

## Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi: Türkiye Örneği<sup>1</sup> (The Comparative Performance Analysis of the Pension Mutual Funds: Turkish Sample)

Ömer İSKENDEROĞLU<sup>a</sup>, Seçkin ARSLAN<sup>b</sup>, Mehmet Sinan ÇELİK<sup>c</sup>

<sup>a</sup>Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İşletme Bölümü, Türkiye. [oiskenderoglu@ohu.edu.tr](mailto:oiskenderoglu@ohu.edu.tr)

<sup>b</sup>Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, Türkiye. [sarslan@ohu.edu.tr](mailto:sarslan@ohu.edu.tr)

<sup>c</sup>Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, Türkiye. [mehmetsinancelik@ohu.edu.tr](mailto:mehmetsinancelik@ohu.edu.tr)

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
<b>Anahtar Kelimeler:</b> Emeklilik Yatırım Fonları Performans Değerlendirme Sharpe Oranı Treynor Oranı Jensen Ölçütü  Gönderilme Tarihi 25 Temmuz 2019 Revizyon Tarihi 12 Eylül 2019 Kabul Tarihi 15 Eylül 2019  <b>Makale Kategorisi:</b> Araştırma Makalesi	<b>Amaç</b> – Bu çalışma, bireysel emeklilik sisteminde değerlendirilen fonları, performans ölçüm modelleri ile analiz etmeyi amaçlamıştır. <b>Yöntem</b> – Yöntem olarak riskin standart sapma ile ifade edildiği Sharpe Oranı, performans ölçütü ile birlikte sistematik riski(beta) esas alan Treynor Oranı ve Jensen Ölçütü kullanılmıştır. Hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirmesinde karşılaştırma ölçütü olarak ise pazar endeksi kabul edilen BİST-100 endeksi kullanılmıştır. <b>Bulgular</b> – Çalışmadan elde edilen sonuçlar, analize konu 19 hisse senedi emeklilik yatırım fonunun 16'sının BİST-100'ün getirisinden daha iyi bir performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Kalan 3 hisse senedi emeklilik yatırım fonu ise BİST-100 getirisinden daha düşük getiriye sahip olduğu için başarılı performans sergileyememiştir. Elde edilen sonuçlar incelendiğinde, kullanılan performans ölçme modellerinin tamamında benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile performans ölçüm modellerinin sistematik riski veya toplam riski baz almasının performans sonuçlarını değiştirmedeği görülmüştür. <b>Tartışma</b> – Elde edilen sonuçlar yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde, fon performansı ölçümünde kullanılan yöntemler arasında bir farklılık görülmediği için performans değerlendirilmesinde istenilen yöntemin kullanılabilmesi ifade edilebilir. Ancak çalışmadan elde edilen sonuçlar sadece örnekteki yatırım fonları için geçerlidir. Daha farklı tipteki yatırım fonlarının incelendiği ve/veya karşılaştırıldığı analizler ise yeni çalışmaların konusunu oluşturacaktır.
ARTICLE INFO	ABSTRACT
<b>Keywords:</b> Pension Mutual Fund Performance Evaluation Sharpe Ratio Treynor Ratio Jensen  Received 25 July 2019 Revised 12 September 2019 Accepted 15 September 2019  <b>Article Classification:</b> Research Article	<b>Purpose</b> – This study aimed to analyze the funds evaluated in the private pension system with performance measurement models. <b>Design/methodology/approach</b> – Sharpe Ratio where risk is expressed as standard deviation, Treynor Ratio and Jensen Criterion based on systematic risk (beta) as well as performance criterion were used. In the performance evaluation of stock pension mutual funds, BIST-100 index, which is accepted as market index, is used as a benchmark. <b>Findings</b> – The obtained results of the study show that 16 out of 19 analyzed stock pension mutual funds outperformed the returns of BIST-100. The remaining 3 stock pension mutual funds did not perform successfully as they had lower returns than of the BIST-100 yield. When the results obtained were examined, similar results were reached in all performance measurement models. In other words, performance measurement models based on systematic risk or total risk did not change performance results. <b>Discussion</b> – When the results obtained are evaluated for the investors, it can be said that the desired method can be used in the performance evaluation since there is no difference between the methods used in fund performance measurement. However, the results obtained from the study are valid only for mutual funds in the sample. Analyses where different types of mutual funds are examined and / or compared will constitute the subject of new studies.

<sup>1</sup> Bu çalışma (SOB 2018/03 BAGEP) Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Bilimsel Araştırma Projeleri Koordinasyon Birimi tarafından desteklenmiştir.

### Önerilen Atıf/ Suggested Citation

İskenderoğlu, Ö., Arslan, S., Çelik, M. S. (2019). Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi: Türkiye Örneği, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11 (3), 2114-2120.

## 1. GİRİŞ

Dünyada birçok ülke tarafından, 1800'lü yıllardan itibaren uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sistemi(BES), var olan emeklilik sistemlerini tamamlayan modern bir emeklilik sistemidir. BES ile birlikte hızlı bir şekilde gelişim gösteren emeklilik yatırım fonları, BES'i uygulayan ülkelerin önemli ekonomik unsurları arasında yer almaktadır. Türkiye'de de 27 Ekim 2003 tarihinden itibaren uygulanmaya başlayan BES'te, 1 Ocak 2017 tarihinden itibaren uygulanmakta olan otomatik katılım sistemi ile birlikte 2019 yılı Haziran ayı itibariyle 12 Milyona yakın katılımcı ve yaklaşık 105 Milyar Türk Lirası emeklilik yatırım fonu büyüklüğüne ulaşılmıştır. Sermaye piyasalarında da önemli bir yere sahip olan emeklilik yatırım fonlarının hacmi Türkiye'de de giderek artış göstermektedir. Bu fonlarının gösterdiği performans ise hem sermaye piyasaları, hem de yatırımcılar açısından büyük öneme sahiptir. Emeklilik yatırım fonlarında bulunan tasarruflar, para ve sermaye piyasalarında kullanılmakta ve bu tasarruflar, Türkiye ekonomisi için can suyu olarak görülmektedir.

Bu çalışma, bireysel emeklilik sisteminde değerlendirilen fonları, performans ölçüm modelleri ile analiz etmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda sistemde bulunan fonların nasıl ve ne şekillerde değerlendirildiği açıklanarak, Türkiye'de bireysel emeklilik sisteminin gelişmesi, kullanımının yaygınlaşması ve emeklilik yatırım fon çeşitliliğinin artması ile analizin daha kapsamlı bir şekilde yapılması, yatırımcılara daha doğru karar alma imkanı sağlayabilecektir.

Çalışmada, BES içerisinde yer alan emeklilik yatırım fonlarının 2014-2017 yılları arasında gösterdiği performanslar ölçülmüştür. Yapılan analizi sonucunda elde edilen bulgular, Türkiye'deki finansal piyasalar açısından en önemli göstergelerden biri olan BİST-100 endeksinin performansı ile karşılaştırılmıştır. Çalışmada hisse senedine bağlı emeklilik yatırım fonlarının performansları; Treynor Oranı, Sharpe Oranı ve Jensen Ölçütü gibi geleneksel yöntemler kullanılarak ölçülmüş ve yorumlanmıştır. Çalışmada öncelikle giriş yapılmış, yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarının performans analizlerini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra çalışmada kullanılan veriler ve yöntemler açıklanarak, yöntemlerin uygulanmasıyla elde edilen bulgular paylaşılarak, çalışma genel bir değerlendirme yapılarak tamamlanmıştır.

## 2. KONUYA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI

Harry Markowitz tarafından ortaya konan ve modern portföy teorisi ile önem kazanan portföy performans testleri; 1964 yılında Sharp ve 1965 yılında ise Litner'in yaptığı çalışmalar ve finansal varlık değerlendirme modelinin de kabul görmesiyle finans alanında önemli bir hale gelmiştir. 1960'lı yıllarda ilgi odağı olan yatırım performans ölçümü, bu dönemde bu çalışmada kullanılan 1965 yılında Treynor, 1966 yılında Sharpe ve 1968 yılında ise Jensen ile hızlı bir ivme kazanmıştır. Sharpe (1966), çalışmasında 1954-1963 yıllarında faaliyet gösteren 34 adet yatırım fonunun performansını Sharpe ve Treynor Oranlarına göre değerlendirmiş ve yatırım fonlarının önemli bir bölümünün gösterge portföyünün altında bir performans sergilediği sonucuna varmıştır. Jensen (1968) çalışmasında ise 1945-1964 yılları arasında faaliyet gösteren 115 adet yatırım fonunun performansı fon yöneticilerinin seçicilik kabiliyetinin göstergesi üzerinde yoğunlaşarak incelenmiş ve fon yöneticilerinin düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

McDonald (1973) çalışmasında 1964-1969 yıllarında faaliyette olan yatırım fonlarının aylık getirileri ile Sharpe, Jensen ve Treynor Oranları hesaplamış ve fonların risk seviyelerinin artması ile getirilerinin de arttığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Dahlquist, vd.(2000), çalışmasında 1993-1997 yıllarında faaliyette olan 210 adet fonun performansını alfa katsayısı ile ölçülmüştür. Bu çalışma sonucunda örnekleme yer alan fonların üstün bir performansa sahip olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Vysniauskas ve Rutkauskas (2014) çalışmasında ise yatırım fonlarının performansları için standart sapma, alfa, beta, Sharpe ve Treynor Oranını kullanmış ve en iyi sonucun alfa tarafından verildiğini, diğerlerinin ise yatırım fon performansları ile ilişkilerinin olmadığını ifade etmişlerdir.

Türkiye üzerine gerçekleştirilen Erçekin (1997) çalışmasında 36 adet A-Tipi ve 53 adet B-Tipi yatırım fonunun haftalık getirileri ile fon performansını ölçmüş ve düşük bir performans sergilediği sonucuna ulaşmıştır. Karacabey (1999) çalışmasında ise 1997 yılı Ocak ayı ile 1999 yılı Haziran ayı arasında faaliyet gösteren 7 adet A-Tipi hisse senedi fonunun performansı ölçerek, fonların sistematik risk seviyelerinin düşük, performanslarının da negatif olduğu sonucuna ulaşmıştır. Canbaş ve Kandır (2004) çalışmasında, 1996-2000 yılları arasında 29 adet A-Tipi ve 52 adet B-Tipi fonun aylık getirilerini kullanarak performanslarını incelemiş ancak 1996-2000 yılları arasında yatırım fonlarının performanslarının süreklilik arz etmediğini ifade etmişlerdir. Benzer şekilde Arslan (2005) çalışmasında 2002-2005 yılları arasında faaliyet gösteren 45 adet A-Tipi fonun performansını Sharpe, M<sup>2</sup>, Jensen ve Treynor Ölçütleri ile hesaplanmıştır. Bu çalışma sonucunda fonların performanslarının düşük kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Korkmaz ve Uygurtürk (2008) ise çalışmasında 2004 yılı Ocak ayı ile 2006 yılı Haziran ayı arasında faaliyet gösteren 46 adet emeklilik yatırım fonunun performansını yine aynı dönemde faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarının performansları ile karşılaştırmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar incelendiğinde, yatırım fonlarının emeklilik yatırım fonlarına göre daha başarılı olduğu tespit edilmiştir. Risk odaklı bir bakış açısı ile konunun incelendiği Teker vd.(2008) çalışmasında 20 adet fon için risk odaklı performans ölçümü uygulanmış ve bazı fonların risk oranı yüksek olmasına rağmen düşük getiriler sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca Korkmaz ve Uygurtürk (2010) bir diğer çalışmasında 2006-2009 yılları arasında faaliyet gösteren hisse senedi yatırım fonları ile hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının performansları karşılaştırılmış ve iki fonun performansının da birbirine benzer sonuçlar verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Emeklilik fonları üzerine gerçekleştirilen bir diğer çalışma olan Ege vd. (2011) çalışmasında ise 2008 yılı Ekim ayı ile 2010 yılı Eylül ayı arasında faaliyet gösteren 80 emeklilik yatırım fonunun performansını Sharpe ve M<sup>2</sup> Ölçütleri ile değerlendirmiş ve hiçbirinin pazar portföyünden daha iyi performans sergileyemediği sonucuna ulaşmıştır. Fon tiplerine göre performansların karşılaştırıldığı Gökgez ve Günel (2012) çalışmasında A-Tipi, B-Tipi ve Değişken fonlarının Sharpe, Treynor, Jensen ve Sortino Ölçütleri ile performans analizi yapmış ve tüm ölçütlerin birbiri ile benzer sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Ayaydın (2013) çalışmasında ise 2010-2012 yılları arasında faaliyette olan 34 esnek ve dengeli emeklilik yatırım fonunun performansı, Sharpe, M<sup>2</sup>, Sortino, Treynor, T<sup>2</sup> ve Jensen Ölçütü ile hesaplanarak karşılaştırmış ve performans ölçütlerinin birbirlerine yakın sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Fon performanslarını karşılaştıran Gümüş ve Üngir (2014) çalışmasında 2008-2012 yılları arasında işlem gören A-Tipi, B-Tipi ve Değişken fonlarının performansları Sortino, Treynor, Sharpe, Jensen, M<sup>2</sup> ve T<sup>2</sup> Ölçütlerini kullanarak hesaplanmıştır. Yapılan bu analiz sonucunda, toplam riski esas alan ölçütlerin başarılı, sistematik riski esas alan ölçütlerin ise başarısız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada bireysel emeklilik sistemi ile ilgili kanun ve yönetmelikler güncel şekilde verilmiştir. Çalışmanın literatüre bir diğer katkısı analiz dönemlerinin BES sisteminin en yoğun olarak kullanılmaya başlandığı bir dönemi kapsamasıdır. Bu durum daha sağlıklı ve gerçekçi değerlendirme yapmak için önemli bir katkı olarak görülmektedir.

### 3. VERİ VE YÖNTEM

Yapılan bu çalışma ile Türkiye’de BES içerisinde yer alan emeklilik yatırım fonlarının 2014-2017 yılları arasında gösterdiği performanslar farklı yöntemler ile ölçülmüştür. Bireysel emeklilik sisteminde; hisse senedi, borçlanma araçları, katılım, karma, para piyasası, kıymetli madenler, endeks, fon sepeti, değişken, standart, ve yaşam döngüsü/hedge olmak üzere 11 farklı emeklilik yatırım fonu bulunmaktadır (BETYSK, Md.15). Bu çalışma örneğinde hisse senedine bağlı olan emeklilik yatırım fonları kullanılmıştır. Performans analizi sonucu elde edilen sonuçlar, BİST-100 endeksinin performansı ile karşılaştırılmıştır.

Çalışmada 19 adet hisse senedi emeklilik yatırım fonunun 4 yıllık verisi Sermaye Piyasası Kurulu aylık bültenlerinden temin edilmiş ve ilgili fonların getirileri ay sonu fiyatları dikkate alınarak  $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$  şeklinde hesaplanmıştır. Fon performansları ise riskin standart sapma ile ifade edildiği Sharpe Oranı, performans

ölçütü ile birlikte sistematik riski diğer bir ifade ile betayı esas alan Treynor Oranı ve Jensen Ölçütü kullanılarak ölçülmüştür.

TCMB'nin web sitesinden elde edilen "İhale Yöntemiyle Satılan Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri" tutarları risksiz faiz oranının hesaplanmasında kullanılmıştır. Elde edilen veriler bileşik faiz oranı şeklinde olduğundan, aylık faiz oranına aşağıda belirtilen şekilde dönüştürülmüştür;

$$r=(r_t + 1)^{1/12}-1$$

r: aylık faiz oranını

r: aylık ortalama faiz oranını ifade eder.

Sharpe Oranı, standart sapmayı esas alan yöntemlerdendir. Riske göre düzenlenmiş kullanımı ile basit ve yaygın bir şekilde bilinen performans ölçme yöntemlerinden biridir. Sharpe Oranı aşağıdaki şekilde ifade edilebilir(Sharpe, 1966, s.127):

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a}$$

R<sub>a</sub> : Portföyünün ortalama getirisi

R<sub>f</sub> : Risksiz faiz oranı

σ<sub>a</sub> : a portföyünün standart sapması

Sharpe Oranı, portföye ait toplam riski standart sapma ile tanımlamaktadır. Azalan standart sapma veya artan getiri Sharpe Oranını artırırken, bunun tam tersi durumda yükselen standart sapma veya düşen getiri Sharpe Oranını azaltmaktadır (Sharpe, 1966, s.127).

Portföylerin performansını ölçmede kullanılan tek parametrelilik risk/getiri ölçütlerinden en çok kullanılan oranlardan bir diğeri ise Treynor Oranı'dır. Treynor Oranı, risksiz faiz oranına göre düzeltilmiş portföy getirileri bu defa portföyün beta değerine bölünerek hesaplanmaktadır(Korkmaz T., 2013, s. 203.).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

r<sub>p</sub>=Portföy getirisi

r<sub>f</sub>=Risksiz faiz oranı

β<sub>p</sub>=Portföy betası

Formüldeki pay, Sharpe Oranına benzer şekilde, portföy getirisinden risksiz faiz oranının çıkarılması ile bulunurken, payda ise portföy getirisinin sistematik riskini veya betasını ifade etmektedir. Treynor Oranının yüksek hesaplanması başarılı bir performans göstergesi anlamına gelebilir. Her birim riske karşı sağlanan getiriyi ölçen yöntemler, baz alınan risk ölçütüne bağlıdır. Bilinen bir yatırım grubuna yatırım yapan kişi bakımından yatırımların çeşitlenmesi büyük bir önem arz etmektedir. Başka bir ifade ile emeklilik yatırım fonlarına benzer portföyler büyük hacimleri sebebiyle çok fazla yönetici kontrol ettiği için, böyle durumlarda beta daha iyi bir risk ölçütü olarak görülebilmektedir. Bu nedenden dolayı Treynor Oranının dikkate alındığı performans ölçümlerinden daha yararlı sonuçlar alındığı ifade edilebilir(Korkmaz T., 2013, s. 203).

Treynor ve Sharpe Oranları portföylerin karşılaşacağı riski değil piyasa riskini gösteren sistematik riski esas almaktadır. Treynor ve Sharpe, iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün, hem piyasaların dalgalanması ile ortaya çıkan hemde portföyü meydana getiren menkul kıymetlerdeki dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkan risk ile de yüz yüze kaldığını dile getirmiştir. Treynor ve Sharpe, bir portföyün belirli bir süreçteki performansının, o portföyün ortalama getirisinin baz alınarak değerlendirilmesinin yanıltıcı olacağını ifade etmektedir(Ayaydın, 2013, s. 66).

Jensen (1968)'in geliştirdiği Jensen Ölçütü portföyün ortalama getirisi aracılığı ile finansal varlık piyasa doğrusu üzerinde bulunan portföyden elde edeceği getiri farkını ölçmektedir. Jensen Ölçütü, performansı tek bir değerle, portföyün ortalama getirisinin menkul kıymet piyasa doğrusundan ayrışma derecesi ile ölçmektedir. İfade edilen ölçüt, fon getirileri ile pazar getirileri ilişkisi ile oluşturulan regresyon modelinin sabit terimini ifade eden alfa katsayısını temsil etmektedir. Alfa katsayısının pozitif hesaplanması portföy yöneticisinin başarılı, alfa katsayısının negatif hesaplanması ise portföt yöneticisinin başarısız olduğunu ifade edebilir. Diğer bir ifadeyle, negatif hesaplanan alfa, riske göre düzeltilmiş düşük performansı ifade ederken, pozitif hesaplanan alfa ise riske göre düzeltilmiş yüksek performansı ifade etmektedir (Jensen, 1968, s.395 ). Jensen modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t})$$

$R_{p,t}$ : p portföyünün t dönemdeki getirisi

$R_{f,t}$ : t dönemindeki risksiz faiz oranı

$\alpha_p$ : portföyünün alfa katsayısı

$R_{m,t}$ : t dönemindeki piyasa getirisi

$\beta_p$ : portföyünün beta katsayısı

Pozitif hesaplanan alfa değeri portföyün, değerinden daha az olarak ölçülmüş portföy olduğunu, negatif hesaplanan alfa değerinin ise portföyün, değerinden daha fazla ölçülmüş portföy olduğunu ifade etmektedir. Alfa değerinin sıfır olarak hesaplanması ise portföyün, işinde uzman kişilerce yönetilmeyen portföylere yakın bir başarı sergilediğini gösterebilir(Özdemir, 2007, s. 131).

#### 4. ARAŞTIRMA BULGULARI

Bu çalışmadaki hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının performansında kullanılan değerlendirme ölçütleri ve sonuçların karşılaştırıldığı BİST 100 endeksine ilişkin değerlendirme ölçütleri Tablo 1’de özetlenmiştir.

**Tablo 1:** Performans Ölçüm Yöntemleri Analiz Sonuçları

HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN (ALFA)	SONUÇ
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ GRUP E.Y.F.	0,1921	0,0108	0,0061	BAŞARILI
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. HİSSE SENEDİ E.Y.F.	0,1618	0,0088	0,0043	BAŞARILI
ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KATILIM HİSSE SENEDİ E.Y.F.	0,1617	0,0087	0,0042	BAŞARILI
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ BEYAZ E.Y.F.	0,1426	0,0079	0,0032	BAŞARILI
ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1355	0,0075	0,0029	BAŞARILI
AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ E.Y.F.	0,1273	0,0069	0,0025	BAŞARILI
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1198	0,0074	0,0021	BAŞARILI
ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1149	0,0066	0,0021	BAŞARILI
GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1073	0,0059	0,0015	BAŞARILI

CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1042	0,0057	0,0013	BAŞARILI
ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0.1042	0.0057	0.0013	BAŞARILI
ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1013	0,0061	0,0012	BAŞARILI
GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,1005	0,0055	0,0011	BAŞARILI
GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. HİSSE SENEDİ E.Y.F.	0,1005	0,0055	0,0011	BAŞARILI
HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM HİSSE SENEDİ E.Y.F	0,0826	0,0045	0,0002	BAŞARILI
NN HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,0798	0,0044	0,0001	BAŞARILI
HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,0739	0,0040	-0,0001	BAŞARISIZ
METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,0741	0,0041	-0,0002	BAŞARISIZ
VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. B.A.H.S.E.Y.F.	0,0713	0,0039	-0,0003	BAŞARISIZ
<b>BİST</b>	<b>0,0798</b>	<b>0,0043</b>		

\* B.A.H.S.E.Y.F.:Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu

Tablo 1 incelendiğinde analize konu 19 adet hisse senedi emeklilik yatırım fonunun 16'sının karşılaştırma ölçütü olan BİST-100'ün performansından daha iyi bir performans gösterdiği görülmektedir. 3 adet hisse senedi emeklilik yatırım fonunun ise BİST-100'ün performansından daha düşük bir performansa sahip olduğu tespit edilmiştir.

Performans ölçüm sonuçlarına göre, düşük performans gösteren hisse senedine bağlı emeklilik yatırım fonlarını yöneten portföy yönetim şirketleri yöneticilerinin fon portföyünü iyi çeşitlendiremediği ve sonuç olarak hisse senedine bağlı emeklilik yatırım fonlarının BİST-100'ün performansından daha düşük bir performans sergilediği ifade edilebilir. Başka bir ifade ile fon yöneticisinin seçtiği hisse senetlerinin ortalama BİST getirisinin altında olan hisse senetleri olduğu sonucu çıkarılabilir. Genel olarak "başarılı" olan emeklilik yatırım fonları farklı şirketlere ait fonlardır. Bu durumda "başarılı" ifadesi belirli bir şirket grubuna atfedilememektedir. Tüm performans ölçütleri göz önüne alındığında, uygulamada kullanılan performans ölçütünün sistematik riski baz alması veya almamasının performans sonuçlarına bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Yatırım performansının değerlendirilmesi finans literatüründe farklı yöntemler kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Bu yöntemler içerisinde en yaygın olanı Sharpe, Treynor, Jensen yöntemleridir. Bu yöntemler bir yatırımın başarılı olup olmadığını ortaya koyabilir. Bu çalışmada hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının performansları incelenmiştir. 2014 yılı Ocak ayı ile 2017 yılı Aralık ayı arasındaki dönemin incelendiği çalışmada her emeklilik yatırım fonu için Sharpe, Treynor ve Jensen yöntemine göre performans hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar BİST 100 performansı ile karşılaştırılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar 19 yatırım fonunun 16'sının BİST 100'den daha başarılı olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca farklı yöntemlerle elde edilen sonuçlar benzerlik arz etmektedir. Diğer bir ifade ile başarısız olduğu tespit edilen hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının tamamı, yukarıda belirtilen üç yöntemde de başarısız olarak tespit edilmiştir. Aynı durum başarılı olan hisse senedi emeklilik yatırım fonları içinde geçerlidir. Bu sonuç Gökğöz ve Günel'in (2012) çalışmasında da vurgulanmaktadır. Elde edilen sonuçlar yatırımcılar açısından

değerlendirildiğinde fon performansı ölçümünde kullanılan yöntemler arasında bir farklılık olmadığından performans değerlendirilmesinde istenilen yöntemin kullanılabilmesi söylenebilir. Ancak çalışmadan elde edilen sonuçlar sadece örneklemdaki yatırım fonları için geçerlidir. Daha farklı tipte yatırım fonunu incelendiği ve/veya karşılaştırıldığı analizler ise yeni çalışmaların konusunu oluşturacaktır.

#### KAYNAKÇA

- Arslan, M. (2005), A-tipi yatırım fonlarında yöneticilerin zamanlama kabiliyeti ve performans ilişkisi analizi: 2002-2005 dönemi bir uygulama, *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 2, 1-21.
- Ayaydın, H. (2013), Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performanslarının analizi, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(22), 59-80.
- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu(2001, Nisan), Ankara: Resmi Gazete.
- Canbaş, S. ve Kandır, S.Y., (2002), Türkiye'deki yatırım fonlarının performans değerlendirilmesi, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 13-19.
- Dahlquist, M., Stefan E. ve Paul S. (2000), Performance and characteristics of Swedish Mutual Funds, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 409-423.
- Ege, İ, Topaloğlu, E. ve Coşkun, D. (2011), Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının yatırım performanslarının analizi, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 3(1), 79-89.
- Erçekin, A. (1997), *Yatırım fonları ve performans değerlendirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gümüş, F. B. ve Üngir, K.(2014), 2008-2012 Dönemi arası Türk yatırım fonlarının portföy performans analizi, *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi* 2(3), 139-163.
- Gökgöz, F., Günel, M.O. (2012), Türk yatırım fonlarının portföy performanslarının analizi, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), 3-25.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period of 1945-1964. *Journal of Finance*, 389-419.
- Karacabey, A. A. (1999), A-Tipi hisse senedi fonlarının performanslarının değerlendirilmesi, *Kara Harp Okulu Bilim Dergisi*, (2), 84-99.
- Korkmaz, T. (2013), Portföy performansının ölçülmesi, N. A. Turhan Korkmaz içinde, *Portföy Yönetimi, Anadolu Üniversitesi Yayınları*, Eskişehir, 196-220.
- Litner, J. (1965), Security prices, risk and maximal gains from diversification, *Journal of Finance*, 20(4), 587-615.
- Markowitz, H. (1952), Portfolio selection, *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- McDonald, J. G. (1973), French mutual fund performance; evaluation of internationally-diversified portfolios, *Journal of Finance*, 28(5),1161-1180.
- Özdemir, E. (2007), *Türk sermaye piyasasında menkul değerler analizi ve piyasa zamanlaması etkinliğinin ölçülmesi*, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi Ankara, 131.
- Rutkauskas, A. V., Vyšniauskas, P. (2014), Performance evaluation of investment (mutual) funds, *Verslas:Teorija Ir Praktika*, 9(4), 398-407.
- Sharpe, W. F. (1966), Mutual fund performance, *The Journal of Business*, 119-138.
- Teker, S., Karakum, E. ve Tav, O. (2008), Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1), 89-105.
- Turhan Korkmaz, H. U. (2008), Türkiye'deki emeklilik fonları ile yatırım fonlarının performans karşılaştırması ve fon yöneticilerinin zamanlama yetenekleri, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 114-147.
- Uyar, U. Gökçe A. (2015, Ocak), 2008 küresel ekonomik krizinin bankacılık hisse senetleri performansı üzerine etkisi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(7), 209-225.