

Citation: Güçlü, F., & Şekkelî, F.E., Türkiye'deki İslami ve Konvansiyonel Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Performans Analizi ve Karşılaştırılması, BMIJ, (2020), 8(5): 4463-4486 doi: <http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v8i5.1659>

TÜRKİYE'DEKİ İSLAMİ VE KONVANSİYONEL HİSSE SENEDİ YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

Fatih GÜÇLÜ¹

Received Date (Başvuru Tarihi): 27/10/2020

Feyzullah Esad ŞEKKELİ²

Accepted Date (Kabul Tarihi): 17/12/2020

Published Date (Yayın Tarihi): 25/12/2020

Çalışmada ilk yazar Sorumlu Yazar (Corresponding Author) rolündedir.

ÖZ

Anahtar Kelimeler:

İslami Finans,
İslami Yatırım Fonları,
Performans Analizi

JEL Kodları:

G10,
G11

İslami hisse senedi yatırım fonları, portföylerinde yalnızca İslami finans kurallarına uygun hisse senetleri ve kira sertifikaları (sukuk) gibi yatırım araçları bulunduran fonlardır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören konvansiyonel ve İslami hisse senedi fonlarının performanslarının karşılaştırılarak, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçim ve piyasa zamanlama yeteneklerinin ortaya koyulmasıdır. Çalışmada analizler, fonlara ait Kasım 2015-Ağustos 2020 dönemine ait aylık kapanış değerleri üzerinden hesaplanan aylık getiriler üzerinden gerçekleştirilmiştir. Fonların risk ayarlı performanslarının ölçümünde Sharpe Oranı, Treynor Oranı, M2 Ölçütü ve Bilgi Oranı, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçimi yeteneklerinin ölçümünde Jensen Alfa ve piyasa zamanlama yeteneklerinin ölçümünde ise Treynor ve Mazuy (1966) tarafından geliştirilen model kullanılmıştır. Çalışmada, İslami hisse senedi yatırım fonlarının performanslarının, konvansiyonel hisse senedi fonlarına yakın olduğu, aralarında önemli farklılıklar olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca İslami hisse senedi fonlarının düşük risk içerdiği, dolayısıyla güvenli bir yatırım aracı oldukları belirlenmiştir.

Keywords:

Islamic Finance Islamic Mutual Funds Performance Analysis

JEL Codes:

G10 G11

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Karabük Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, fatihguclu@karabuk.edu.tr,

<https://orcid.org/0000-0002-1007-4594>

² Arş. Gör., Karabük Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, esadsekkeli@karabuk.edu.tr,

<https://orcid.org/0000-0002-6414-4463>

EXTENDED ABSTRACT

PERFORMANCE ANALYSIS AND COMPARISON OF ISLAMIC AND CONVENTIONAL STOCK MUTUAL FUNDS IN TURKEY

1. LITERATURE

1.1. RESEARCH SUBJECT

Performance, selection, and market timing abilities of stock mutual funds' managers are investigated in literature by plenty of researchers. Last three decades, Islamic investments have shown extraordinary progress. Therefore, Islamic investment instruments attracted researchers' attention in this area. In the literature, many studies were conducted to compare the performance of Islamic and conventional stock mutual funds. According to findings of Alam and Rajjaque (2010), Hoepner et al. (2011), Mansor and Bhatti (2011), Rubio et al. (2012), Shah et al. (2012), Ashraf (2013), Omri et al. (2019), Climent et al. (2020), Aksu and Aytakin (2020), Islamic funds show better performance comparing their conventional counterparts. The findings of Hassan et al. (2010) Hassan and Girard (2012), Reddy et al. (2017), Naqvi et al. (2018) reveal no significant differences in the performance of Islamic and conventional mutual funds. However, Uysal, and Adalı (2018), Zouaoui (2019) find that performances of conventional mutual funds are better than Islamic ones.

1.2. RESEARCH PURPOSE AND IMPORTANCE

The purpose of this study is to compare the performance of conventional and Islamic stock mutual funds traded in the Turkey capital markets and to reveal the selection and market timing abilities of fund managers. The study provides useful information for investors and fund managers about the performance and riskiness of Islamic stock mutual funds.

1.3. CONTRIBUTION of the ARTICLE to the LITERATURE

When reviewing the existing literature about Islamic mutual funds in Turkey, most of the studies conducted are focus on Islamic pension funds. Therefore, this study extends the literature in terms of Islamic stock mutual funds.

2. DESIGN AND METHOD

2.1. RESEARCH TYPE

This study adopts a quantitative analysis to compare the performance of Islamic and conventional stock mutual funds.

2.2. RESEARCH PROBLEMS

The research problem of this study is to determine how different the performances of Islamic stock mutual funds are from their conventional counterparts.

2.3. DATA COLLECTION METHOD

The data set used in this study was obtained from the Thomson Reuters Eikon database. The data covers 5 years from November 2015 to August 2020.

2.4. QUANTITATIVE / QUALITATIVE ANALYSIS

This study performs commonly used methods in the literature to measure fund performances as Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Modigliani (M^2) measure, Information Ratio, and Jensen Alpha (α). Besides, determining fund managers' market timing ability Treynor and Mazuy (1966) quadratic regression model is used.

3. FINDINGS AND DISCUSSION

3.1. FINDINGS as a RESULT of ANALYSIS

According to risk-adjusted performance measurement results, TKF has the highest performance except for Information ratio. Islamic stock mutual fund ZPE's performance is moderate when compared to conventional funds. Jensen alpha results show that most of the funds have statistically insignificant

alphas, including ZPE. TKF still has the highest alpha, which indicates that fund managers are good at selecting stocks. When looking at beta results in the systematic risk measure, most of the funds have lower betas than the market. TKF has the lowest beta. Islamic fund ZPE's beta is 0.8105, which is lower than the rest of the funds except TKF and ST1. Treynor and Mazuy (1966) model results indicate that only one stock mutual fund (EID) has a statistically significant epsilon parameter.

3.2. DISCUSSING the FINDINGS with the LITERATURE

The findings of this study support the works of Hassan et al. (2010) Hassan and Girard (2012), Reddy et al. (2017), Naqvi et al. (2018) which reveal no significant differences in the performance of Islamic and conventional mutual funds.

4. CONCLUSION, RECOMMENDATION AND LIMITATIONS

4.1. RESULTS of the ARTICLE

When the results are evaluated as a whole, it can be stated that Islamic stock mutual funds have similar performance to their conventional counterpart, and there is no significant difference between them. Besides, it can be said that Islamic stock mutual funds contain a lower risk. Thus they can be considered as safe investment vehicles and preferred by risk-averse investors.

4.2. SUGGESTIONS BASED on RESULTS

Future studies could extend the scope of this study by including other Islamic stock mutual funds that are included in TEFAS and whose data do not cover the five years. Furthermore, future research could also be conducted to determine international diversification benefits of Islamic stock mutual funds by including cross country data.

4.3. LIMITATIONS of the ARTICLE

The main limitation is that the samples of Islamic and conventional stock mutual funds were from one market. Furthermore, only one Islamic stock mutual fund is included in the study due to other Islamic stock mutual funds cover less than five years.

1. GİRİŞ

Menkul kıymet yatırımı, belirli bir derecede uzmanlık, bilgi-birikim gerektiren ve zaman ayrılması gereken bir yatırım türüdür. Yatırım fonları, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen, yatırımcıların yatırım fonu tarafından oluşturulan portföyün bir bölümünü temsil eden katılma payı satın alarak fona dahil olduğu bir yatırım aracıdır (Değertekin, 2011, s. 24). Yatırım fonları, profesyoneller tarafından yönetiliyor olmaları ve bireysel yatırımcıların tek başına sağlayamayacağı yüksek miktarda tasarruf toplamaları sayesinde, iyi çeşitlendirilmiş portföyler aracılığıyla likidite, düşük risk ve yatırım tecrübesi arayan küçük yatırımcılar için güvenli bir seçenek olarak hizmet vermektedirler (Razzaq, Gul, Sajid, Mughal ve Bukhari, 2012, s.16). Yatırım fonlarının bir alt türü olan hisse senedi yatırım fonları ise menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olacak şekilde portföyünün en az %80'i hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarıdır.

Türkiye’de hisse senedi yatırım fonlarına olan ilgi her geçen gün artmaktadır. Hisse senedi şemsiye fonlarının 2015 yılında yaklaşık 1,6 milyar TL olan işlem hacmi, 2020 yılı Ekim ayı itibariyle 10 kat artarak yaklaşık 17 milyar TL’ye ulaşmıştır (TEFAS, 2020a). Hisse senedi yatırım fonları gibi yatırımcıların ilgisi çeken ve hem dünyada hem de Türkiye’de temsil ettiği varlık büyüklükleri artan bir diğer yatırım türü, katılım esasına dayalı yatırımlardır. Uluslararası literatürde İslami finans, Türkiye’de ise katılım finansmanı, katılım esasına dayalı yatırım gibi adlarla anılan bu yatırım türü, genel olarak dini hassasiyetleri nedeniyle faizden ve faize dayalı yatırım araçlarından uzak duran yatırımcılar için tasarruflarını değerlendirebilecekleri bir seçenektir. Bu bağlamda, hisse senedi yatırım fonları arasında da portföylerinde yalnızca İslami finans kurallarına uygun hisse senetleri ve kira sertifikaları (sukuk) gibi yatırım araçları bulunduran İslami hisse senedi yatırım fonları bulunmaktadır.

Hisse senedi yatırım fonları her ne kadar profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetiliyor olsalar da söz konusu fonların ne derece başarılı oldukları, fon yöneticilerinin hisse senedi seçim ve piyasa zamanlaması gibi konulardaki yetenekleri, uzun yıllardır araştırmacılar ve yatırımcılar tarafından merak edilen hususlar arasında yer almaktadır. Söz konusu hususlar, şüphesiz İslami hisse senedi yatırım fonları açısından da araştırılmaya ve cevaplanmaya ihtiyaç duyulan başlıklardandır.

İslami hisse senedi yatırım fonlarının performansının belirlenmesine ve bu bağlamda fon yöneticilerinin seçim ve zamanlama yeteneklerine ilişkin literatür incelendiğinde, yurtdışında bu alanda pek çok araştırma olmasına karşın, Türkiye sermaye piyasalarına yönelik çalışmaların çok kısıtlı olduğu göze çarpmaktadır. Bahsi geçen çalışmaların ise genellikle İslami emeklilik fonlarının performanslarını ele aldıkları görülmektedir (Uysal ve Adalı, 2018; Bayraktar ve Aksoy, 2007). Literatürdeki boşluğu dolduracağı düşünülen bu çalışmanın amacı, Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören konvansiyonel ve İslami hisse senedi fonlarının performanslarının karşılaştırılarak, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçim ve piyasa zamanlama yeteneklerinin ortaya koyulmasıdır. Bu amaçla Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (TEFAS) yer alan 33 adet konvansiyonel ve 1 adet İslami hisse senedi fonunun 5 yıllık veri seti üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir. Fonların risk ayarlı performanslarının ölçümünde Sharpe Oranı, Treynor Oranı, M² Ölçütü ve Bilgi Oranı, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçimi yeteneklerinin ölçümünde Jensen Alfa ve piyasa zamanlama yeteneklerinin ölçümünde ise Treynor ve Mazuy (1966) tarafından geliştirilen model kullanılmıştır.

2. İSLAMİ YATIRIM FONLARI

İslami yatırım fonları İslami kurallara göre yönetilmek zorundadırlar. Bundan dolayı konvansiyonel fonlardan daha farklı yönetilmeleri ve denetlenmeleri gerekmektedir. Faiz (riba), aşırı belirsizlik (garar), kumar (maysir) gibi riskli ve spekülasyon işlemlerinde bulunan şirketlere İslami fon yöneticileri tarafından yatırım yapılamamaktadır.

İslam inancına göre kazancın emek karşılığında elde edilmesi gerekmektedir. Bundan dolayı yatırımlardan elde edilen faiz gelirleri yasaklanmıştır. Türev ürünler ise taşıdıkları belirsizlik ve aşırı riskten dolayı, kumar ise haksız kazanca sebebiyet vermesi nedeniyle yasaklanmıştır. Bunların yanı sıra İslami yatırım fonları, alkol ve domuz eti gibi İslam tarafından tüketilmesi haram kılınmış ürünlerin ticaretini yapan ve faizli bankacılık, eğlence sektörü gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerini portföylerinde bulunduramazlar. İslami yatırım fonları, yasak alanlardan elde edilen gelirlerinin toplam gelirlerine oranı %5'ten fazla olan firmalara yatırım yapamamaktadırlar. (Hassan, Khan ve Ngow, 2010, s. 150; Marzban ve Donia, 2010, s.

3). İslami prensiplere uygun firmalardan oluşan endekslerde bu kurallara ek olarak, toplam faizli kredilerinin firmanın piyasa değerine oranı ve faiz getirili nakit ve menkul kıymetlerinin firmanın piyasa değerine oranı %33'ten az olması gerekmektedir (Merdad, Hassan ve Alhenawi, 2010, s. 164). Bu oran bazı endeks ve yatırım fonlarında %30 olarak da uygulanabilmektedir. (Seçme, Aksoy ve Uysal, 2016, s.108).

İslami yatırım fonları ilk olarak 1980'lerin ortalarında ortaya çıkmıştır. North American Islamic Trust (NAIT) tarafından Haziran 1986'da ilk Amerikan İslami sermaye fonu kurulmuştur. 2018 yılına gelindiğinde ise toplam 1701 adet İslami fon bulunmaktadır. Bu fonların toplam değeri 108 milyar dolardır. 108 milyar dolarlık bu fon büyüklüğü içerisinde en yüksek değere sahip olan fon 97 milyar dolar ile İslami yatırım fonlarıdır. İslami yatırım fonlarını 9 milyar dolar ile İslami borsa yatırım fonları, 2 milyar dolar ile İslami sigorta fonları ve 370 milyon dolar ile İslami emeklilik fonları takip etmektedir (ICD, 2019, s. 44).

Türkiye'de ise 2020 yılı itibariyle 255 adet fon işlem görmektedir. Bu fonların toplam işlem hacmi yaklaşık 136 milyar TL'dir. Hisse senedi yatırım fonları işlem gören fon sayısı bakımından 62 adet ile en fazla fon sayısına sahipken işlem hacmi bakımından 18 milyar TL ile üçüncü sırada bulunmaktadır. Bu 62 fonunun 4 tanesi katılım esasına göre yönetilen İslami hisse senedi şemsiye fonudur. Ayrıca söz konusu 257 fonun 25 tanesi katılım şemsiye fonudur (TEFAS, 2020b). Katılım şemsiye fonları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde "Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar" şeklinde tanımlanmaktadır. Tablo 1'de Türkiye Sermaye Piyasalarında işlem gören hisse senedi şemsiye fonları görülmektedir.

Tablo 1. Hisse Senedi Şemsiye Fonlarına İlişkin Veriler

Fon Kodu	Fon Adı	Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	Tedavüldeki Son Pay Adedi (Milyon)	Net Getiri Oranı (%)
ACC	ACTUS PORTFÖY H.S.F.	16.7	6.2	9,11
AFA	AK PORTFÖY AMERİKA YABANCI H.S.F.	133.7	1.314.7	11,07
AFV	AK PORTFÖY AVRUPA YABANCI H.S.F.	85.3	1.567.4	5,92
AKU	AK PORTFÖY BİST 30 ENDEKSİ H.S.F.	56.6	780.9	3,08
ADP	AK PORTFÖY BİST BANKA ENDEKSİ HİSSE SENEDİ FONU	66.3	803.2	2,59
ALC	AK PORTFÖY BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ H.S.F.	23.5	1.019.2	6,51
AFS	AK PORTFÖY GELİŞEN ÜLKELER YABANCI H.S.F.	71.6	1.846.2	13,52
AK3	AK PORTFÖY H.S.F.	229.3	92.8	5,2
AOY	AK PORTFÖY YABANCI H.S.F.	58.2	527.5	10,19
AFT	AK PORTFÖY YENİ TEKNOLOJİLER YABANCI H.S.F.	1.658.8	20.620.0	10,42
RBH	ALBARAKA PORTFÖY KATILIM H.S.F.	38.2	18.2	15,31
TLZ	ATA PORTFÖY ANALİZ H.S.F.	6.3	5.2	3,88
AYA	ATA PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	59.2	287.0	7,64
AAV	ATA PORTFÖY İKİNCİ H.S.F.	226.2	6.128.1	7,2
AHI	ATLAS PORTFÖY H.S.F.	15.0	9.0	7,21
TLH	AURA PORTFÖY H.S.F.	17.3	8.6	7,57
GL1	AZİMUT PİYŞ BİRİNCİ H.S.F.	70.5	0,9	6,95
GSP	AZİMUT PİYŞ KAR PAYI ÖDEYEN H.S.F.	263.3	6.839.0	8,82
DZE	DENİZ PORTFÖY BİST 100 ENDEKSİ H.S.F.	11.0	147.1	4,32
DPT	DENİZ PORTFÖY BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ H.S.F.	2.2	1.7	6,7
DAH	DENİZ PORTFÖY H.S.F.	11.7	49.8	4,63
FPH	FİBA PORTFÖY H.S.F.	28.5	11.8	7,53
GAE	GARANTİ PORTFÖY BİST30 ENDEKSİ H.S.F.	42.3	1.197.5	3,03
GHS	GARANTİ PORTFÖY H.S.F.	48.8	25.7	5,94
GAF	GEDİK PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	8.2	85.8	9,13
GBG	GEDİK PORTFÖY G-20 ÜLKELERİ YABANCI H.S.F.	5.9	120.6	8,33
GMR	GEDİK PORTFÖY İKİNCİ H.S.F.	40.0	437.7	13,85
EC2	GLOBAL MD PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	2.1	0,4	6,43
NNF	HEDEF PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	329.1	290.0	12,85
HBU	HSBC PORTFÖY BİST 30 ENDEKSİ H.S.F.	11.0	108.6	3,34
HVS	HSBC PORTFÖY H.S.F.	49.9	718.9	5,76
ICF	ICBC TURKEY PORTFÖY H.S.F.	4.0	0,3	4,66
ACK	İSTANBUL PORTFÖY H.S.F.	18.8	398.6	4,38
IIH	İSTANBUL PORTFÖY ÜÇÜNCÜ H.S.F.	20.4	16.5	7,94
TIE	İŞ PORTFÖY BİST 30 ENDEKSİ H.S.F.	40.3	698.0	3,33
TAU	İŞ PORTFÖY BİST BANKA ENDEKSİ H.S.F.	88.4	2.112.6	2
TTE	İŞ PORTFÖY BİST TEKNOLOJİ AĞIRLIKLI SINIRLAMALI ENDEKSİ H.S.F.	450.2	3.775.6	11,35
TI2	İŞ PORTFÖY H.S.F.	50.0	0,7	5
TI3	İŞ PORTFÖY İŞ BANKASI İŞTİRAKLERİ ENDEKSİ H.S.F.	167.1	1.7	12,65
TPR	İŞ PORTFÖY PY HİSSE SENEDİ ÖZEL FONU	25.0	1.268.7	4,98
TMG	İŞ PORTFÖY YABANCI H.S.F.	74.0	660.8	9,67
KYA	KARE PORTFÖY H.S.F.	9.3	125.8	8,58
KPC	KT PORTFÖY KATILIM H.S.F.	28.4	24.6	12,3
MAC	MARMARA CAPITAL PORTFÖY H.S.F.	266.6	5.630.5	10,41
MMH	MÜKAFAT PORTFÖY BİST 30 ENDEKSİ H.S.F.	4.5	4.4	3,31
MPS	MÜKAFAT PORTFÖY KATILIM H.S.F.	176.0	79.5	8,65
OPH	OSMANLI PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	24.2	18.2	7,81

OPI	OSMANLI PORTFÖY İKİNCİ H.S.F.	22.2	16.1	8,81
OHB	OYAK PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	2.1	1.5	5,34
EID	QINVEST PORTFÖY H.S.F.	11.0	110.3	3,54
FYD	QNB FINANS PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	39.8	67.2	8,17
ST1	STRATEJİ PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	73.3	4.8	8,41
TKF	TACİRLER PORTFÖY H.S.F.	446.4	86.6	6,98
TYH	TEB PORTFÖY H.S.F.	24.9	219.4	6,53
UPH	ÜNLÜ PORTFÖY H.S.F.	5.7	3.2	11,65
YEF	YAPI KREDİ PORTFÖY BİST 30 ENDEKSİ H.S.F.	199.2	2.947.3	3,23
YHS	YAPI KREDİ PORTFÖY BİRİNCİ H.S.F.	66.2	40.0	5,98
YDI	YAPI KREDİ PORTFÖY İKİNCİ H.S.F.	93.3	2.986.1	8,5
YAS	YAPI KREDİ PORTFÖY KOÇ HOLDİNG İŞTİRAK VE H.S.F.	870.8	693.2	11,33
YAY	YAPI KREDİ PORTFÖY YABANCI TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ H.S.F.	1.746.2	13.4	10,18
TZD	ZİRAAT PORTFÖY H.S.F.	45.0	250.5	4,87
ZPE	ZİRAAT PORTFÖY KATILIM ENDEKSİ H.S.F.	149.6	62.73	6,65

Kaynak: (TEFAS, 2020c)

Tablo 1'e göre, 2020 yılındaki en yüksek net getiri oranına sahip olan üç fonun sırasıyla Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (%15,31), Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (%13,85) ve Ak Portföy Gelişen Ülkeler Yabancı Hisse Senedi Fonu (%13,52) olduğu görülmektedir. En düşük net getiri oranına sahip olan fon ise %2 ile İş Portföy BİST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu'dur. Ak Portföy Yeni Teknolojiler Yabancı Hisse Senedi Fonu yaklaşık 20,6 milyar adet ile en çok pay adedine sahip fondur. Bunu yaklaşık 6,8 milyar adet ile Azimut PYS Kar Payı Ödeyen Hisse Senedi Fonu ile 6,1 milyar adet ile Ata Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu takip etmektedir. En az pay adedine sahip fon ise 382,980 ile ICBC Turkey Portföy Hisse Senedi Fonu'dur. TL bazında en yüksek portföy büyüklüğüne sahip fon yaklaşık 1,7 trilyon ile Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu'dur. İkinci sırada 1,65 trilyon TL ile Ak Portföy Yeni Teknolojiler Yabancı Hisse Senedi Fonu bulunmaktadır. Üçüncü sırada ise 870 milyon TL ile Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak ve Hisse Senedi fonu gelmektedir. OYAK Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu 2 milyon TL'lik büyüklüğü ile son sırada yer almaktadır. Yine tabloda yer alan hisse senedi şemsiye fonları arasından 4 tanesi katılım esasına göre yönetilen İslami hisse senedi yatırım fonlarıdır. Söz konusu fonlar; Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu, KT Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu, Mükafat Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu ve Ziraat Portföy Katılım Endeksi Hisse Senedi Fonu'dur.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde, dünyada ve Türkiye’de İslami ve konvansiyonel hisse senedi yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılmasına ilişkin halihazırdaki literatürün bir özeti sunulmuştur.

Alam ve Rajjaque (2010), 2007-2009 yılları arasında yaşanan krizde İslami hisse senetlerinden oluşan bir portföyün S&P 350’den alınmış İslami olmayan portföylerden daha iyi performans sergilediği sonucuna varmışlardır. Merdad ve diğerleri (2010) 2003-2010 yılları arasında HSBC tarafından yönetilen İslami ve konvansiyonel yatırım fonlarının getiri performansları incelenmişlerdir. İslami fonlar piyasaların düşüşte ve krizde olduğu dönemlerde konvansiyonel fonlardan daha iyi performans sergilerken bütün dönemler baz alındığında ve piyasaların yükselişte olduğu dönemlerde konvansiyonel fonların İslami fonlardan daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Hassan ve diğerleri (2010) 1996-2005 yılları arasında Malezya’da İslami ve İslami olmayan menkul kıymet yatırım fonlarının performanslarını incelemiş ve aralarında önemli bir performans farkına ulaşamamışlardır.

Hoepner, Rammal ve Rezec (2011) 20 Ülkeden 265 İslami sermaye fonunun finansal performansını üç faktörlü Carhart modeli ile incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, 6 ülkenin İslami sermaye fonlarının uluslararası fonlardan daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Mansor ve Bhatti (2011) 1990-2009 yılların arasında işlem gören 128 İslami yatırım fonu ile konvansiyonel yatırım fonlarını karşılaştırmalı bir şekilde Borsa Malezya KLCI endeksini baz alarak klasik varlık fiyatlama modeliyle incelemişlerdir. İnceleme sonucunda İslami ve konvansiyonel yatırım fonlarının KLCI’den daha iyi performans sergilediğine ve buna ek olarak İslami yatırım fonlarının da konvansiyonel yatırım fonlarından daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Rubio, Hassan ve Merdad (2012) uluslararası, Amerikan ve İslami fonların içinde bulunduğu toplam 14,509 yatırım fonunun 2003-2010 yılları arasındaki performanslarını veri zarflama yöntemi kullanarak incelemişlerdir. İncelemenin sonucunda, İslami fonların diğer fonlara göre daha az veriye sahip olmasına rağmen etkinliklerini kaybetmeyerek uluslararası ve Amerikan fonlarına göre daha iyi

performans sergiledikleri sonucuna varılmıştır. Shah, Iqbal ve Malik (2012) yaptıkları çalışmada Pakistan'da bulunan 31'i İslami 94'ü konvansiyonel toplam 125 yatırım fonunun risk ve getiri oranlarını analiz etmişlerdir. Araştırma sonucunda, İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarına göre daha düşük riskli ve yüksek getiriye sahip oldukları tespit edilmiştir. Hassan ve Girard (2012), İslami ve konvansiyonel yatırım fonlarının performansları arasında kayda değer farklılıklara ulaşamamışlardır.

Ashraf (2013) 2007-2011 yılları arasında Suudi Arabistan borsasında işlem gören 159 yatırım fonunun performanslarını Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) ile Treynor ve Mazuy modellerini kullanarak incelemiştir. İnceleme sonucunda, küresel kriz döneminde İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarına göre daha iyi performans gösterdiği belirlenmiştir.

Reddy, Mirza, Naqvi ve Fu (2017) 2004-2014 yılları arasında Birleşik Krallık'da bulunan İslami, sosyal sorumluluk ve konvansiyonel yatırım fonlarını SVFM ile incelemiştir. Bunun sonucunda İslami fonların, sosyal sorumluluk fonları ve konvansiyonel fonlara göre daha iyi performans sergilemiş oldukları sonucuna varılmış olmasına rağmen arada büyük bir farkın olmadığı tespit edilmiştir.

Naqvi, Rizvi, Mirza ve Reddy (2018) 2009-2016 yılları arasında Malezya ve Pakistan'dan toplam 731 İslami yatırım fonu ve konvansiyonel fonları SVFM ile incelemiştir. Araştırma sonucunda İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiklerine dair bir kanıt bulamamışlardır. Uysal ve Adalı (2018) 2014-2017 yılları arasında Türkiye'deki İslami emeklilik yatırım fonları ile konvansiyonel emeklilik yatırım fonlarının performanslarını incelemiştir. İnceleme sonucunda, İslami emeklilik yatırım fonlarının konvansiyonel emeklilik yatırım fonlarına göre daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Omri, Soussou ve Goucha (2019) 2009-2014 yılları arasındaki Riyad Capital yatırım fonları ile Suudi Arabistan yatırım fonlarını Jensen ve Carhart modeli kullanarak incelemiştir. İnceleme sonucunda İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarına kıyasla daha iyi performans gösterdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Zouaoui (2019) HSBC Suudi Arabistan tarafından yönetilen İslami ve

konvansiyonel fonların 2011-2018 yılları arasındaki performansını incelemiştir. İncelemenin sonucunda, konvansiyonel fonların İslami fonlardan daha yüksek performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Olivierai Salen, Curto ve Ferreira (2019) 2000-2016 dönemi içinde 163 adet Avrupa hisse senedi yatırım fonu yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneği ve hisse senedi seçim yeteneklerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, piyasa zamanlama yeteneği bağlamında fon yöneticilerinin piyasa hareketlerini tahmin edebildiklerine dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır. Her ne kadar fonların genel performansı düşük olsa da fon yöneticilerinin piyasa seçim yeteneğine sahip olduğu saptanmıştır.

Climent, Molla ve Soriano (2020) ise 1987-2018 yılları arasındaki İslami, sosyal sorumluluk ve konvansiyonel yatırım fonlarının verilerini baz alarak Charhart modeliyle performanslarını karşılaştırmışlardır. Bu karşılaştırma sonucunda tüm yatırım fonları negatif risk ayarlı getiriye sahipken, İslami yatırım fonları en iyi performansı sergilemektedir. Bayraktar ve Aksoy (2020) 2014-2019 yılları arasında Türkiye’de bulunan katılım esasına dayalı 40 emeklilik fonunun performansını incelemiştir. İnceleme sonucunda, altın yoğun katılım fonlarının 2016 yılında yaşanan krizden etkilenmediği ancak kira sertifikasına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonların krizden olumsuz etkilendiği sonucuna varılmıştır. Aksu ve AYTEKİN (2020) 2016-2019 yılları arasında 22’si İslami 35’i konvansiyonel toplam 57 yatırım fonunun performansını analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarına göre daha başarılı performans gösterdikleri sonuna ulaşılmıştır. Nicolescu, Tudorache ve Androniceanu (2020) 2003-2019 yılları için Romanya, Slovakya ve Macaristan yatırım fonlarının performanslarını bu ülkelerin hisse senedi piyasalarının performansları ile karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda ise özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde yatırım fonlarının borsadan daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Görüldüğü üzere, literatürde hisse senedi yatırım fonlarının performansına ilişkin farklı bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören İslami hisse senedi fonlarına performanslarına ilişkin kısıtlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Çalışmanın bu anlamda literatürü zenginleştireceği düşünülmektedir.

4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Çalışmaya, TEFAS'ta yer alan "Hisse Senedi Şemsiye Fonları" içerisinde 34 hisse senedi fonu dahil edilmiştir. Hisse senedi şemsiye fonları arasında yer alan 4 adet "Katılım Hisse Senedi Fonu" (ZPE, RBH, MPS, KPC) arasından, başlangıç tarihi itibariye 5 yıllık dönemi kapsayan tek hisse senedi fonu olan ZPE, katılım hisse senedi fonlarını temsil eden hisse senedi yatırım fonu olarak belirlenmiştir. Diğer 33 konvansiyonel hisse senedi fonunun seçiminde ise yine fonların 5 yıllık dönemi kapsamı, banka, teknoloji vb. spesifik sektörlerin hisse senetlerinden oluşmaması ve yabancı hisse senetlerini içermemesi kriterleri dikkate alınmıştır. Uygulanan analizlerde, fonlara ait Kasım 2015-Ağustos 2020 dönemine ait kapanış değerleri üzerinden hesaplanan aylık getiriler kullanılmıştır. Günlük getiri serilerinin gürültü içerdiği (noisy) bilindiğinden, analizler aylık getiriler üzerinden gerçekleştirilmiştir (Kuzubaş, Saltoğlu, Sert ve Yüksel, 2019, s. 20). Veriler, Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir. Aylık getiriler, aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$R_i = (R_t - R_{t-1}) / R_{t-1} \quad (1)$$

Burada; R_i , i fonunun aylık getirisini, R_t , i fonunun t dönemindeki ay sonu değerini, R_{t-1} ise i fonunun t-1 dönemindeki ay sonu değerini ifade etmektedir.

Analizi yapılan hisse senedi fonlarının portföylerinin önemli bir kısmının hisse senetlerinden oluşması nedeniyle, katılım hisse senedi fonları ile konvansiyonel hisse senedi fonlarının performanslarının karşılaştırılmasında literatüre uygun bir şekilde karşılaştırma ölçütü, Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST100) olarak belirlenmiştir (Abdullah, Hassan ve Mohamad, 2007; Korkmaz ve Uygurtürk, 2008, 2009). Risksiz faiz oranı olarak ise 2 yıllık gösterge tahvil faiz oranı kullanılmıştır.

4.1. Performans Ölçüm Yöntemleri

Çalışmada, fon performanslarının ölçümünde literatürde en sık kullanılan yöntemlerden, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Modigliani (M^2) ölçütü, Bilgi Oranı (Information Ratio) ve Jensen Alfa (α) yöntemleri kullanılmıştır.

Sharpe Oranı

Sharpe (1966) tarafından geliştirilen bu ölçümde portföyün riski, portföyün getirisinin standart sapması olarak kabul etmektedir. Portföyün bir birimlik standart sapmasına karşılık risksiz faiz oranı üzerinde ne kadarlık aşırı getiri elde edildiği hesaplanmaktadır. 2 numaralı denklemde Sharpe Oranı'nın formülü görülmektedir.

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (2)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını, σ_i , i portföyünün (yatırım fonunun) standart sapmasını ifade etmektedir.

Treynor Oranı

Treynor (1965) Oranı'nın Sharpe Oranı'ndan farkı, portföyün riskini standart sapma yerine sistematik risk ölçüsü beta (β) olarak kabul etmesidir. Portföyün bir birimlik betasına karşılık risksiz faiz oranı üzerinde ne kadarlık artık getiri elde edildiği hesaplanmaktadır. 3 numaralı denklemde Treynor Oranı'nın formülü görülmektedir.

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (3)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını, β_i , i portföyünün (yatırım fonunun) sistematik riskini ifade etmektedir.

Modigliani (M^2) Ölçütü

Modigliani ve Modigliani (1997) tarafından geliştirilen M^2 Ölçütü, Sharpe Oranı'nın genişletilmiş bir türevidir. Portföyün Sharpe Oranı'nın, piyasanın standart sapması ile çarpımına risksiz faiz oranı eklenerek hesaplanır. 4 numaralı denklemde M^2 Ölçütü'nün formülü görülmektedir.

$$M^2 \text{ Ölçütü} = \left(\frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \times \sigma_m \right) + R_f = (SR_i \times \sigma_m) + R_f \quad (4)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını, σ_i , i portföyünün (yatırım fonunun) standart sapmasını, σ_m ,

piyasanın standart sapmasını ve SR_i ise i portföyünün (yatırım fonunun) Sharpe Oranı'nı ifade etmektedir.

Bilgi Oranı

Goodwin (1998) tarafından geliştirilen Bilgi Oranı, Sharpe Oranı ile benzerlik göstermektedir. Ancak Bilgi Oranı'nda Sharpe Oranı'ndan farklı olarak portföyün veya yatırım fonunun artık getirisi risksiz faiz oranı üzerinden değil, piyasa üzerinden hesaplanmaktadır. Risk ölçüsü olarak da yine portföyün ortalama getirisi ile piyasanın ortalama getirisinin farkının standart sapması kullanılmaktadır. 5 numaralı denklemde Bilgi Oranı'nın formülü görülmektedir.

$$\text{Bilgi Oranı} = \frac{R_i - R_m}{\sigma_{(R_i - R_m)}} \quad (5)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_m , risksiz faiz oranının ortalamasını, $\sigma_{(R_i - R_m)}$, i portföyünün (yatırım fonunun) piyasa getirisi üzerinden hesaplanan artık getirisinin standart sapmasını ifade etmektedir.

Jensen Alfa Ölçütü

SVFM'yi esas alan çalışmada Jensen (1968), SVFM modeline bir sabit terim (α) eklemiştir. Jensen alfa terimi, fon yöneticilerinin hisse senedi tercihlerinde başarılı olup olmadıklarını göstermektedir. Pozitif ve anlamlı alfa değeri, fonun yüksek artık getiri sağladığı ve fon yöneticisinin hisse seçiminde başarılı olduğu anlamına gelmektedir.

Yatırım fonunun risksiz faiz oranı üzerinden hesaplanan artık getirisinin bağımlı değişken, piyasanın artık getirisinin bağımsız değişken olduğu modelde (6 numaralı denklem), piyasanın artık getirisinin katsayısı (β), yatırım fonunun piyasaya olan duyarlılığı olarak da ifade edilen sistematik riskini göstermektedir.

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon_t \quad (6)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını, α_i , i portföyünün (yatırım fonunun) Jensen alfa katsayısını, β_i , i portföyünün (yatırım fonunun) sistematik riskini, ε_t ise hata terimini ifade etmektedir.

4.2. Piyasa Zamanlaması

Jensen alfa, fon yöneticilerinin hisse senedi seçimindeki başarısını gösterirken, zamanlama yetenekleri konusunda bir fikir vermemektedir. Treynor ve Mazuy (1966) çalışmalarında, modele piyasa artırım getirisinin karesini ekleyerek, fon yöneticilerinin zamanlama başarılarının da tespit edilmesine imkan veren bir model ortaya koymuşlardır. 7 numaralı denklemde yer alan regresyon modelinde γ_i parametresi, fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, fon yöneticisi yükselen piyasa dönemlerinde portföyünü piyasa duyarlılığı yüksek hisse senetlerinden oluştururken, piyasanın düşeceğini tahmin ettiği dönemlerde ise piyasa ile ters yönde hareket eden hisse senetleri ile portföy oluşturacaktır (Korkmaz ve Uygurtürk, 2009, s. 123). Pozitif ve anlamlı γ_i parametresi, fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğinin yüksek olduğunu göstermektedir. Modelde yer alan α_i parametresi ise tıpkı Jensen alfa gibi fon yöneticilerinin seçim başarısını göstermekte ve Jensen alfa regresyonu ile elde edilen katsayının bir nevi sağlaması niteliğindedir (Merdad ve diğerleri, 2010, s.176).

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + \gamma_i (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_t \quad (7)$$

Burada; R_i , i portföyünün (yatırım fonunun) ortalama getirisini, R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını, α_i , i yatırım fonu yöneticilerinin seçim yeteneğini, β_i , i portföyünün (yatırım fonunun) sistematik riskini, γ_i , yatırım fonu yöneticilerinin zamanlama yeteneğini, ε_t ise hata terimini ifade etmektedir.

5. BULGULAR

İslami hisse senedi yatırım fonları ile konvansiyonel hisse senedi yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılmasına yönelik olarak kullanılan tüm yöntemlere ait sonuçlar, aşağıda Tablo 2'den itibaren sırayla gösterilmiştir.

Tablo 2. Sharpe Oranı Sonuçları

Sıra	Yatırım Fonları	Sharpe Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Sharpe Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Sharpe Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Sharpe Oranı
1	TKF	0,2732	10	ST1	0,0697	19	YHS	-0,0024	28	HBU	-0,0361
2	MAC	0,2026	11	YDI	0,0522	20	TPR	-0,0058	29	EC2	-0,0398
3	GL1	0,1812	12	FYD	0,0452	21	KYA	-0,0082	30	AKU	-0,0402
4	GMR	0,1756	13	TYH	0,0294	22	AHI	-0,0126	31	DZE	-0,0430
5	EID	0,1344	14	GHS	0,0249	23	DAH	-0,0168	32	TIE	-0,0478
6	HVS	0,1202	15	ICF	0,0247	24	ACK	-0,0181	33	GAE	-0,0517
7	AAV	0,1016	16	TLH	0,0165	25	GAF	-0,0202	34	YEF	-0,0528
8	AYA	0,0826	17	TZD	0,0104	26	ALC	-0,0211			
9	ZPE	0,0758	18	AK3	-0,0023	27	TI2	-0,0361			

Sharpe Oranı, fon yöneticilerinin çeşitlendirme başarısının bir göstergesi olarak ele alınabilir. Tablo 2’de yer alan sonuçlara göre, çalışma kapsamında incelenen 34 adet hisse senedi yatırım fonunun yarısının pozitif, diğer yarısının ise negatif Sharpe Oranı’na sahip olduğu görülmektedir. Sharpe Oranı’na göre en başarılı fon TKF’dir. İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE’nin ise Sharpe Oranı pozitifdir ve 34 fon arasında 9. Sırada yer almaktadır.

Tablo 3. Treynor Oranı Sonuçları

Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı
1	TKF	0,0246	10	ZPE	0,0055	19	YHS	-0,0002	28	TI2	-0,0024
2	MAC	0,0188	11	YDI	0,0036	20	TPR	-0,0004	29	AKU	-0,0027
3	GMR	0,0131	12	FYD	0,0031	21	KYA	-0,0006	30	EC2	-0,0027
4	GL1	0,0128	13	TYH	0,0020	22	AHI	-0,0009	31	DZE	-0,0028
5	EID	0,0099	14	GHS	0,0017	23	DAH	-0,0011	32	TIE	-0,0032
6	HVS	0,0081	15	ICF	0,0017	24	GAF	-0,0014	33	GAE	-0,0034
7	AAV	0,0069	16	TLH	0,0012	25	ACK	-0,0014	34	YEF	-0,0035
8	ST1	0,0060	17	TZD	0,0007	26	ALC	-0,0015			
9	AYA	0,0056	18	AK3	-0,0002	27	HBU	-0,0024			

Risk ölçüsünün sistematik risk olduğu ve buna göre fonların performansını belirleyen bir yöntem olan Treynor Oranı sonuçları, Tablo 3’te yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, Sharpe Oranı ile benzer bulgulara erişildiği görülmektedir. Treynor Oranı’na göre de en başarılı fon performansı TKF’ye aittir. Sharpe Oranı

sonucundan farklı olarak, 3. sıradaki GL1 fonu ile 4. sıradaki GMR fonu yer değiştirmiş, bununla birlikte İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE 9. sıradan 10. Sıraya gerilemiş, ST1 fon 8. Sıraya yükselmiş ve buna bağlı olarak AYA fonu 9. Sıraya gerilemiştir.

Tablo 4. M² Ölçütü Sonuçları

Sıra	Yatırım Fonları	M ² Ölçütü	Sıra	Yatırım Fonları	M ² Ölçütü	Sıra	Yatırım Fonları	M ² Ölçütü	Sıra	Yatırım Fonları	M ² Ölçütü
1	TKF	0,0284	10	ST1	0,0156	19	YHS	0,0111	28	TI2	0,0089
2	MAC	0,0254	11	YDI	0,0145	20	TPR	0,0108	29	AKU	0,0088
3	GL1	0,0220	12	FYD	0,0141	21	KYA	0,0107	30	HBU	0,0087
4	GMR	0,0218	13	TYH	0,0130	22	AHI	0,0106	31	DZE	0,0084
5	EID	0,0197	14	GHS	0,0129	23	DAH	0,0101	32	TIE	0,0083
6	HVS	0,0191	15	ICF	0,0128	24	ACK	0,0100	33	GAE	0,0081
7	AAV	0,0172	16	TLH	0,0122	25	GAF	0,0100	34	YEF	0,0080
8	AYA	0,0163	17	TZD	0,0119	26	ALC	0,0099			
9	ZPE	0,0162	18	AK3	0,0111	27	EC2	0,0089			

Sharpe Oranı'nın genişletilmiş bir türevi olan M² ölçütüne ait sonuçlar, Tablo 4'te görülmektedir. M² ölçütü sonuçlarına bakıldığında, Sharpe Oranı ile hemen hemen aynı sonuçların alındığı göze çarpmaktadır. En iyi performans gösteren ilk 26 fon ile son 4 fonun sıralaması Sharpe Oranı ile aynı kalırken, yalnızca 27 ve 30. sıra aralığındaki fonların aralarında yer değiştirdiği gözlenmiştir. Sonuç itibariyle, M² ölçütüne göre de en başarılı hisse senedi yatırım fonu TKF olurken, İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE 9. sırada yer almıştır.

Tablo 5. Bilgi Oranı Sonuçları

Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı	Sıra	Yatırım Fonları	Treynor Oranı
1	HVS	0,7554	10	MAC	0,3079	19	KYA	0,1118	28	EC2	0,0144
2	GL1	0,5806	11	AYA	0,2761	20	DAH	0,1087	29	TI2	0,0120
3	GMR	0,4437	12	ICF	0,2529	21	TLH	0,0838	30	DZE	0,0114
4	TYH	0,4266	13	ZPE	0,2443	22	TPR	0,0736	31	HBU	0,0088
5	TKF	0,3933	14	YHS	0,2114	23	ALC	0,0670	32	YEF	-0,0225
6	EID	0,3793	15	ST1	0,1924	24	AHI	0,0624	33	TIE	-0,0249
7	AAV	0,3565	16	GHS	0,1755	25	GAF	0,0537	34	GAE	-0,0301
8	YDI	0,3170	17	FYD	0,1603	26	ACK	0,0494			
9	TZD	0,3081	18	AK3	0,1433	27	AKU	0,0263			

Fon performansını, risksiz faiz oranı yerine karşılaştırma ölçütü endeks üzerinden hesaplanan ortalama artı getiri ve artı getirinin standart sapması üzerinden değerlendiren Bilgi Oranı'na ait sonuçlar Tablo 5'te yer almaktadır. Tablo 5 incelendiğinde, Bilgi Oranı sonuçlarının şu ana kadar kullanılan diğer performans ölçütlerinden önemli farklılıklar arz ettiği görülmektedir. Zira diğer üç ölçütte de en başarılı fon olan TKF, Bilgi Oranı'na göre 5. sırada yer alırken, en başarılı fon HVS olmuştur. Sharpe Oranı ve M² Ölçütü'ne göre 9, Treynor Oranı'na göre ise 10. sırada yer alan İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE ise 13. sırada yer almaktadır.

Tablo 6. Jensen Alfa Sonuçları

Sıra	Yatırım Fonları	Jensen Alfa	β	Sıra	Yatırım Fonları	Jensen Alfa	β	Sıra	Yatırım Fonları	Jensen Alfa	β
1	TKF	0.0183*	0.6678*	13	GHS	0.0038*	0.8730*		ALC	0.0011	0.8767*
2	GMR	0.0146*	0.9186*	14	TZD	0.0032*	0.9417*		ACK	0.0008	0.6379*
3	MAC	0.0146*	0.6747*		ZPE	0.0067	0.8105*		HBU	0.0003	0.9875*
4	GL1	0.0133*	0.8579*		ST1	0.0066	0.7589*		TI2	0.0003	0.9237*
5	EID	0.0110*	0.8706*		TLH	0.0038	0.9790*		AKU	0.0000	0.9165*
6	HVS	0.0102*	0.9377*		AK3	0.0023	0.9064*		EC2	0.0000	0.9322*
7	AAV	0.0096*	1.0011*		KYA	0.0023	1.0399*		DZE	-0.0001	0.8926*
8	AYA	0.0083*	1.0005*		TPR	0.0022	0.9259*		TIE	-0.0004	0.9478*
9	YDI	0.0056*	0.8850*		YHS	0.0022	0.8697*		GAE	-0.0007	0.9350*
10	FYD	0.0052*	0.8945*		AHI	0.0016	0.8839*		YEF	-0.0007	0.9269*
11	TYH	0.0043*	0.9256*		DAH	0.0015	0.9630*				
12	ICF	0.0040*	0.9130*		GAF	0.0013	0.9863*				

Not: * işareti, ilgili parametrenin %5 önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Fon yöneticilerinin seçicilik yeteneğini gösteren Jensen Alfa ölçütüne ilişkin sonuçlar, Tablo 6'da yer almaktadır. Regresyon analizlerinde kullanılacak zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle öncelikle analizde kullanılan fon getirileri serilerinin tümüne Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri uygulanmış ve serilerinin tümünün %5 önem düzeyinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı Jensen Alfa katsayısı fon yöneticilerinin başarılı hisse senedi seçiminde bulduklarını göstermektedir. Ancak tabloda da görüldüğü üzere, çalışma kapsamında incelenen 34 hisse senedi yatırım fonundan sadece 14'üne ait Jensen Alfa katsayıları pozitif ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla anlamsız bulunan 20 fona ait Jensen Alfa katsayıları hakkında yorumda bulunmak mümkün değildir. Bu sonuçlara göre, Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve M² Ölçütlerinin sonuçları ile paralel olarak, en başarılı fonun TKF olduğu görülmektedir. İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE'nin Jensen Alfa'sı ise istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 6'da ayrıca fonlara ait beta katsayılarına yer verilmiştir. Portföy çeşitlendirmesi ile azaltılması mümkün olmayan sistematik riski, başka bir bakış açısıyla fonların piyasaya olan duyarlılığını gösteren beta katsayıları, tüm hisse senedi yatırım fonları için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Çalışma

kapsamında incelenen fonlardan yalnızca 3 tanesinin (AAV, AYA, KYA) betası 1'in üzerinde hesaplanmıştır. Piyasa duyarlılığı, başka bir ifadeyle sistematik riski en yüksek olan fon KYA'dır. Sistematik riski en düşük olan fon ise aynı zamanda performansı da en yüksek olan TKF'dir. İslami hisse senedi yatırım fonu ZPE'nun betası piyasadan düşük ve çalışma kapsamında incelenen 34 fonun betalarının ortalamalarına³ yakın bir değerde hesaplanmıştır.

Tablo 7. Piyasa Zamanlama Yeteneği Sonuçları

Yatırım Fonları	Y	Yatırım Fonları	Y	Yatırım Fonları	Y	Yatırım Fonları	Y	Yatırım Fonları	Y
AAV	0.0515	DAH	0.0207	GHS	0.2443	MAC	0.2443	TYH	0.2714
ACK	0.2450	DZE	-0.0137	GL1	0.7400	ST1	0.7400	TZD	0.2066
AHI	0.6316	EC2	0.1004	GMR	0.5337	TI2	0.5337	YDI	0.5991
AK3	-0.0578	EID	1.3036*	HBU	0.0092	TIE	0.0092	YEF	-0.0179
AKU	0.0231	FYD	-0.0607	HVS	-0.3029	TKF	-0.3029	YHS	-0.0179
ALC	0.2562	GAE	0.0025	ICF	0.1518	TLH	0.1518	ZPE	1.0490
AYA	0.0372	GAF	0.3387	KYA	0.4157	TPR	0.4157		

Not: * işareti, ilgili parametrenin %5 önem düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 7'de fon yöneticilerinin zamanlama yeteneğini gösteren sonuçlar yer almaktadır. Zamanlama yeteneğini gösteren Y katsayısı, yalnızca EID hisse senedi yatırım fonu için pozitif ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre yalnız EID fonunun yöneticilerinin, çalışma kapsamında incelenen hisse senedi fonları arasında zamanlama yeteneğine sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

6. SONUÇ

Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören konvansiyonel ve İslami hisse senedi fonlarının performanslarının karşılaştırıldığı bu çalışmada, Kasım 2015-Ağustos 2020 dönemi için söz konusu fonların performansları, fon yöneticilerinin menkul kıymet seçim ve piyasa zamanlaması yetenekleri Sharpe Oranı, Treynor Oranı, M² Ölçütü, Bilgi Oranı, Jensen Alfa ve Treynor ve Mazuy (1966) modeli kullanılarak ölçülmüştür.

Çalışmada öncelikle, hisse senedi yatırım fonlarının risk ayarlı performanslarını ölçmeye yönelik analizler gerçekleştirilmiştir. Risk ayarlı performans analizi

³ Çalışma kapsamında incelenen 34 hisse senedi yatırım fonunun sistematik risklerinin ortalaması 0,8959'dür.

sonuçlarına göre, çalışma kapsamında İslami hisse senedi yatırım fonları temsil eden fonun pozitif risk ayarlı getiri sağladığı, en iyi performansı göstermese dahi çalışma kapsamında incelenen 34 fon arasında genellikle ilk 10 hisse senedi yatırım fonu arasında yer aldığı görülmektedir. Fon yöneticilerinin menkul kıymet seçim yeteneği ve piyasa zamanlama yeteneği açısından ise konvansiyonel hisse senedi yatırım fonlarının büyük çoğunluğu gibi anlamlı bir sonuca ulaşamamıştır. Fonların sistematik riski incelendiğinde ise İslami hisse senedi yatırım fonunun betasının piyasadaki düşük olduğu ve düşük risk içerdiği saptanmıştır. Yalnızca 4 adet konvansiyonel fonun sistematik riski İslami fondan daha düşük hesaplanmıştır. Bu sonuç, İslami hisse senedi fonunun emsallerine göre düşük risk içerdiğini göstermektedir.

Ulaşılan sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, İslami hisse senedi yatırım fonlarının performanslarının, konvansiyonel hisse senedi fonlarına yakın olduğu, aralarında önemli farklılıklar olmadığı ifade edilebilir. Bu sonuç, Hassan ve diğerleri (2010), Hassan ve Girard (2012), Reddy ve diğerleri (2017) ile Naqvi ve diğerlerinin (2018) bulgularıyla örtüşmektedir. Bununla birlikte İslami hisse senedi fonlarının düşük risk içerdiği, dolayısıyla güvenli bir yatırım aracı oldukları ve riski sevmeyen yatırımcılar tarafından tercih edilebilecekleri söylenebilir.

İlerleyen çalışmalarda, özellikle TEFAS'ta yer alan ve verileri 5 yıllık dönemi kapsamadığı için bu çalışma kapsamında yer verilmeyen diğer İslami hisse senedi fonları da dahil edilerek, daha kapsamlı ölçümler yapılabilir. Ayrıca farklı ülkelerdeki İslami hisse senedi yatırım fonları ile Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören İslami hisse senedi yatırım fonları kıyaslanarak uluslararası çeşitlendirme avantajı sağlanıp sağlanamayacağına ilişkin bulgulara erişilebilir.

KAYNAKÇA

- Abdullah, F., Hassan, T. ve Mohamad, S. (2007). Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds: Comparison with conventional unit trust funds. *Managerial Finance*, 33(2), 142-153. doi:10.1108/03074350710715854
- Aksu, M. ve Aytekin, S. (2020). Türkiye’de kurulan İslami ve geleneksel yatırım fonlarının karşılaştırmalı performans analizi. *Yeni Ekonomik Trendler ve İş Fırsatları* içinde (ss. 816-826).
- Alam, N. ve Rajjaque, M. S. (2010). Shariah-compliant equities: Empirical evaluation of performance in the European market during credit crunch. *Journal of Financial Services Marketing*, 15(3), 228-240. doi:10.1057/fsm.2010.19
- Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(2), 105-121. doi:10.1108/17538391311329815
- Bayraktar, M. ve Aksoy, M. (2020). Katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının performans analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 710354(86), 195-226. doi:10.25095/mufad.710354
- Climent, F., Mollá, P. ve Soriano, P. (2020). The investment performance of U.S. Islamic mutual funds. Thomson Reuters Islamic funds database. *Sustainability (Switzerland)*, 12(9). doi:10.3390/SU12093530
- Değertekin, E. A. (2011). Türkiye’de Yatırım Fonları. *Sermaye Piyasasında Gündem*, (105), 24-35.
- Goodwin, T. H. (1998). The Information Ratio. *Financial Analysts Journal*, 54(43), 34-43. doi:10.2469/faj.v54.n4.2196
- Hassan, M. K. ve Girard, E. (2012). Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes. *SSRN Electronic Journal*, (April), 1-41. doi:10.2139/ssrn.1808853
- Hassan, M. K., Khan, A. N. F. ve Ngow, T. (2010). Is faith-based investing rewarding? The case for Malaysian Islamic unit trust funds. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 1(2), 148-171. doi:10.1108/17590811011086732
- Hoepner, A. G. F., Rammal, H. G. ve Rezac, M. (2011). Islamic mutual funds’ financial performance and international investment style: Evidence from 20 countries. *European Journal of Finance*, 17(9-10), 829-850. doi:10.1080/1351847X.2010.538521
- ICD. (2019). *Islamic Finance Development Report 2019 - Shifting Dynamics*.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2008). Türkiye’deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (15), 114-147.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2009). Türkiye’de İşlem Gören Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1(1), 1-15.
- Kuzubaş, T. U., Saltoğlu, B., Sert, A. ve Yüksel, A. (2019). Performance evaluation of the Turkish pension fund system. *Journal of Capital Markets Studies*, 3(1), 18-33. doi:10.1108/jcms-03-2019-0013
- Mansor, F. ve Bhatti, M. I. (2011). The Islamic mutual fund performance: New evidence on market timing and stock selectivity. *Economics and Finance Research*, 4, 487-494.
- Marzban, S. ve Donia, M. (2010). Shariah-compliant equity investments frameworks, trends and crisis. *Harvard Islamic Finance Forum Paper 2010*.

- Merdad, H., Hassan, M. K. ve Alhenawi, Y. (2010). Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 23(2), 161-198.
- Modigliani, F. ve Modigliani, L. (1997). Risk-Adjusted Performance: How to measure it and why. *The Journal of Portfolio Management*, 23(2), 45-54.
- Naqvi, B., Rizvi, S. K. A., Mirza, N. ve Reddy, K. (2018). Religion based investing and illusion of Islamic Alpha and Beta. *Pacific Basin Finance Journal*, 52(August 2016), 82-106. doi:10.1016/j.pacfin.2018.02.003
- Niculescu, L., Tudorache, F. G. ve Androniceanu, A. (2020). Performance risk analysis on mutual funds versus stock exchanges in young financial markets. *Journal of International Studies*, 13(1), 279-294. doi:10.14254/2071-8330.2020/13-1/18
- Oliveira, L., Salen, T., Curto, J. D. ve Ferreira, N. (2019). Market Timing and Selectivity: An Empirical Investigation of European Mutual Fund Performance. *International Journal of Economics and Finance*, 11(2), 1. doi:10.5539/ijef.v11n2p1
- Omri, A., Soussou, K. ve Goucha, N. B. S. (2019). On the post-financial crisis performance of Islamic mutual funds: the case of Riyadh funds. *Applied Economics*, 51(18), 1929-1946. doi:10.1080/00036846.2018.1529403
- Razzaq, N., Gul, S., Sajid, M., Mughal, S. ve Bukhari, S. A. (2012). Performance of Islamic Mutual Funds in Pakistan. *Economics and Finance Review*, 2(3), 16-25.
- Reddy, K., Mirza, N., Naqvi, B. ve Fu, M. (2017). Comparative risk adjusted performance of Islamic, socially responsible and conventional funds: Evidence from United Kingdom. *Economic Modelling*, 66(July 2016), 233-243. doi:10.1016/j.econmod.2017.07.007
- Rubio, J. F., Hassan, M. K. ve Merdad, H. J. (2012). Non-parametric performance measurement of international and Islamic mutual funds. *Accounting Research Journal*, 25(3), 208-226. doi:10.1108/10309611211290176
- Seçme, O., Aksoy, M. ve Uysal, Ö. (2016). Katılım Endeksi Getiri, Performans ve Oynaklığının Karşılaştırmalı Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 107-128. doi:10.25095/mufad.396724
- Shah, I. U., Iqbal, J. ve Malik, M. F. (2012). Comparative valuation between Islamic and conventional mutual fund. *International Research Journal of Finance and Economics*, 96(October), 28-34.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- TEFAS. (2020a). Fon Bazlı İşlem Hacmi Raporu.
- TEFAS. (2020b). Toplam İşlem Hacmi Raporu. 26 Ekim 2020 tarihinde <https://www.tefas.gov.tr/IstatistikiRaporlar/ToplamIslemHacmi.aspx> adresinden erişildi.
- TEFAS. (2020c). Fon Karşılaştırma. 26 Ekim 2020 tarihinde <https://www.tefas.gov.tr/FonKarsilastirma.aspx> adresinden erişildi.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Treynor, J. L. ve Mazuy, K. K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review*, 44(4), 131-136.
- Uysal, M. ve Adalı, Z. (2018). Performance measurement of pension investment funds in Turkey: Comparing performance of traditional and Islamic pension investment funds. *Fiscaeconomia*, 2(2), 50-73. doi:10.25295/fsecon.2018.02.004
- Zouaoui, M. (2019). Selectivity and market timing ability of fund managers: Comparative analysis of

Islamic and conventional HSBC Saudi mutual funds. *International Journal of Financial Studies*, 7(3).
doi:10.3390/ijfs7030048

