

Araştırma Makalesi

Yatırım Fonlarının ve Portföy Yönetim Şirketlerinin Karakteristiklerinin Fonların Başarılarına Etkisi

The Impact of Mutual Funds And Portfolio Management Companies' Characteristics on The Success of The Funds

Büşra DEĞERLİ Sermaye Piyasası Kurulu Uzman Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Ekonometri Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi busra.degerli@spk.gov.tr https://orcid.org/0000-0002-7158-9268	Şahika GÖKMEN Doç. Dr. Şahika GÖKMEN Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Researcher, Statistics Department Uppsala University, Sweden sahika.gokmen@hbv.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-4127-7108
--	---

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
07.04.2023	25.10.2023

Öz

Bu çalışmada fon getirileri fonun karşılaştırma ölçütü/eşik değer getirilerine göre başarılı/başarısız olarak sınıflandırılmaktadır. Yatırım fonlarının tabi olduğu, “Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.5) uyarınca fonlar tarafından, portföyün getirisinin kıyaslanması amacıyla yönetilecek portföyün yatırım stratejisi ile yatırım yapılan varlık ve işlemlerin niteliklerine uygun şekilde “Karşılaştırma Ölçütü” seçildiği, karşılaştırma ölçütü olmayan portföylerin getirisinin kıyaslanması amacıyla ise eşik değer kullanıldığı dikkate alınarak, fon getirileri bu şekilde sınıflandırılmıştır. Bu çalışmanın temel motivasyonu yatırım fonlarının başarısı üzerinde etkisi olan faktörlerin incelenmesidir. Bu amaçla fonun yönetim ücreti oranı, yatırımcı sayısı, fonu yöneten portföy yönetici sayısı, fonu yöneten portföy yönetim şirketinin öz sermayesi, yönettiği portföy büyüklüğü, fonu yöneten portföy yönetim şirketinin banka iştiraki olup olmadığı, sektörde bulunduğu sürenin ve fonun 6 aylık getirisi gibi faktörler incelemeye alınmıştır. Çalışmanın amacına uygun olarak, yatırım fonlarının başarısı üzerindeki etkiler lojistik regresyon yöntemiyle analiz edilmiş ve yorumlanmıştır. Çalışmadan elde edilen temel bulgulara göre, yatırım fonlarının başarısını etkileyen başlıca faktörler arasında fonu yöneten portföy yönetici sayısı ve fonun 6 aylık getirisi yer almaktadır.

Anahtar Sözcükler: Yatırım fonları, getiri, fon karakteristikleri, portföy yönetim şirketleri, lojistik regresyon

Abstract

In this study, fund returns are classified as successful/failed according to the fund's benchmark/theresold value returns. In terms of performance measurement, mutual funds are subject to the “Communiqué on Principles of Performance Presentation and Performance-Based Remuneration for Individual Portfolios and Collective Investment Schemes, and of Grading and Ranking Activities of Collective Investment Schemes (VII-128.5). The fund returns are categorized in this way in accordance with this Communiqué, taking into account that a “Benchmark” is chosen in accordance with the investment strategy of the portfolio that the funds will manage in order to compare the return of the portfolio and the characteristics of the assets and transactions invested in, and the threshold value is used to compare the returns of the portfolios without benchmarks. Examining the elements that affect the success of mutual funds is the primary driver of this study. A number of variables have been looked

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Değerli, B. & Gökmen, Ş., 2023, Yatırım Fonlarının ve Portföy Yönetim Şirketlerinin Karakteristiklerinin Fonların Başarılarına Etkisi, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 58(4), 2933-2946.

at for this purpose, including the fund's management fee rate, the number of investors, the number of portfolio managers managing the fund, the equity capital of the portfolio management company managing the fund, the size of the portfolio it manages, whether the portfolio management company managing the fund is a subsidiary of the bank, the amount of time it has been in the industry, and the fund's 6-month return. The influences on the success of mutual funds were examined and interpreted using the logistic regression approach in accordance with the study's objectives. The study's primary conclusions state that the number of portfolio managers overseeing the fund and the fund's six-month return are two of the key elements influencing mutual funds' success.

Keywords: Mutual funds, return, fund characteristics, portfolio management companies, logistic regression

1. Giriş

Yatırım fonları, “*halktan toplanan paralar karşılığı, ortaklık payı, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföylerdir.*”³ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yalnızca portföy yönetim şirketleri yatırım fonu kurup yönetebilmektedir. Yatırım fonları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak hazırlanan “III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmektedir.

Yatırım fonlarının portföyleri, “*Türkiye’de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları, borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları, fon katılma payları, repo ve ters repo işlemleri, kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, varantlar ve sertifikalar, Takasbank para piyasası işlemleri, türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri, yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetlerinden oluşmaktadır.*”⁴

Literatür incelendiğinde çalışmaların çoğunlukla, yatırım fonlarının performansının farklı metodolojiler ile değerlendirilmesi üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Atan ve diğerleri (2008) çalışmalarında Türkiye’deki yatırım fonlarının performans devamlılığına sahip olup olmadıklarını incelemek amacıyla, parametrik ve parametrik olmayan yöntemler (kullanarak devamlılık analizi yapmışlardır. Arslan ve Arslan (2010) yaptıkları çalışmada yatırım fonlarının göreceli performans düzeyleri ile risk ve getiri ilişkisinin değerlendirilmesi amacıyla, 4 farklı grupta oluşan yatırım fonlarının performanslarını farklı endeks ve oranlar ile ortaya koyarak; ardından zamanlama ve seçicilik kabiliyetini ortaya koymak üzere Kuadratik regresyon ve Tekli regresyon yöntemleri uygulamışlardır. Gökgöz ve Günel (2012) çalışmalarında A-Tipi, B-Tipi ve değişken yatırım fonlarının 2008 ve 2009 yıllarındaki performanslarını, tek kriterli performans değerlendirme modelleri kullanarak analiz yapmışlardır. Aydın (2013) 2007-2011 dönemleri için 60 adet yatırım fonu etkinliğinin VZA yöntemi kullanılarak belirlenmesi ve etkinsizliğin kaynaklarının Tobit yöntemi için saptanması üzerine bir inceleme yapmıştır. Özek (2014) yatırım fonu yöneticilerinin yeteneklerine ve tecrübelerine dayalı olarak takip edebilecekleri yatırım stratejilerinin yatırım fonlarının performansına etkisini incelemek amacıyla, 23 adet hisse senedi yatırım fonunun performansını Jensen ölçütü, aylık getiri ve aşırı getiri ile değerlendirerek, endüstri yoğunlaşma endeksi ve menkul kıymet yoğunlaşma endeksi ile performans ölçütü arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bayçelebi (2016) çalışmasında 2013-2015 dönemini kapsayan 213 adet yatırım fonunun performansının veri zarflama analizi yöntemi ile değerlendirilmesi ve yatırım fonu alt kategorilerine ilişkin etkinlik karşılaştırmasının bulunması amacıyla inceleme yapmıştır.

Öte yandan ülkemizde yatırım fonlarının getirisini etkileyen faktörler üzerine çalışmaların ise sınırlı olduğu görülmektedir. Sarıtaş (2005) fon süresi (yaş), fon varlık değeri, risk düzeyi ve getirilerin standart sapması gibi yatırım fonu karakteristiklerinin A Tipi yatırım fonlarının performansı üzerindeki etkilerini çoklu regresyon yöntemiyle analiz etmiştir. Coşkun ve Zor (2021) ise, Türkiye’de 2016-2020 döneminde faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarının fon toplam değeri, faaliyet süresi, fonların riski, performans ücretleri ile yönetim ücretleri ve yatırım stratejilerinin söz konusu fonların başarısı üzerinde etkisini lojistik regresyonla incelemişlerdir. Her ne kadar yatırım fonları üzerine lojistik regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmalar az olsa da finans alanında söz konusu yöntemin çokça kullanıldığı görülmektedir. Ural, Gürarda ve Önemli (2015) Borsa İstanbul A.Ş.’de faaliyette bulunan içki, tütün ve gıda şirketleri üzerine lojistik regresyon modeli ile finansal başarısızlık tahminlemesi ve Arslan ve Çelik

³ <https://www.spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/menkul-kiymet-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi>

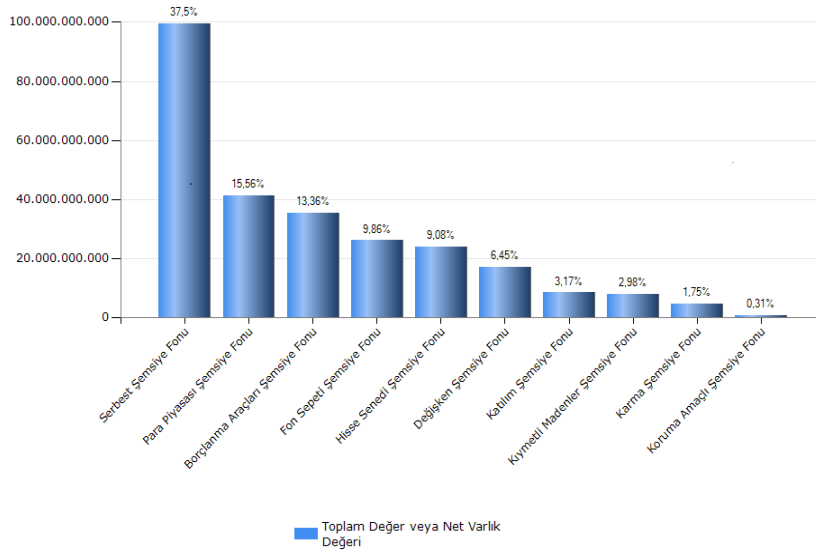
⁴ [https://mevzuat.spk.gov.tr/\(II-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği\)](https://mevzuat.spk.gov.tr/(II-52.1%20sayılı%20Yatırım%20Fonlarına%20İlişkin%20Esaslar%20Tebliğ-i))

(2021) ise finansal çerçevede başarısız şirketlerin lojistik regresyon analizi ile tahmin edilmesi üzerine çalışmalar yapmışlardır.

Uluslararası literatüre bakıldığında ise yatırım fonları üzerine pek çok çalışma olduğu görülmektedir. Örnek olarak, Basso ve Funari (2001) VZA yöntemi kullandığı çalışmada, İtalyan piyasasında işlem gören bazı yatırım fonlarının etkinliğini araştırmışlardır. Aynı yöntemi kullanan Galagedera ve Silvapulle (2002) ise, 1995-1999 yılları arasında Avustralya piyasasında işlem gören bazı yatırım fonlarının etkinliklerinin yönetim stratejisi, çevresel faktörler gibi faktörleri dikkate alarak araştırmışlardır. Bu alanda dikkat çeken ve VZA kullanan bir diğer çalışma ise Haslem ve Scheraga (2003)'ya ait olan Morningstar 500'deki yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesini amaçlayan çalışmadır. Yabancı literatür incelendiğinde, yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesi dışındaki konuları dikkate alan çalışmaların da olduğu görülmektedir. Örneğin; Golec (1996) yatırım fonu yöneticilerinin özelliklerinin (yöneticinin fonu yönetme süresi ve fon ücretleri) yatırım fonunun performansı üzerindeki etkisini incelerken; Malhotra ve McLeod (1997), yatırım fonu masraflarının yatırım fonu getirisi üzerindeki etkilerini; Payne ve diğerleri (1999) ise yatırım fonu karakteristiklerinin (fon değeri, fon yaşı vs.) yatırım fonunun performansı üzerindeki etkilerini farklı yöntemlerle araştırmışlardır.

Öte yandan; literatürde fonların aktif ve pasif olarak ayrılarak aktif yönetilen fonların getirileri ve performansı üzerine çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Örneğin; Shukla ve Trzcinka (1992) aktif yönetilen fonların performansı üzerine bir çalışma yaparak bu yönetim tarzının aslında yatırımcılara açık bir fayda sağlamadığına ulaşmışlardır. Ancak; Chen, Jegadeesh ve Wermers (2000) yatırım fonlarının yöneticilerinin aktif bir yönetim tarzıyla fonların portföylerine aldıkları ortaklık paylarının daha iyi performans gösterdiğini ve daha yüksek büyüklüğe sahip olan yatırım fonlarının yöneticilerin ortaklık payı seçmede daha iyi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Cremers ve Petajisto (2009) çalışmalarında aktif yönetilen fonlar için aktif paylaşımı; fon büyüklüğü, fon giderleri gibi fon karakteristikleri ile ilişkilendirerek aktif paylaşımı yüksek olan fonların daha iyi ve güçlü performans kalıcılığı gösterdikleri sonucuna varmışlardır. Ünal ve Güleç (2022) hisse senedi fonlarında karşılaştırma ölçütü seçimimin etkinliği üzerine bir çalışma yaparak, fonların çoğunluğunun, karşılaştırma ölçütü olarak BIST100 ve BIST30 endeksini seçtikleri, XTUMY endeksinin hiçbir fon tarafından karşılaştırma ölçütü olarak seçilmemiş olmasına rağmen 14 adet fonun 2016-2020 arası dönemde XTUMY endeksi ile ilişkili olduğunu ve XTUMY endeksinin performansının fonlar için önemli bir faktör olduğunu ve bu endeksin karşılaştırma ölçütü formülünde birleşenlerden biri olarak yer alması gerekliliğini sonuçlarına ulaşmışlardır. Her ne kadar ülkemizde de uygulamada yatırım fonları için aktif ve pasif olarak yönetilmesine göre ayırım yapılabilse de ilgili mevzuatta fon türleri için aktif ve pasif yönetim şeklinde net bir ayırım yapılmadığı görülmektedir. Bu nedenle; bu çalışmada örneklem oluştururken bu durum göz ardı edilmiştir.

Bu çalışmada literatürde yer alan çalışmalardan farklı olarak yatırım fonlarının 2021 yılındaki başarılı/başarısız olma durumu üzerinde etkisi olabileceği düşünülen, fonların portföy yöneticisi sayısının, yönetim ücreti oranının, 2021 yıl sonu yatırımcı sayısının, 2021 yılı ilk 6 aylık getirisinin, söz konusu fonu yöneten portföy yönetim şirketinin öz sermayesi ve yönettiği portföy büyüklüğü ile şirketin sektörde faaliyet gösterdiği süre ve banka iştiraki olup olması gibi değişkenlerin analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Fon getirileri karşılaştırma ölçütü/eşik değere göre başarılı/başarısız olarak iki değerden birini alacağından çalışmada analiz için lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın, yatırım fonlarının performansının iyileştirilmesi açısından portföy yönetim şirketlerinin sermaye ya da organizasyonel yapılarında ne gibi değişiklikler yapılabileceğinin değerlendirilmesi ile karar mekanizmalarının yol haritası oluşturmalarına destek olabileceği gibi, daha küçük düzlemde de yatırım fonlarının kurucu/yöneticileri ve yatırımcılarının geleceğe dönük stratejilerinin oluşturulmasında önemli olabileceği düşünülmektedir. Bu kapsamda, çalışmanın birinci kısmında analizde kullanılan yöntemle yer verilmiş olup, sonraki kısımda ise çalışmada kullanılan veri tabanı ile ilgili bilgiler verilerek analizlerden elde edilen bulgular yorumlanmıştır.



Şekil 1: 31.12.2021 Tarihi İtibariyle Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Fon Türlerine Göre Portföy Büyüklükleri (Kaynak: Takasbank)

Şekil 1’de yatırım fonlarının türlerine göre fon büyüklükleri grafik ile gösterilmektedir. Bu çalışmada serbest fonlar, özel fonlar ve garantili ve koruma amaçlı fonlar özellikleri gereği analize dahil edilmemiştir. Analize dahil edilen diğer fonların 2017-2021 fon büyüklüklerine ise aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 1: 2017-2021 Dönemine Ait Portföy Büyüklükleri (Milyon TL)

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
47.289	40.606	91.502	91.782	165.111

Kaynak: http://www.tkyd.org.tr/assets/raporlar/Ludens_YF_Performans_2021_Aralik_Nihai_Rapor-73f621421a91c08c42545061c01282a3.pdf

2. Yöntem

Bilindiği üzere, kategorik değişkenlerin bağımlı değişken olarak analiz edilmesi istenen durumlarda klasik regresyon modeli varsayımları sağlanmadığından, bu analiz yöntemi yetersiz kalmaktadır. Bu bağlamda, kategorik değişkenlerin bağımlı değişken olarak kullanılabilmesi için lojistik regresyon modeli geliştirilmiştir (Tezergil ve Bülbül, 2018:79). Bu yöntemle, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkene olan etkileri olasılıksal olarak hesaplanabilmekte ve böylece bağımlı değişkenin referans kategorisine bağlı olarak hesaplanan göreceli olasılıklar yorumlanmaktadır.

İki kategoriye sahip olduğu varsayılan bir Y bağımlı değişkeni ve bu bağımlı değişkeni etkilediği düşünülen X bağımsız değişkeni için, $\pi(x) = P(Y = 1 | X = x) = 1 - P(Y = 0 | X = x)$ olasılığı tanımlansın; bu durumda lojistik regresyon modeli,

$$\pi(x) = \frac{\exp(\alpha + \beta x)}{1 + \exp(\alpha + \beta x)}$$

olarak tanımlanır. Buna bağlı olarak tahmin edilen log odds oranları aşağıdaki gibi doğrusal ilişkiye sahiptir ve odds oranları e^{β} ile elde edilir (Agresti, 2013: 357-367).

$$\text{logit}[\pi(x)] = \log \frac{\pi(x)}{1-\pi(x)} = \alpha + \beta x .$$

Odds oranı, verilen bir x olayına bağlı olarak, Y'ye göre ilgilenilen olayın gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına oranı olarak tanımlanır. (Mertler & Vannatta, 2005, s. 134).

3. Bulgular

3.1. Veri Seti

Bu çalışma ile amaçlanan; yatırım fonlarının başarılı/başarısız olma durumlarını etkileyebileceği düşünülen faktörlerin lojistik regresyon ile analiz edilmesi ve tahmin edilmesidir. Buna göre, her bir fonun 2021 yılsonu brüt getirileri ile fonun eşik değeri/karşılaştırma ölçütü⁵ ile kıyaslanarak, eşik değerin/karşılaştırma ölçütünün üzerinde getiri getiren fon başarılı, altında getiri getiren fon ise başarısız kabul edilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.5 sayılı Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performansının Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i "*bireysel yatırımcılara ve kolektif yatırım kuruluşlarına ait portföylerin, kamuya ilan edilerek veya yatırımcıya birebir sunulmak üzere ilan edilmeksizin performanslarının sunum esasları ve performansa dayalı ücretlendirilmesi ile kolektif yatırım kuruluşlarını notlandırma ve sıralama faaliyetlerine ilişkin esasları belirlemektedir.*" Söz konusu Tebliğ'de; eşik değer "*Karşılaştırma ölçütü olmayan portföylerin getirisinin kıyaslanması amacıyla kullanılan değeri*"; karşılaştırma ölçütü ise, *Portföyün getirisinin kıyaslanmasını sağlayan endeks veya endeksler ile kolektif yatırım kuruluşları ile sınırlı olmak üzere, yatırım stratejisi ve yatırım yapılan varlık ve işlemlerin niteliklerine uygun olarak belirlenecek ve Kurulca uygun görülecek referans getiri oranlarını veya değerlerini*" ifade eder şeklinde tanımlamalar yapılmıştır.

Öte yandan anılan Tebliğ'in "*Karşılaştırma ölçütünün ve eşik değerin belirlenmesi*" başlıklı 8. maddesinde; "*Karşılaştırma ölçütü; kolektif yatırım kuruluşunun türü dikkate alınarak izahnamede veya ihraç belgesinde yer alan yatırım stratejisi ile yatırım yapılan varlık ve işlemlerin niteliklerine uygun şekilde, tek bir endeks veya endekslerin ağırlıklandırılması yoluyla belirlenebileceği gibi yatırım stratejisine uygun olan ve Kurulca uygun görülecek diğer referans getiri oranı veya oranlarının ağırlıklı ortalaması olarak da belirlenebilir.*" ve "*Kolektif yatırım kuruluşları için belirli bir yatırım stratejisi bulunmaması, yatırım stratejisinin sürekli değişmesi, çoklu varlık gruplarına yatırım yapılması veya mutlak getiri hedeflenmesi ve benzeri sebeplerle karşılaştırma ölçütü belirlenemediği durumlarda eşik değeri kullanılabilir.*" hükümleri yer almaktadır. Aynı Tebliğ'in 12. maddesinde ise; performans sunumuna ilişkin esaslar ve raporlama standardı düzenlemiş olup söz konusu raporlarda "*Portföy ile karşılaştırma ölçütünün veya eşik değerin performans dönemi içerisindeki standart sapması*" na ve "*Farklı olması halinde, portföy ile seçilen karşılaştırma ölçütünün veya eşik değerin para birimleri hakkında bilgi*"ye yer verilmesinin zorunlu olduğu düzenlemiştir. Söz konusu hükümlerden karşılaştırma ölçütü ve eşik değerin fonların performanslarını ölçmek için kullanıldığı görülmektedir. Her ne kadar Tebliğ'de fon başarısı üzerine bir ayırım yapılmasa da literatür tarandığında fonların karşılaştırma ölçütü/eşik değerin üzerinde getiri getirmesinin bir başarı kıstası olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bu nedenle bu çalışma bunun üzerine inşa edilmiştir.

Çalışmada; para piyasası fonu, borçlanma araçları fonu, hisse senedi fonu, hisse senedi yoğun fon, karma fon, değişken fon, fon sepeti fonu, endeks fon, katılım fonu, kıymetli madenler fonu olmak üzere halk arz edilerek satılan toplam 272 adet⁶ yatırım fonu ele alınmıştır. Söz konusu 272 adet yatırım fonu 32 farklı portföy yönetim şirketi⁷ tarafından yönetilmektedir. Veri seti portföy yönetim şirketlerinden alınan ve ilgili fonların ve portföy yönetim şirketlerinin Kamuyu Aydınlatma Platformu sayfalarında yer alan

⁵ <https://mevzuat.spk.gov.tr/> (VII-128.5 sayılı Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performansının Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ)

⁶ 2021 yılı içinde ilk kez katılma payı ihracı yapan yatırım fonları çalışmaya dahil edilmemiştir.

⁷ <https://mevzuat.spk.gov.tr/> (III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği)

bilgilerden oluşturulmuştur. Çalışmada yürütülen tüm analizler için R programı kullanılmıştır. Bu bağlamda çalışma çerçevesinde kullanılan açıklanan ve açıklayıcı değişkenler hakkındaki tanımlayıcı bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2: Analizde Kullanılan Açıklanan ve Açıklayıcı Değişkenler

Açıklanan ve Açıklayıcı Değişkenin Kısaltması	Değişken Adı	Bilgi
y	Başarılı fonlar	1 olarak kodlanmıştır.
	Başarısız fonlar	0 olarak kodlanmıştır.
PYS	Fonun portföy yöneticisi sayısı	2’den az olamaz. ⁸
YU	Fonun yıllık yönetim ücreti oranı (%)	Fondan fon kurucusuna ve dağıtıcılara ödenen ücrettir. Fon izahnamelerinde söz konusu bilgiye yer verilir.
YS	Yatırımcı Sayısı	Fonların 2021 yıl sonu Performans Sunuş Raporu’ndaki sayı baz alınmıştır.
ALTINCIAY	Fonun 2021 yılı ilk 6 aylık brüt getirisi (%)	
OS	Fonu Yöneten Şirketin Öz Sermayesi (TL)	Yönetilen portföy büyüklüğüne göre değişmektedir. ⁹
YPB	Fonu Yöneten Şirketin 2021 Yılında Son Üç Ayında Yönettiği Portföy Büyüklüğünün Ortalaması (TL)	“Şirketin yönetmekte olduğu portföylere; bireysel portföy yöneticiliği hizmeti sunulan kişilerin, yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve kurucusu olduğu fonların portföyleri dahil edilirken; sadece yöneticisi olduğu fonların portföyleri, alt portföy yöneticiliği yapılan portföyler ve Şirketin kendi portföyü dahil edilmez.” ¹⁰
BI	Banka İştiraki	Fonu yöneten şirketin banka iştirakli olması durumunda 1, değilse 0 olarak kategorize edilmiştir.
YIL	Şirketin Tescil Tarihi	

3.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada analize dahil edilen yatırım fonları, başarılı olma durumları üzerinden değerlendirildiğinde %76,47’sinin başarılı %23,53’ünün başarısız olduğu görülmüştür. Ayrıca açıklayıcı bir kategorik

⁸ <https://mevzuat.spk.gov.tr/> (III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği)

⁹ <https://mevzuat.spk.gov.tr/> (III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği Md.28)

¹⁰ <https://mevzuat.spk.gov.tr/> (III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği Md.28)

değişken olan BI'ye göre, %58,46 oranında fonları yöneten şirketlerin banka iştiraki olmadığını, %41,54 oranında ise banka iştiraki olduğu tespit edilmiştir. Diğer açıklayıcı değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'de yer almaktadır.

Tablo 3: Verilere İlişkin Özet Tablo

Açıklayıcı Değişken	Minimum Değer	Ortalama Değer	Maksimum Değer	Standart Sapma
PYS	2	3,50	15	3,31
YU (%)	0,07	1,89	3,55	0,66
YS	18	14.374	782.297	55.914
ALTINCIAY (%)	-21,11	9,21	75,50	10,58
OS	8.351.862	123.697.713	265.630.046	102.096.124
YPB	199.029.197	38.319.335.508	94.832.454.708	37.185.448.650
YIL	2	17,13	24,50	6,27

Açıklayıcı değişkenler ile fonların başarılı olma durumları arasındaki etkileşimi önsel olarak görebilmek için saçılım grafiklerinden yararlanılmıştır. Buna göre elde edilen grafikler Tablo 4'te verilmiştir. Bu grafikler genel olarak incelendiğinde portföy yöneticisi sayısının ve altıncı ay değişkenlerinin, fon başarısını tanımlamada etkili olabileceği ön bilgisi edinilmiştir.

3.3. Araştırmanın Modeli ve Hipotezler

Çalışmada yatırım fonu karakteristikleri ile fonları yöneten portföy yönetim şirketlerinin karakteristiklerinin fonların başarılı olma durumlarına etkisi olup olmadığı araştırılmak istenmiştir. Bu amaçla aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H1: Fonu yöneten portföy yöneticisi sayısının yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H2: Fon yönetim ücretinin yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H3: Fonu yatırımcı sayısının yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

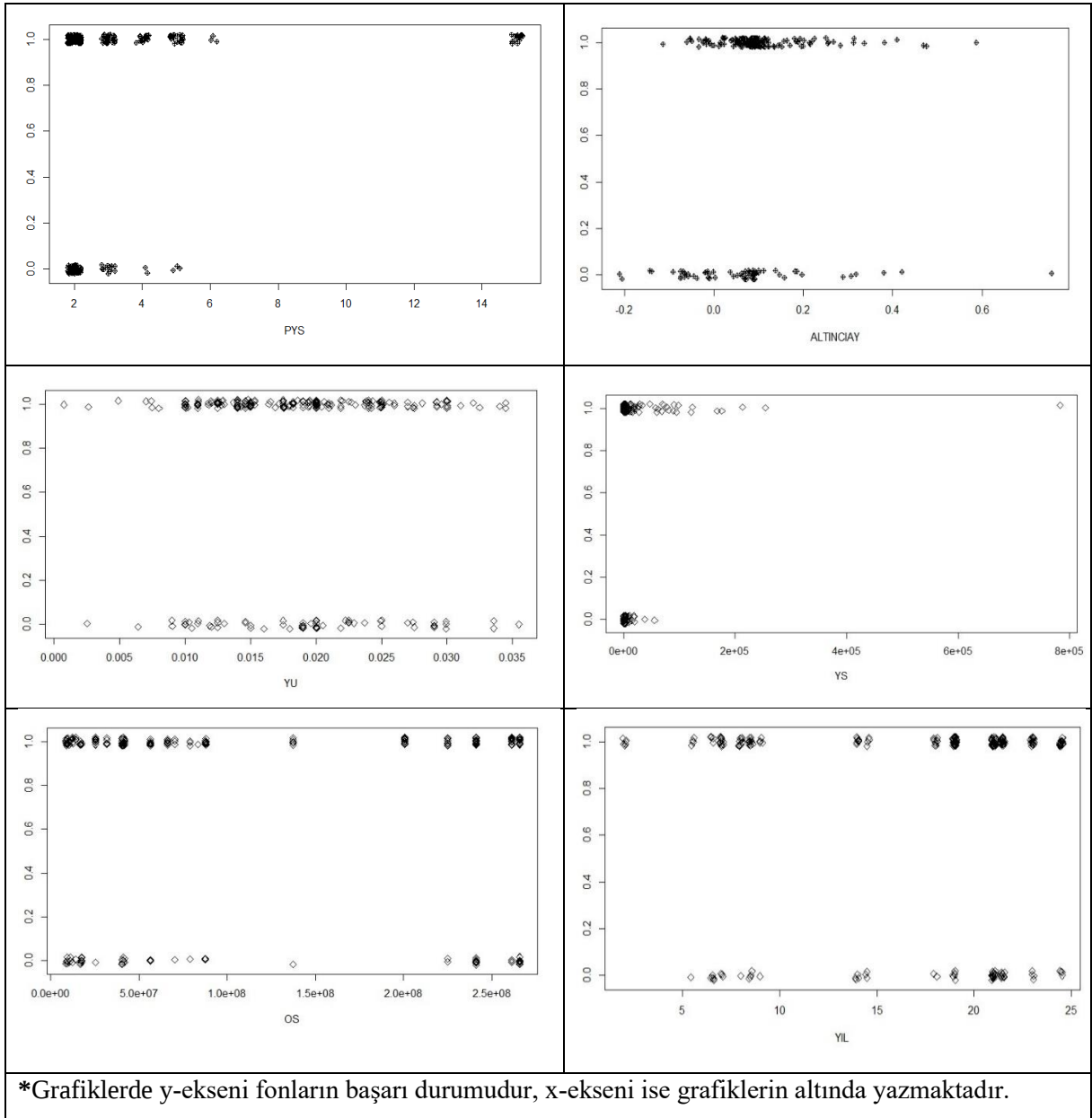
H4: Fonun ilk 6 aylık getirisinin yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H5: Fonu yöneten portföy yönetim şirketinin öz sermayesinin yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H6: Fonu yöneten portföy yönetim şirketinin yönettiği portföy büyüklüğünün yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H7: Fonu yöneten portföy yöneticim şirketinin faaliyet süresinin yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

H8: Fonu yöneten portföy yönetim şirketinin banka iştirakli olmasının yatırım fonlarının başarısında pozitif etkisi vardır.

Tablo 4: Açıklayıcı Değişkenlere İlişkin Saçılım Grafikleri*

Çalışma için belirlenen açıklayıcı değişkenlerin tümünün dahil edildiği başlangıç modelinin çıktılarına Tablo 5’te yer verilmiştir. Bu tabloda yer alan bulgulara göre, “PYS”, “ALTINCIAY” ve “YPB” değişkenlerinin katsayılarının, fonların başarılı ya da başarısız olmaları üzerinde, istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Öte yandan, odds oranlarına bakıldığında bütün açıklayıcı değişkenlerin pozitif yönlü etkisi olduğu görülmekte olup, yön bakımından hipotezde yer alan beklentileri karşıladığı söylenebilir.

Çalışmada portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri portföy büyüklüğünün, öz sermayelerinin, banka iştirakli olup olmasının ya da sektörde faaliyet gösterdikleri yılın fonların başarıları üzerinde etkisi olmadığı görülmektedir. Son yıllarda portföy yönetim şirketlerinin sayısının arttığı ve şirketlerin yönettikleri portföy büyüklüğüne göre sahip olmaları gereken özsermayenin belirlendiği dolayısıyla sektöre yeni giren şirketlerin de mevzuatın gereklerine uyarak özsermaye belirlediği dikkate alınarak analiz sonucunun şaşırtıcı olmadığı söylenebilir. Öte yandan, banka kökenli kurumların toplam portföyün %84’ünü yönettiği¹¹ dolayısıyla piyasaya hakim oldukları dikkate alındığında; bu durumun

¹¹ https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2021/11/Gosterge_Guz_2021-1.pdf

fonların başarılı/başarısız olmalarında belirleyici bir etken olmamasının da beklenebilir bir sonuç olduğu söylenebilir. Fonların yatırımcı sayılarının da fonların başarılı olma durumunda etkileyici bir faktör olmaması, az sayıda yatırımcısı olan fonun da çok sayı da yatırımcısı olan fonun da başarılı olabilmemesinin mümkün olabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 5: Lojistik Regresyon Başlangıç Model Çıktısı

Açıklayıcı Değişken	Odds Oranı	$\hat{\beta}$	Std. Hata	<i>p</i> -değeri
PYS	1,550	0,438	1.674e-01	0,009*
YU	7,235	1,979	2.344e+01	0,933
YS	1,000	1,812e-05	1.158e-05	0,117
ALTINCIAY	20,077	3,000	1.772e+00	0,090**
OS	1,000	8.596e-09	5.503e-09	0,118
YPB	1,000	-2.935e-11	1.560e-11	0,060**
BI	0,948	-0,054	3.578e-01	0,880
YIL	0,990	-9.976e-03	3.055e-02	0,744
Akaike Değeri = 287,23				
Model anlamlılığı için <i>p</i> değeri = 0.0005633107				
* 0,01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı				
** 0,10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı				

Başlangıç modelinden yola çıkılarak geriye doğru eleme yöntemiyle tahmin edilen nihai modele ilişkin bilgilere Tablo 6’da yer verilmiştir. Bu tabloya göre fon başarısı üzerinde PYS ve ALTINCIAY değişkenlerinin etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular daha detaylı incelendiğinde, en çok etkisi olan değişkenin ALTINCIAY değişkeni olduğu görülmektedir. Bu değişkenin odds oranı incelenirse, fonun altı aylık getirisinin 1 birim artmasının, fonun başarılı olma olasılığını yaklaşık 29 kat artırdığı yorumu yapılabilir. Fonlar için altı aylık getirinin, fonun yatırım yaptığı varlıklarının fiyat hareketleri ve piyasa koşulları dikkate alındığında bir yıllık getiri üzerinde etkisi olabileceğinden bu etki anlamlıdır. Diğer yandan PYS değişkeni dikkate alındığında, portföy yönetici sayısındaki artışın fon başarısını yaklaşık %50 artırdığı söylenebilir. Fonun yatırım yaptığı varlık ve işlemlere portföy yöneticilerinin karar verdiği düşünüldüğünde, daha fazla portföy yöneticisinin piyasayı daha yakından takip edebileceği, piyasa analizlerine ayrılan zamanın daha fazla olabileceği ve fiyat hareketlerinin takibinin daha kolay yapılabilmesi dolayısıyla portföy yöneticisi sayısındaki artışın fon yönetiminde verimliliği ve etkinliği artırarak fonların başarısında etkili olabileceği düşünülebilir.

Tablo 6: Lojistik Regresyon Nihai Model Çıktısı

Açıklayıcı Değişken	Odds Oranı	$\hat{\beta}$	Std. Hata	<i>p</i> -değeri
PYS	1,496	0,403	0,164	0,012*
ALTINCIAY	29,149	3,372	1,748	0,054**

Akaike Değeri = 282,47

Model anlamlılığı için p değeri = 0,000038

* 0,05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı

** 0,10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı

4. Sonuç

Bu çalışma ile 2021 yılında faaliyet gösteren borçlanma araçları/hisse senedi/kıymetli madenler/fon sepeti/para piyasası/katılım şemsiye fonuna ve değişken/karma şemsiye fona balı olarak ihraç edilmiş olan 272 adet yatırım fonunun karakteristiklerinin ve söz konusu fonları yöneten portföy yönetim şirketlerinin karakteristiklerin söz konusu fonların başarılarına etkisi incelenmiştir.

Çalışmada sonuç olarak, fonun portföy yönetici sayısının ve 6 aylık getirisinin, fonun bir yıllık başarısında pozitif etkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Fonun yatırım yaptığı varlıklarının fiyat hareketleri ve piyasa koşulları dikkate alındığında bir yıllık getiri üzerinde etkisi olabileceğinden, fonun başarısı üzerindeki etkisi anlamlıdır. Bu kapsamda, özellikle uzun vadeli olarak yatırım fonlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için fonların 6 aylık getirisinin bir gösterge olabileceği ve karar verme sürecinde göz önüne alınabileceği söylenebilir.

Ayrıca, fonların başarısında portföy yöneticisi sayısının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatırım fonlarını yöneten portföy yöneticisi sayısının artmasının fon yönetiminde verimliliği ve etkinliği artırabileceği düşünüldüğünde bu etki anlamlıdır. Söz konusu husus dikkate alınarak, III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde en az iki olarak düzenlenen portföy yöneticisi sayısının artırılması yönünde mevzuat değişikliği düşünülebilir. Buna bağlı olarak, şirketlerin fonların portföy yönetici sayısını artırmalarının fonların getirisinin artırabileceği dolayısıyla fonlara yatırım yapmak isteyen kişiler de artış olabileceği ve bu durumun portföy yönetim şirketlerinin büyümesinde etkili olabileceği şeklinde yorum yapılabilir. Şirketlerin yönettikleri portföy büyüklüğünün artmasının sermaye piyasalarının büyümesine ve derinleşmesine katkı sağlayacağı ayrıca ülkemizin tasarruf düzeyini artırarak ekonomiye olumlu katkı sağlayabileceği açıktır.

Diğer taraftan, bu çalışmada yatırım fonlarının başarısını etkileyen faktörler hem yatırım fonlarının karakteristikleri hem fonları yöneten portföy yönetim şirketlerinin karakteristikleri dikkate alınarak incelenmiştir. Açıklayıcı değişkenlerin de birbirini etkileyebileceği göz önüne alınarak gelecek de ki çalışmalar belirli fon türleri baz alınarak (örneğin sadece hisse senedi fonları, sadece borçlanma araçları fonları gibi) sadece yatırım fonları karakteristikleri ya da portföy yönetim şirketlerinin karakteristikleri üzerine yapılabilir. Buna ilave olarak, bundan sonraki çalışmalarda fonların aktif/pasif yönetimi dikkate alınarak örneklem oluşturulmasının da dikkate alınabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Arslan, M. Ve Arslan S. (2010) Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve MANOVA Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2/2. 3-20.
- Agresti, Alan. 2013. Categorical Data Analysis. John Wiley & Sons, Canada, 357-367.
- Aydın, Ü. (2013) Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi: DEA ve TOBİT Model Uygulaması, *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B. Dergisi*, XXXIV, I, 87-110.
- Basso, A. and Funari, S. (2001). A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance. *European Journal of Operational Research*, 135 (3), 477-492.
- Bayçelebi, E. (2016) Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Etkinliğe Dayalı Performans Değerlemesi, Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Chen, H.L., Jegadeesh, N. ve Wermers, R. (2000) The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 35, 343-368.

- Cremers, K.J. ve Petajisto A. (2009). How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *The Review of Financial Studies*, 22 (9), 3329-3365.
- Coşkun, A. ve Zor, İ. (2021) Fon Karakteristiklerinin Başarılarına Etkisi: Serbest Yatırım Fonlarının Lojistik Regresyonla İncelenmesi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(4), 3181-3193.
- Galagedera, D. U. and Silvapulle, P. (2002). Australian mutual fund performance appraisal using data envelopment analysis. *Managerial Finance*, 28 (9), 60-73.
- Gökgöz, F. ve Günel, M. (2012) Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (2), 3-25.
- Haslem, J. A. and Scheraga, C. A. (2003). Data envelopment analysis of Morningstar's large-cap mutual funds. *Journal of Investing*, 12 (4), 41-48.
- Malhotra, D. K. ve Mcleod, Robert W. (1997), “An Empirical Analyses of Mutual Fund Expenses”, *The Journal of Financial Research*, 20 (2), 175-190.
- Metin Camgöz, S. (2009) Kişilik Özellikleri ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiler: A-Tipi Yatırım Fonu Yöneticileri Üzerinde Bir Değerlendirme, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- Özek, P. (2014) Yatırım Fonu Performansının Portföy Bilgileri ile İlişkili Olarak Analiz Edilmesi, *CBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 12/2, 42-55.
- Payne, Thomas H.; Prather, Laurie & Bertin, William (1999). “Value Creation and Determinants of Equity Fund Performance”, *Journal of Business Research*, 45, 69-74.
- Sarıtaş, H. Yatırım Fonu Karakteristiklerinin Getiri Üzerindeki Etkisi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 169-175.
- Shukla, R. ve Trzcinka, C. (1992) Performance Measurement Of Managed Portfolios, *Blackwell* 1 (4).
- Unal, S. ve Güleş, M.A. (2022). Hisse Senedi Fonlarında Karşılaştırma Ölçütü Seçiminin Etkinliği, *DergiPark* 223-256.
- Ural, K. ve diğerleri (2015) Lojistik Regresyon Modeli ile Finansal Başarısızlık Tahminlemesi: Borsa İstanbul’da Faaliyet Gösteren Gıda, İçki ve Tütün Şirketlerinde Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85-100.
- Yolsal, H. (2012) A tipi Yatırım Fonlarının Performansı: Banka ve Aracı Kurum Fonları Üzerine Bir İnceleme, *İ.İ.B.F. Dergisi*, XXXII, I, 343-364.
- Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği <https://www.tkyd.org.tr/>
- Sermaye Piyasası Kurulu <https://www.spk.gov.tr/>
- İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. <https://www.takasbank.com.tr/tr>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu <https://www.kap.org.tr/>

Research Article

Yatırım Fonlarının ve Portföy Yönetim Şirketlerinin Karakteristiklerinin Fonların Başarılarına Etkisi

The Impact of Mutual Funds And Portfolio Management Companies' Characteristics on The Success of The Funds

Büşra DEĞERLİ Sermaye Piyasası Kurulu Uzman Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Ekonometri Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi busra.degerli@spk.gov.tr https://orcid.org/0000-0002-7158-9268	Şahika GÖKMEN Doç. Dr. Şahika GÖKMEN Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Researcher, Statistics Department Uppsala University, Sweden sahika.gokmen@hbv.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-4127-7108
--	---

Extensive Summary

The public invests in mutual funds, which are portfolios made up of capital market assets such as partnership shares, bonds, and precious metals. Within the parameters of Capital Markets Law No. 6362, only portfolio management organizations are permitted to establish and manage mutual funds. As the literature is evaluated, it becomes clear that the studies mostly concentrate on using various approaches to evaluate the performance of mutual funds. Some of these studies are: Atan and others (2008), Arslan and Arslan (2010), Gökgöz and Günel (2012), Özek (2014), Bayçelebi (2016). On the other hand, studies on the factors affecting the return of mutual funds in our country are limited. Sarıtaş (2005) used the multiple regression method to examine the effects of mutual fund attributes such as fund asset value, fund duration (age), risk level, and standard deviation of returns on the performance of Type A mutual funds. On the other hand, Coşkun and Zor (2021) looked at how factors including the duration of operation, total fund value, risk of funds, fund management fees, performance fees, and investing strategies affected the success of hedge funds operating in Turkey between 2016 and 2020. Looking at the international literature, it is seen that there are many studies on mutual funds. Some of these studies are: Basso and Funari (2001), Galagedera and Silvapulle (2002), Haslem and Scheraga (2003), Golec (1996), Malhotra and McLeod (1997), Payne and others (1999).

In this study, differently from aforementioned literature, it is hypothesized that the number of portfolio managers of the funds, the management fee rate, the number of investors at the end of 2021, the return of the first six months of 2021, and the portfolio management that manages the fund in question will all have an impact on the success or failure of mutual funds in 2021. It aims to assess factors such as the company's equity capital, the size of the portfolio it manages, the length of time the company has been active in the industry, and if it is a bank affiliate. Since the fund returns will take one of two values as successful/unsuccessful according to the benchmark/threshold value, the logistic regression method was used for analysis in the study. By assessing what kinds of adjustments can be made to the capital or organizational structures of portfolio management companies in order to improve the performance of mutual funds, it is believed that the study can assist the decision-making units in developing a roadmap. It may also be crucial in the development of future strategies for the founders/managers and investors of mutual funds at the micro level.

Therefore, the fund that yields above the benchmark/threshold is regarded successful, while the fund that yields below the benchmark/threshold is considered unsuccessful, when comparing the 2021 year-end gross returns of each fund with the fund's threshold value/benchmark. 272 mutual funds totaling debt instruments, money markets, equity issue, equity with a high concentration of dividends, variable funds, mixed funds, fund basket funds, index funds, participation funds, and precious metals funds were discussed in the study. These 272 mutual funds are managed by 32 different portfolio management companies. The data set was made from the information obtained from portfolio management companies and included in the Public Disclosure Platform pages of the relevant funds and portfolio management companies. R program was used for the analysis of the study. When the mutual funds included in the analysis were evaluated on the basis of their success, it was seen that 76.47% of them were successful and 23.53% of them were unsuccessful.

The initial model, which took into account all of the explanatory variables identified for the study, led to the conclusion that the coefficients of the variables "Number of portfolio managers, (NPM)" "sixth month return, (SIXMONTH)" and "Managed portfolio size" were statistically significant on the success or failure of the funds. On the other hand, when odds ratios are looked at, it may be claimed that all explanatory variables have a positive influence and that they do so in a way that is consistent with the hypothesis. In the study, it is seen that the portfolio size of portfolio management companies, their own capital, whether they are bank-affiliated or the year they operate in the sector have no effect on the success of the funds. The analysis's findings are not entirely unexpected, given the rise in the number of firms offering portfolio management services and the fact that the amount of equity capital such firms need depends on the size of the portfolios they look after. On the other hand, considering that bank-based institutions manage 84% of the total portfolio and thus dominate the market; it can be said that this situation is not a determining factor in the success/failure of the funds, which is an expected result.

According to the final model estimated by backward elimination method based on the initial model, it has been determined that the NPM and SIXMONTH variables have an effect on the success of the fund. The SIXMONTH variable is the one with the greatest impact, according to a closer examination of the results. If the odds ratio for this variable is looked at, it can be said that an increase of only one unit in the fund's six-month return raises its likelihood of success by 29 times. Given the price fluctuations and market conditions of the assets the fund invests in, this effect is crucial for funds because it might affect the one-year return. In this context, it can be said that the SIXMONTH return of the funds can be an indicator and can be taken into account in the decision-making process, especially for investors who want to invest in mutual funds on a long-term basis.

On the other hand, considering the PYS variable, it can be said that the increase in the number of portfolio managers increases the success of the fund by approximately 50%. Given that portfolio managers select the securities and transactions in which the fund invests, having more portfolio managers on board may increase market vigilance, increase time spent on market analysis, and make it easier to track price changes. For this reason, it can be thought that the increase in the number of portfolio managers in the success of the funds by increasing the efficiency and effectiveness in fund management. It can be interpreted that there may be a rise in people who wish to invest in funds, and this condition may be effective in the expansion of portfolio management firms. When companies increase the number of portfolio managers of the funds, the return of the funds may increase. It is obvious that the expansion of the portfolios handled by the corporations will contribute to the expansion and strengthening of the capital markets, as well as to the economy by raising the level of national savings. It is possible for both a fund with a small number of investors and a fund with a large number of investors in the funds does not influence the success of the funds.

On the other hand, in this study, the factors affecting the success of mutual funds are examined by considering both the characteristics of mutual funds and the characteristics of portfolio management companies that manage the funds. Future research can only be done on the features of mutual funds or portfolio management firms based on specific fund types (such as, only equity funds, only debt instrument funds) because explanatory variables can also influence one another.