

**MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI PERFORMANSININ  
HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI: GELİŞMEKTE  
OLAN PİYASA FONLARINDA  
TÜRLERE GÖRE İNCELEME**

*Öğr. Grv. Dr. Derya KAHRAMAN\**

**ÖZET**

Yalnızca belirli bir süre hayatta kalan fonlar kullanılarak yapılan fon performansı ölçümleri sonucu ortaya çıkan yanlılık, gelişmekte olan piyasa fonları için daha önce incelenmemiştir. Bu çalışma, Türk menkul kıymet yatırım fonları performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının boyutunu, fon türleri itibari ile incelemektedir. Bu amaçla, elle oluşturulan ve hem hayatta olan hem de sona eren fonlardan oluşan bir veri seti kullanılmıştır. Bulgulara göre, Türk menkul kıymet yatırım fon türlerinin yanlılıkları birbirinden farklıdır. Hisse senedi fonlarının yanlılığı, hem diğer türlerden, hem de gelişmiş piyasaların fonlarının yanlılıklarından daha yüksektir. Ancak hisse senedi fon türü de dâhil yanlılıklar, istatistikî olarak önemsizdir.

Anahtar Kelimeler: Performans ölçümü, hayatta kalana bağlı yanlılık, menkul kıymet yatırım fonları, gelişmekte olan piyasa.

**ABSTRACT**

The bias that results from using only the returns of mutual funds that survived at least a certain period of time in performance measurement has not been examined before in an emerging market. This study examines the magnitude of the survivorship bias of Turkish mutual funds by fund categories. A unique data set that is hand collected and includes both live and defunct funds is used for that matter. The findings indicate that survivorship biases of Turkish mutual funds are different across categories. Equity funds have a

---

\* Afyonkarahisar Kocatepe Üniversitesi, Şuhut Meslek Yüksekokulu,  
Bu çalışmada kullanılan veri setinin oluşturulması sırasındaki yardımlarından dolayı Sermaye Piyasası Kurulu'na ve başvuru fon kurucularına sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

higher survivorship bias than both all other categories, and those of mutual funds in developed markets. But the biases including that of equity funds are not statistically significant.

Keywords: Performance measurement, survivorship bias, mutual funds, emerging market.

## GİRİŞ

İlk menkul kıymet yatırım fonu 1920'lerde Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulmuşken,<sup>1</sup> bugün Dünya'nın dört bir yanında küçük büyük fon piyasalarının yatırımcılara hizmet verdiği görülmektedir. Dünya piyasalarında fonların yönettiği varlık büyüklüğü 1992 yılı sonunda 3,27 trilyon Amerikan doları iken, 2005 yılı sonunda % 443'lük büyüme ile 17,77 trilyon Amerikan dolarına ulaşmıştır. Aynı yıllarda Amerikan menkul kıymet yatırım fonu piyasasında yönetilen varlıklar 1,65 trilyon Amerikan dolarından 8,91 trilyon Amerikan dolarına ulaşarak, % 440 büyümüştür.<sup>2</sup> Aslında bu büyüme rakamlarının arkasında bir var olma mücadelesi yaşanmaktadır ve bu mücadelede bazı fonlar rekabete yenik düşerek sona ermektedirler. Örneğin, 1982 yılı sonunda var olan 331 Amerikan hisse senedi menkul kıymet yatırım fonunun % 18'i, 10 yıl içerisinde sona ermiştir.<sup>3</sup> 1988 yılı sonunda var olan 110 Kanada hisse senedi menkul kıymet yatırım fonunun % 36'sı, aynı şekilde 10 yıl içerisinde sona ermiştir.<sup>4</sup> Bazı yıllarda rekor düzeyde fon sona erer. Örneğin 2002 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde 1.037 fonun

---

<sup>1</sup> Ajay KHORANA, Henri SERVAES ve Peter TUFANO, "Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World," *Journal of Financial Economics* 78, no. 1 (2005): 145-185, 145.

<sup>2</sup> Investment Company Institute, *Investment Company Fact Book*, May 1998, 104, [http://www.ici.org/pdf/1998\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/pdf/1998_factbook.pdf) ve *Investment Company Fact Book*, 46th. Edition, May 2006, 114 ve 7, [http://www.ici.org/stats/mf/2006\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf) (20.12.2006).

<sup>3</sup> Burton G. MALKIEL, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991," *The Journal of Finance* 50, no. 2: 549-557, 554.

<sup>4</sup> Richard DEAVES, "Data-Conditioning Biases, Performance, Persistence and Flows: The Case of Canadian Equity Funds," *Journal of Banking and Finance*, 28 (2004): 673-694, 678.

sona ermesi, piyasanın tek yılda yaşadığı sona ermelerin en yükseğidir.<sup>5</sup>

Fon sona ermeleri, tam rekabet piyasa işleyişinin bir parçası olarak düşünülebilirse de, bir fonun sona ermesi sonucu yatırımcılar çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalırlar. İlk olarak, beklenmedik anda yeniden yatırım yapma sorunu doğar.<sup>6</sup> Bu ise yatırımcılara zaman ve emek kaybının yanı sıra, daha yüksek yönetim ücreti ve alım satım komisyonuna mal olabilir.<sup>7</sup> Bir başka sorun, yeni fonla birlikte portföy yöneticisinin de değişebilmesidir. Portföy yöneticileri, eğitim, yaş, tecrübe, iş tavrı, beklentileri ve etik değerleri açısından birbirlerinden farklı olabileceklerinden, bu da yatırımcı açısından ilave sorunlar yaratabilir. Ayrıca bir fonun sona ermesi sonucu, fonun katılma belgesine sahip kurum veya kişiler vergi sorunları ile de karşılaşabilirler.<sup>8</sup>

Bir fonun sona ermesini önemli kılan bir başka sorun, sona erme sonucu oluşan, fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığıdır.<sup>9</sup> Menkul kıymet yatırım fonu performansı ölçümlerinde yalnızca belirli bir süre hayatta kalan fonların verilerinin kullanılması ve hayatta kalamayan fonların performansının kalanlardan zayıf

<sup>5</sup> John REKENTHALER, "When Mutual Funds Die," *Money*, April 2003, 49.

<sup>6</sup> Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonlarının sona ermesi; kurucu değişikliği, birleşme, dönüşüm veya tasfiye şeklinde gerçekleşmektedir. Yalnızca tasfiye değil, diğer sona erme şekilleri de yatırımcıları yeniden yatırım yapma sorunu ile karşı karşıya getirebilir. Yatırımcının getiri ve risk beklentilerinin yanında kısıtlarını da karşıladığı için parasını yatırdığı fonun, kurucu değişikliği, birleşme veya dönüşüm sonrasında aynı getiri ve risk düzeyine sahip olmaması veya artık yatırımcının kısıtlarını karşılamaması olasıdır.

<sup>7</sup> Guarav S. AMIN ve Harry M. KAT, "Welcome to the Dark Side: Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias Over the Period 1994-2001," *Journal of Alternative Investments* 6, no 1 (Summer 2003): 57-73, 57.

<sup>8</sup> ERNST&YOUNG TÜRKİYE, Sirküler No: 103, 26 Temmuz 2006, 8, [http://www.vergidegundem.com/circular\\_list.asp?year=2006](http://www.vergidegundem.com/circular_list.asp?year=2006) (05.12.2006)'dan elde edilen bilgiye göre, Türkiye'de geçerli olan son vergi mevzuatı 01.10.2006 tarihinden itibaren menkul kıymet yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen kâr payları üzerinden % 10 gelir vergisi stopajı kesilmesini, ancak sürekli olarak portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşan fonların katılma belgelerinin bir yıldan fazla süreyle elde tutulması sonucu elde edilen kâr paylarının stopaj dışında tutulmasını gerektirir.

<sup>9</sup> AMIN ve KAT, 57 ve REKENTHALER, 49.

olması nedeniyle, fonların performansı gerçekte olduğundan daha yüksek görünür.<sup>10</sup> Ayrıca, farklı türlerdeki fonların performansları da farklı ölçülerde abartılabilmektedir.<sup>11</sup> Performansta meydana gelen bu sahte yükselmenin göz ardı edilmesi ise, fonlara yapılacak yatırım tutarının yanlış belirlenmesine yol açar.<sup>12</sup>

Bu çalışma, Türk menkul kıymet yatırım fonları performansının hayatta kalana bağlı yanlılığını, fon türlerine göre incelemektedir. Menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılığını tahmin eden mevcut çalışmaların, gelişmiş fon piyasalarının verilerini kullandıkları görülmektedir. Gelişmekte olan piyasa özelliği gösteren Türk menkul kıymet yatırım fonu piyasasındaki fonların, türler itibari ile birbirinden ve gelişmiş piyasalardaki fonlardan farklı yanlılık sergilemeleri beklenebilir. Türlerin portföylerine alabilecekleri varlıklar, getiri ve risklerinin yanında, gider ve kaldıraç uygulamaları birbirinden farklı olabileceği için, getirilerinin hayatta kalana bağlı yanlılıkları da farklı olabilir. Gelişmekte olan bir fon piyasasının yasal düzenlemeleri, gider ve kaldıraç uygulamaları, yatırımcı ve kurucu profilleri ve çevre koşulları, gelişmiş piyasalardan farklı olacağından, fonlarının maruz kalacağı hayatta kalana bağlı yanlılık da farklı olabilir.

Çalışmanın organizasyonu şu şekildedir. İzleyen bölüm, menkul kıymet yatırım fonları performansında hayatta kalana bağlı yanlılık probleminin anlatımına ayrılmıştır. İkinci bölüm, Türk menkul kıymet yatırım fon türlerinin hayatta kalana bağlı yanlılıklarının boyutuna ilişkin tahminlerin, son bölüm ise sonucun sunulduğu bölümdür.

---

<sup>10</sup> Bing LIANG, "Hedge Funds: The Living and the Dead," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, no. 3 (2000): 309-326, 310 ve Carl ACKERMANN, Richard MCENALLY ve David RAVENSCRAFT, "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives," *The Journal of Finance*, 54, no 3 (1999): 833-874, 862 ve 864.

<sup>11</sup> Magnus DAHLQUIST, Stephan ENGSTRÖM ve Paul SÖDERLIND, "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, no 2 (2000): 409-423, 416.

<sup>12</sup> William FUNG ve David A. HSIEH, "Survivorship Bias and Investment Style in the Returns of CTAs," *Journal of Portfolio Management* 24, no 1 (1997): 30-41, 31.

## I. MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI PERFORMANSININ HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIĞI

Menkul kıymet yatırım fonlarının performansı değişik çevreler tarafından merak edilen bir konudur. Bu nedenle olsa gerek, fon performansını ölçmek üzere yeni teknikler geliştirilmeye çalışılmaktadır. Ancak yeni yöntem geliştiren akademisyenlerin, yalnızca en azından belirli bir süre hayatta kalmış fonların verilerini kullandıkları, bu akademisyenlerin geliştirdikleri yöntemleri uygulayan akademisyenlerin de onları izledikleri görülmektedir.<sup>13</sup> Treynor, Sharpe, Jensen, Sortino ve Price'ın çalışmaları yeni bir yöntemin geliştirildiği çalışmalardan bazılarıdır.<sup>14</sup> Mains, Lehman ve Modest, Cumby ve Glen, Platinga ve de Groot, Tefvik, Kılıç, Doğanay, ve Arslan'ın çalışmaları ise yeni yöntemin uygulandığı çalışmalardan bazılarıdır.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Edwin J. ELTON, Martin J. GRUBER ve Christopher R. BLAKE, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *The Review of Financial Studies* 9, no 4 (1996): 1097-1120, 1098. ELTON, GRUBER ve BLAKE, yeni performans ölçüm yöntemi geliştiren akademisyenlerin yalnızca hayatta kalan fonların getirilerini kullanmalarının olası nedenlerinden de bahsetmişlerdir. Bunlar; yeni metodun açıklanmasına fonları değerlemek kadar önem verilmesi, yeni metodun uygulanmasını basitleştirme çabası ve veri tabanlarında eksik olan fonların verisinin tamamlanmasının oldukça güç olması.

<sup>14</sup> Jack L. TREYNOR, "How to Rate Management of Investment Funds," *Harvard Business Review*, 44 (1965): 63-75, 70; William F. SHARPE, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, Supplement on Security Prices, 39 (January 1966): 119-138, 122; Michael C. JENSEN "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance*, 23 (May 1968): 389-416, 408 ve Frank A. SORTINO ve Lee N. PRICE, "Performance Measurement in a Downside Risk Framework", *Journal of Investing*, (Fall 1994), <http://www.sortino.com/htm/performance.htm> (30.07.2006).

<sup>15</sup> Norman E. MAINS, "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment," *Journal of Business* 50, no 3 (July 1977): 371-384, 376; Bruce N. LEHMAN, ve David MODEST, "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons," *Journal of Finance*, 42, no 2 (1987): 233-265, 243; Robert CUMBY ve Jack GLEN, "Evaluating the Performance of International Mutual Funds," *Journal of Finance* (June 1990): 497-521, 505; Auke PLATINGA ve Sebastian de GROOT, "Preference Functions and Risk-adjusted Performance Measures," *Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations*, Frank A. Sortino ve

1989'da Grinblatt ve Titman, kendilerinden önceki menkul kıymet yatırım fonu performansını konu alan çalışmaların yalnızca hayatta kalan fonların verilerini kullandıklarına dikkat çekerek, bu çalışmaların hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kaldığına dikkat çekmişlerdir.<sup>16</sup> 1993 yılından itibaren ise menkul kıymet yatırım fonlarının performansı ile ilgili çalışmalarda, hayatta kalana bağlı yanlılık konusuna ilgi gösterildiği görülmektedir. Tablo 1'de, menkul kıymet yatırım fonları performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının boyutunun tahmin edildiği yayımlanmış çalışmalar özetlenmiştir. Bu çalışmaların ortaya koyduğu hayatta kalana bağlı yanlılık tahminleri % 0,07 ile 4,20 arasında değişmektedir. Menkul kıymet yatırım fonları performansının maruz kaldığı hayatta kalana bağlı yanlılığın boyutunu tahmin etmeyi deneyen çalışmalar; kapsadıkları dönemler, kullandıkları veri tabanları ve performans ölçüleri birbirinden farklı olduğu için, farklı büyüklükte yanlılık tahminleri ortaya koymuşlardır. Tüm bu farklılıklara rağmen pek çok araştırma, fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının göz ardı edilecek kadar küçük olmadığını göstermiştir. Ayrıca bulgulara göre, dönem uzadıkça yanlılık artmaktadır<sup>17</sup> ve farklı yatırım hedeflerine sahip fonların yanlılıkları da birbirinden farklıdır.<sup>18</sup>

---

Stephen Satchell eds., 169-193, (Oxford: Butterworth Hinemann, 2002), 180; Tevfik GÜRMAN, *Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları*, (Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 342, Ankara: Tisamat Basım Sanayi, 1995), 129 ve 130; Saim KILIÇ, *Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*, (İstanbul: Mart Matbaacılık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002), 80; Mete DOĞANAY, "Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Şartlı Performans Değerlendirilmesi," *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* Cilt 6, Sayı 1 (Bahar 2004): 165-179, 172; Mehmet ARSLAN, "A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans Kabiliyet İlişkisi Analizi: 2000-2005 Dönemi Bir Uygulama," *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, Sayı 2 (2005), 13, <http://www.ttef.gazi.edu.tr/dergi/makaleler/2005/Sayi2/1-23.pdf#search=%22Arslan%202005%20yat%C4%B1r%C4%B1m%20fonu%22> (10.08.2006).

<sup>16</sup> Mark GRINBLATT ve Sheridan TITMAN, "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings," *Journal of Business* 62, no. 3 (1989): 93-416, 394.

<sup>17</sup> ELTON, GRUBER ve BLAKE, 1116 ve 1117.

<sup>18</sup> MALKIEL, 553.

**Tablo 1. Menkul Kıymet Yatırım Fonları Performansının Hayatta Kalana Bağlı Yanlılığının Tahmin Edildiği Yayınlanmış Çalışmalar**

Yıl	Yazar(lar)	Dergi	Fon Piyasası ve Fon Türü	Dönem	Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık Bulguları (Yıllık)
1989	Grinblatt ve Titman	JB	Amerikan, Hisse senedi	1975-1984	% 0,10-0,40
1993	Blake; Elton ve Gruber	JB	Amerikan, Tahvil	1979-1988	% 0,27
1995	Brown ve Goetzman	JF	Amerikan, Hisse senedi	1977-1988	% 0,80
1995	Malkiel	JF	Amerikan, Hisse senedi	1971-1991	10 yıl: % 1,50 15 yıl: % 4,20
1996	Elton, Gruber ve Blake	JB	Amerikan, Hisse senedi	1976-1993	% 0,73
1998	Blake ve Timmermann	EFR	İngiliz, Hisse senedi	1991-1998	% 0,11-0,45
2000	Dahlquist, Engström ve Söderlind	JFQA	İsveç; Hisse senedi, tahvil ve likit	1993-1997	Hisse Senedi: % 0,70, tahvil: % 0,10 ve likit: % 0,07
2001	Ter Horst, Nijman ve Verbeek	JEF	Amerikan, Hisse senedi	1989-1994	% 0,64
2002	Carhart vd.	RFS	Amerikan, Hisse senedi	1961-1995	% 0,96
2002	Otten ve Bams	EFM	İngiliz, Alman, Hollanda, İtalyan; Hisse senedi	1990-1998	% 0,11-0,45
2004	Deaves	JBF	Kanada, Hisse senedi	1988-1998	% 0,46

## II. TÜRK MENKUL KIYMET YATIRIM FON TÜRLERİNİN HAYATTA KALANA BAĞLI YANLILIKLARI

Gelişmekte olan fon piyasasında yalnızca belirli bir zaman aralığında sürekli olarak hayatta kalmış fonların verilerini dikkate almanın, bu piyasadaki fonların performansında yarattığı yükselmeyi fon türleri itibari ile incelemek için, 2000-2004 dönemi içerisinde faaliyet göstermiş Türk A tipi menkul kıymet yatırım fonlarına ait aylık veri seti kullanılmıştır.

A tipi fonlar, portföylerinin aylık ortalama en az % 25'i Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerinden oluşması zorunlu fonlarken, B tipi fonlar portföyleri için böyle bir zorunluluğun olmadığı fonlardır.<sup>19</sup> Fon performansının türlere göre hayatta kalana bağlı yanlılığı incelemesinde A tipi fonların kullanılması, ele alınan dönemde sona ermelerin B tipi fonlarda değil, A tipi fonlarda meydana geldiği kanısına dayanmaktadır. A tipi fonların 1999 yılı sonundaki 0,26 milyar YTL toplam varlık değeri % 200 büyüyerek, 2004 yılı sonunda 0,78 milyar YTL'ye ulaşmıştır. B tipi fonlar ise aynı dönemde 0,90 milyar YTL toplam varlık değerinden 23,68 milyar YTL varlık değerine yükselerek, yaklaşık % 2.500 büyümüşlerdir.<sup>20</sup> 5 yıllık dönemde fon piyasası yaklaşık 20 kat büyürken, A tipi fonların varlıklarının 2 kat büyümesi karşısında B tipi fonların varlıklarının 25 kat büyümesi sonucu, A tipi fonların fon piyasasından aldığı pay % 23'den % 3'e düşmüştür. A tipi fonların 5 yıllık sürede yaşadığı ciddi pay kaybı nedeniyle, sona ermelerin bu fonlarda yaşandığı sonucuna varılmıştır.

Veri seti, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Aralık 1999-Aralık 2004 dönemine ait aylık bültenlerinin tek tek incelenmesi yoluyla, yalnızca bir ay var olmuş fonlar da dâhil olacak şekilde tüm A tipi

<sup>19</sup> Ayşe SUMER, *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*, 3. baskı. (İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002), 297.

<sup>20</sup> Fon büyüklükleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nun menkul kıymet yatırım fonlarına ilişkin konsolide portföy değerlerinden elde edilmiştir. [http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf\\_index.html?tur=mkyf](http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf) (10.07.2005).



fonların tespit edilmesi<sup>21</sup> ve bunların aylık getirilerinin hesaplanması ile elle oluşturulmuş ve neredeyse tamamıyla hayatta kalana bağlı yanlılıktan arındırılmış bir veri setidir.<sup>22</sup>

Aylık veri setinin kullanılması, fonların veri tabanına giriş ve çıkışlarının bu yolla daha doğru bir şekilde yakalanmasının mümkün olmasına dayanmaktadır. Örneğin, yıllık veri seti kullanılması halinde bir tam yıl hayatta kalamamış fonlara ait veriler veri setinin dışında bırakılacak, böylece hayatta kalana bağlı yanlılığı ölçmekte kullanılacak veri setinin kendisi hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalacaktır.

Yalnızca belirli bir süre hayatta kalmış fonların verilerini kullanmanın, performansta meydana getirdiği yükselmenin fon türlerine göre tahminine geçmeden önce, fonların hayatta kalma oranlarına bakmak faydalı olacaktır. Tablo 2’de yer verilen hayatta kalma oranları, 1999 yılı sonu itibari ile hayatta olan 97 A tipi menkul kıymet yatırım fonunun, aylık bazda yüzde kaçının 5 yıllık bir sürenin sonuna kadar hayatta kaldığını gösterir. Söz konusu 97 fonun ancak % 48,45’i 2004 yılı sonuna kadar hayatta kalabilmiştir. Bu % 48,45’lik dilim, menkul kıymet yatırım fonu performansı ölçmek isteyip, 2004 yılı sonunda var olan ve en az 5 yıllık getiri verisine sahip A tipi fonlar kriterini getirenlerin performans ölçümünde kullanacakları fonlardır.

---

<sup>21</sup> A tipi fonlardan olan endeks fonlar aktif yönetim stratejisi uygulamaları, özel fonlar ise sadece belirli bir gruba (örneğin bir firmanın çalışanları) açık fonlar olmaları nedeniyle inceleme dışı tutulmuştur.

<sup>22</sup> Ücretsiz fon verisi sağlayan bilgi iletişim hizmeti veren firmalar veya yazılım firmalarının veri tabanları, yalnızca cari dönemde var olan fonlara ait verileri sundukları için hayatta kalana bağlı yanlılığa maruz kalan veri tabanlarıdır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun veri tabanında yer alan aylık bültenler ise, sona eren fonlara ait verileri de içeren tek veri kaynağı olma özelliğindedir. Aylık bültenlerden fonların tespiti ve getirilerinin hesaplanmasından sonra, Sermaye Piyasası Kurulu’nun da yardımı ile fonların kuruluş ve sona erme tarihleri tespit edilmiş, böylelikle bültenlerde birkaç fonun birkaç aylık verisinin eksik olduğu görülmüştür. Eksik verileri tamamlamak, ayrıca şüpheli görünen verileri kontrol etmek üzere fon kurucularına başvurulmuş ve bu durumlar için kurucuların sağladığı veriler kullanılmıştır. Ancak değişik kaynaklara başvurulmasına rağmen, bir fonun verisindeki 4 aylık eksikliğin nedenine veya verilere ulaşmak mümkün olmamıştır.

**Tablo 2. Aralık 1999 Sonu İtibari İle Hayatta Olan A Tipi Fonların Hayatta Kalma Oranları (%)**

Aylar	2000	2001	2002	2003	2004
1	100	97,94	82,47	61,86	52,58
2	100	96,91	79,38	58,76	51,55
3	100	96,91	74,23	58,76	50,52
4	98,97	96,91	74,23	58,76	50,52
5	98,97	96,91	73,20	58,76	50,52
6	98,97	95,88	71,13	58,76	50,52
7	98,97	92,78	67,01	58,76	48,45
8	98,97	92,78	67,01	55,67	48,45
9	97,94	92,78	67,01	55,67	48,45
10	97,94	87,63	65,98	55,67	48,45
11	97,94	86,60	65,98	53,61	48,45
12	97,94	84,54	65,98	53,61	48,45

Yalnızca 2000-2004 döneminde kesintisiz olarak var olmuş fonlara ait verileri kullanmanın, fon türlerinin performanslarında meydana getirdiği yükselmenin boyutuna ilişkin tahminler, Tablo 3’de

**Tablo 3. Türk A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının 2000-2004 Dönemi Aylık Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık Tahminleri**

Tür	1999 Sonunda Var Olup 2004 Sonuna Kadar Hayatta Kalan Fonlar (%)	Sona Eren Fonlar (%)	Tüm* Fonlar (%)	Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık (%)	T Testi
Karma	2,31 (7,29)	2,21 (8,79)	2,25 (8,18)	0,06	0,17
Sektör	—	3,84 (47,67)	3,84 (47,67)	—	—
İştirak	2,26 (11,15)	2,38 (10,51)	2,30 (10,92)	-0,04	-0,03
Yabancı Menkul Kıymetler	—	0,82 (5,81)	0,82 (5,81)	—	—
Değişken	2,23 (11,43)	2,02 (10,42)	2,12 (10,92)	0,11	0,32
Hisse Senedi	4,08 (49,03)	1,61 (11,76)	2,54 (31,47)	1,54	0,60
Tüm A Tipi Fonlar	2,53 (21,22)	2,23 (20,13)	2,35 (20,59)	0,18	0,38

\* Hayatta kalan ve sona eren Parantez içindekiler getirilerin standart sapmasıdır.

verilmiştir. Türlele göre aylık bazda hayatta kalana bağlı yanlılıklar % -0,04 ile 1,54 arasında değişmektedir. 4 türe ait yanlılıktan 3'ü hayatta kalan fonların yüksek performans sergilediğini işaret etmektedir. En yüksek yanlılık hisse senedi fonlarındadır. Hayatta kalan hisse senedi fonlarının getirilerinin standart sapması (% 49,03) ile sona eren fonların getirilerinin standart sapması (% 11,76) arasındaki farktan, hayatta kalanların sona erenlerden çok daha yüksek risk aldıkları ve bu seçimleri ile başarılı oldukları görölmektedirler. Bu fon türüne ait yıllık % 18,48'lik yanlılık, Tablo 1'de özetlenen gelişmiş piyasaların hisse senedi fonlarına ait yanlılıklardan oldukça yüksektir.<sup>23</sup> Örneğin bu yanlılık, karşılaştırılabilir döneme sahip İsveç hisse senedi menkul kıymet yatırım fonları performansının yanlılığı olan % 0,70'den 26 kat büyüktür. Ancak Türk hisse senedi menkul kıymet yatırım fonlarının yanlılığı istatistiksel olarak önemsizdir. Hisse senedi hariç diğer türlele ilişkin yanlılıklar, tüm A tipi fonların aylık % 0,18 (veya yıllık % 2,16)'lik yanlılığının altındadırlar ve onlarla birlikte tüm fonların yanlılığı da istatistiksel olarak önemsizdir.

## SONUÇ

Menkul kıymet yatırım fonlarının performansı uzun yıllardır ölçölmeye çalışılmaktadır. Bu ölçümlerdeki ortak uygulama, belirli bir süre kesintisiz getiri verisine sahip olmayan fonların verilerinin ölçöme dâhil edilmemesidir. Yalnızca belirli bir süre hayatta kalmış fonların verisini kullanarak fon performansı ölçmenin fonların performansında meydana getirdiği etki, 1990'larda gelişmiş menkul kıymet yatırım fonu piyasalarına ait veriler kullanılarak incelenmeye başlanmıştır. Bu incelemelerde fon performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının göz ardı edilecek kadar düşük olmadığı görölmüştür.

Bu çalışma, gelişmekte olan menkul kıymet yatırım fonu piyasasındaki fonların performansının hayatta kalana bağlı yanlılığını, fon türlerine göre tahmin etmektedir. Fon türlerinin hayatta kalana bağlı yanlılıkları birbirinden farklı olup, en yüksek yanlılık hisse senedi fonlarındadır. Tüm fonların yanlılığından da yüksek olan bu türe ait yanlılık, gelişmiş piyasaların hisse senedi fonlarına ait

---

<sup>23</sup> Bakınız Tablo 1.

yanlılıkları da aşmaktadır. Ancak, Türk menkul kıymet yatırım fonlarının hayatta kalana bağlı yanlılıklarının hiç biri, istatistiksel olarak önemli değildir.

Türk menkul kıymet yatırım fonları performansının hayatta kalana bağlı yanlılığının daha uzun dönemler itibari ile incelenmesi, ayrıca farklı gelişmekte olan piyasaların fonlarının yanlılığının da tahmin edilmesi ile gelişmekte olan piyasalardaki fonların yanlılığının boyutu aydınlığa kavuşturulabilir. Ancak, gelişmekte olan piyasaların ve fonlarının gerçek performansına ışık tutacak bu çalışmaların yapılabilmesi, sona eren fonların verilerini de içerir veri tabanlarının oluşturulmasına ve akademisyenlere sunulmasına bağlıdır. Bu veri tabanları; tarih, fon türü, fon adı, fon kurucusu vb. bazda arama yapmaya izin veren; fonun varlık büyüklüğü, yaşı, kuruluş tarihi ve sona erme şekli ve tarihi, fonun gider ve kaldıraç oranları, portföy yöneticisinin eğitimi, tecrübesi vb. bilgileri içeren nitelikte olmalıdır.

#### KAYNAKÇA

- ACKERMANN, Carl, Richard MCENALLY ve David RAVENSCRAFT. "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives." *The Journal of Finance*, 54, no 3 (1999): 833-874.
- AMIN, Guarav S. ve Harry M. KAT. "Welcome to the Dark Side: Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias Over the Period 1994-2001." *Journal of Alternative Investments* 6, no 1 (Summer 2003): 57-73.
- ARSLAN, Mehmet. "A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans Kabiliyet İlişkisi Analizi: 2000-2005 Dönemi Bir Uygulama." *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, Sayı 2 (2005), <http://www.ttef.gazi.edu.tr/dergi/makaleler/2005/Sayi2/1-23.pdf#search=%22Arslan%202005%20yat%C4%B1r%C4%B1m%20fonu%22> (10.08.2006).
- BLAKE, Christopher R., Edwin J. ELTON ve Martin J. GRUBER. "The Performance of Bond Mutual Funds." *Journal of Business*, 66 (1993), 371-403.

- BLAKE, David ve Allan TIMMERMANN. "Mutual Fund Performance: Evidence from the UK." *European Finance Review* 2, no 1 (1998): 57-77.
- BROWN, Stephen J. ve William N. GOETZMAN. "Performance Persistence." *The Journal of Finance* 50, no. 2 (1995): 679-698.
- CARHART, Mark M., Jennifer N. CARPENTER, A. W. LYNCH ve David K. MUSTO. "Mutual Fund Survivorship." *The Review of Financial Studies* 15, no 5 (2002): 1439-1463.
- CUMBY, Robert ve Jack GLEN. "Evaluating the Performance of International Mutual Funds." *Journal of Finance* (June 1990): 497-521.
- DAHLQUIST, Magnus, Stephan ENGSTRÖM ve Paul SÖDERLIND. "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, no 2 (2000): 409-423.
- DEAVES, R. "Data-Conditioning Biases, Performance, Persistence and Flows: The Case of Canadian Equity Funds." *Journal of Banking and Finance*, 28 (2004): 673-694.
- DOĞANAY, Mete. "Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Şartlı Performans Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* Cilt 6, Sayı 1 (Bahar 2004): 165-179.
- ELTON, Edwin J., Martin J. GRUBER ve Christopher R. BLAKE. "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance." *The Review of Financial Studies* 9, no 4 (1996): 1097-1120.
- ERNST&YOUNG TÜRKİYE. Sirküler No: 103, 26 Temmuz 2006, 8, [http://www.vergidegundem.com/circular\\_list.asp?year=2006](http://www.vergidegundem.com/circular_list.asp?year=2006) (05.12.2006).
- FUNG, William ve David A. HSIEH. "Survivorship Bias and Investment Style in the Returns of CTAs." *Journal of Portfolio Management* 24, no 1 (1997): 30-41.
- GRINBLATT, Mark ve Sheridan TITMAN. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business* 62, no. 3 (1989): 93-416.

- GÜRMAN, Tevfik. *Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları*. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 342, Tisamat Basım Sanayi, Ankara, 1995.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Investment Company Fact Book*, May 1998, [http://www.ici.org/pdf/1998\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/pdf/1998_factbook.pdf) (20.12.2006).
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Investment Company Fact Book*, 46th. Edition, May 2006, [http://www.ici.org/stats/mf/2006\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/stats/mf/2006_factbook.pdf) (20.12.2006).
- JENSEN, Michael C. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964." *Journal of Finance*, 23 (May 1968): 389-416.
- KHORANA, Ajay; Henri SERVAES ve Peter TUFANO. "Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World." *Journal of Financial Economics* 78, no. 1 (2005): 145-185.
- KILIÇ, Saim. *Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*. İstanbul: Mart Matbaacılık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.
- LEHMAN, Bruce N. ve David MODEST. "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons." *Journal of Finance* 42, no 2 (1987): 233-265.
- LIANG, Bing. "Hedge Funds: The Living and the Dead." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, no. 3 (2000): 309-326.
- MAINS, Norman E. "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment." *Journal of Business* 50, no 3 (July 1977): 371-384.
- MALKIEL, Burton G. "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991." *The Journal of Finance* 50, no 2 (1995): 549-572.
- OTTEN, Roger ve Dennis BAMS. "European Mutual Fund Performance." *European Financial Management* 8, no 1 (2002): 75-101.
- PLATINGA, Auke ve Sebastian de GROOT. "Preference Functions and Risk-adjusted Performance Measures." *Managing*

*Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementations*, Frank A. Sortino ve Stephen Satchell eds., 169-193. Oxford: Butterworth Hinemann, 2002.

REKENTHALER, John. "When Mutual Funds Die." *Money*, April 2003, 49.

SERMAYE PİYASASI KURULU,  
[http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf\\_index.html?tur=mkyf](http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf)  
(10.07.2005).

SHARPE, William F. "Mutual Fund Performance." *Journal of Business*. Supplement on Security Prices, 39 (January 1966): 119-138.

SORTINO, Frank A. ve Lee N. PRICE. "Performance Measurement in a Downside Risk Framework." *Journal of Investing*. (Fall 1994), <http://www.sortino.com/htm/performance.htm>  
(30.07.2006).

SUMER, Ayşe. *Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat*. 3. baskı. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002.

Ter HORST, Jenke R., Theo E. NIJMAN ve Marno VERBEEK. "Eliminating Look-ahead Bias in Evaluating Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Empirical Finance*, 8 (2001): 345-373.

TREYNOR, Jack L. "How to Rate Management of Investment Funds." *Harvard Business Review*, 44 (1965): 63-75.