \text{ Tipi Fon}} < 0$

6. SONUÇ

Türkiye'de A ve B tipi yatırım fonlarının 2000-2008 dönemindeki performans göstergeleri, fon performansının beklentilerin altında kaldığını göstermektedir. Sharpe ve Treynor rasyolarına göre elde edilen negatif performans değerleri, İMKB 100 Endeksi ile risksiz menkul kıymetlerin incelenen dönemde daha yüksek getiri sağladığının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Jensen performans ölçütü için de negatif değerler, bu portföylerin performansının piyasanın gerisinde kaldığını göstermektedir.

Bu kapsamda, incelenen dönemde ortalama faiz oranlarının her üç yatırım aracının ortalama yıllık getirisinden fazla olmasının ve beta değerlerinin pozitif olmasının performans değerlerinin negatif çıkmasında önemli rol oynadığı görülmektedir. Ayrıca, yapılan değerlendirmede söz konusu performans değerlendirme yöntemlerinin

farklı sonuçlar verdiği de gözlemlenmiştir. Bu nedenle, bu yöntemlerin birlikte kullanımının portföy performansının analizi için önemli olduğu düşünülmektedir.

Türkiye’de ve diğer ülkelerde portföy performansının ölçümüne yönelik çalışmalarda da söz konusu yöntemlerin birlikte değerlendirilmesi bunu doğrulamaktadır.

Ekonomilerin değişen şartlara sahip olması menkul kıymet yatırımlarının da esnek olmasına neden olmaktadır. Bu kapsamda, bireysel ve kurumsal portföylerde ekonomik gelişmelere paralel olarak alım satımlar yaşanmaktadır. Her yatırımda olduğu gibi portföy yatırımlarında da katlanılması gereken sistematik riskler bulunmaktadır. Bu risklerin en aza indirilmesi için uygun ekonomik koşulların varlığıyla birlikte kapsamlı bir finansal analiz sürecine ihtiyaç duyulmaktadır. Performans ölçüm yöntemleri de yatırımcıların bu ihtiyacını karşılamak için geliştirilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu yöntemlerin özelliklerine uygun şekilde kullanılmasının yatırımcılara daha güvenilir bilgiler sağlayacağı kuşkusuzdur.

KAYNAKÇA

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*, Cilt:22, Sayı:2, 147-177.

Arnold, G.,(2004), **The Financial Times Guide to Investing**, Harlow, FT Prentice Hall.

Arslan, M., (2005), “A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002–2005 Dönemi Bir Uygulama”, *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi* Sayı: 2, 1-21.

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

Bhargava, R, Gallo J. G and Swanson. P. E.,(2001), “The Performance of Asset Allocation and Investment Style of International Equity Managers”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 17, 377-395.

Bodie, Z., Kane, A and Marcus, A. J. (2007)., **Investments**. Seventh Edition, New York, McGraw Hill International Edition.

Bolak, M., (2001), **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. 4. Bası, İstanbul, Beta Yayınevi.

Breuer, W and Gürtler. M., (2003), “Performance Evaluation and Preferences Beyond Mean Variance”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol 17, No 2, 213-233.

Cesari, R and Panetta, F., (2002), “The Performance of Italian Equity Funds”, *Journal of Banking and Finance*, 26, 99-126.

Ceylan, A ve Korkmaz T., (2006), **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 3. Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi.

Chaudhry, A and Johnson H. L., (2008), “The Efficacy of the Sortino Ratio and Other Benchmarked Performance Measures Under Skewed Return Distributions”, *Australian Journal of Management*, Vol. 32, No. 3, 485-502.

Chen Z and Ruiyue L., (2006), “Mutual Fund Performance Evaluation Using Data Envelopment Analysis with New Risk Measures”, *OR Spectrum*, 28, 375-398.

Eken, M. H ve Pehlivan E., (2009), “Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans Ölçümleri ve VZA Analizi”, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 23, Sayı:83, 85-114.

Eling, M and Schuhmacher, F (2007), “Does the choice of performance measure influence the evaluation of hedge funds?” *Journal of Banking and Finance*, 31, 2632–2647.

Farinelli, S, Ferreira, M, Rossello, D, Thoeny M and Tibiletti, L, (2008), “Beyond Sharpe ratio: Optimal Asset Allocation Using Different Performance Ratios”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2057–2063.

Gürsoy, C. T ve Erzurumlu Y. Ö, (2001), “Evaluation of Portfolio Performance of Turkish Investment Funds”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4, 43-58.

Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr>, [10 Ekim 2005].

Hirschey, M and Nofsinger, J., (2007), **Investments: Analysis and Behaviour**, New York, Mc Graw Hill.

Hübner, G., (2005), “The Generalized Treynor Ratio”, *Review of Finance* 9: 415–435.

Investopedia (2009), Jensen’s Measure, <http://www.investopedia.com/terms/j/jensensmeasure.asp>, [15 Eylül 2009].

Investopedia (2009), Sharpe Ratio, <http://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>, [15 Eylül 2009].

Jagic, T., Podobnik, B., Strasek, S and Jagic, V., (2007), “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds: Some Tests”, *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 233-244.

Karaşin, G. A., (1986), **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:4, Ankara.

Konuralp, G., (2005), **Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, 2. Baskı, İstanbul, Alfa Yayınları.

Korkmaz, T. ve Uygurtürk H., (2007), “Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 3, Sayı 5, 37-52.

Korkmaz, T ve Pekkaya M., (2009), **Finans Matematiği**, 2. Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi.

Kurun, E., Akçay, M.B., Dayıoğlu A ve Yücel S., (2008), “Yatırım Fonlarının Performans Analizinde Kullanılan Risk Bazlı Ölçüm Teknikleri ve Türk Yatırım Fonları Üzerinde Bir Uygulama”, *Küresel Dalgalanmalar ve Finans Sektörüne Yansımaları Bildiriler Kitabı*. İstanbul, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, 171-185.

Küçükkoçaoğlu, G. Endeks Modelleri.
<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/investendeksmodelleri.pdf>, [5 Ocak 2010].

Lien, D, (2002), “A Note on the Relationships Between Some Risk Adjusted Measures”, *The Journal of Futures Markets*, Vol. 22, No. 5, 483-495.

Mc Donald, R. (2007), **Derivatives Markets**, UK, Pearson International Edition.

Murthi, B.P.S., Yoon K. C and Preyas D., (1997), “Efficiency of Mutual Funds and Portfolio Performance Measurement: A Non-Parametric Approach”, *European Journal of Operational Research*, 98, 408-418.

Nitish, B., Sawku, R., Boopen, S., Vinesh S and Suraj, F. (2009), “Analyzing Mutual Funds Performance: The Case of Emerging Mauritian Economy”, *The Icfai University Journal of Financial Economics*, Vol. VII, No. 2, 47-60.

Reilly, F. K. and Brown K. C, (2006), **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8th Edition, USA, Thomson Higher Education.

Ross, S. A., Westerfield, R. W and Jordan, B. D., (2006), **Corporate Finance Fundamentals**, 7th Edition, New York, McGraw Hill ISE Edition.

Simons, K.,(1998), “Risk Adjusted Performance of Mutual Funds”, *New England Economic Review*, 33-48.

Teker, S., Karakurum E ve Tav O., (2008), “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 9(1), 89-105.

Tunçel, A. K., (2009), “Beta Tahmininde Getiri Aralığı Etkisi: İMKB Örneği”, *Ege Akademik Bakış*. 9 (1), 131-139.

TBB (2009), **Bankalarımız 2008**, Yayın No. 264, İstanbul.

TCMB (2009), **Yıllık Rapor 2008**, Ankara.

TSPAKB (2009), **Türkiye Sermaye Piyasası 2008**, Yayın No.41, İstanbul.

Von Wyss, R., (2001), “Performance Measurement of Equity Funds – Do the SPSS Enhance Transparency?”, *Financial Markets and Portfolio Management* Volume 15, Number 2, 173-186.

Yıldız, A.,(2005), “A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Sayı 14, 185-202.

Zakamouline, V ve Koekebakker, S. (2009), “Portfolio performance evaluation with generalized Sharpe ratios: Beyond the mean and variance”, *Journal of Banking and Finance*, 33, 1242–1254.