

Hisse senedi fonları piyasasında rekabet koşullarının etkinliği: Türkiye örneği

Serkan Ünal¹, Ali Özer², İstemi Çömlekçi³, Kerim Çepni⁴

¹Ufuk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Ankara, Türkiye.

²Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Düzce, Türkiye.

³Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, Düzce, Türkiye.

⁴Aselsan, Ankara, Türkiye.

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de hisse senedi fonları piyasasında rekabet koşullarının etkin olup olmadığının, Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Sistemi (BEFAS)’ndeki fonların ve bankalarla ilişkili fonların diğer fonlara kıyasla performans farkına sahip olup olmadığının incelenmesidir. Araştırma kapsamında 2010-2022 döneminde 115 fona ait veri kullanılmıştır. Aylık frekansta fonların getirileri, standart sapmaları ve Sharpe oranları hesaplanarak birbirleriyle kıyaslanmıştır. Araştırma bulgularına göre bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketleri ve BEFAS’taki fonlar, bağımsız fonlara kıyasla daha düşük performansla sahip olmakta; fon yönetim performanslarından bağımsız olarak müşterilere ulaşabilmekte ve fonlarını oldukça yüksek büyüklüklere ulaştırabilmektedirler. Araştırma sonuçları, Türkiye’de hisse senedi fonları piyasasının etkin bir şekilde çalışmadığını ve bağımsız portföy yönetim şirketleri aleyhine bir yapının söz konusu olduğunu ortaya koymaktadır.

ANAHTAR KELİMELER

Hisse senedi fonları, vekalet maliyeti, portföy yönetim şirketleri, Sharpe oranı, bağımsız fonlar

The effectiveness of competition conditions in the stock funds market: The case of Turkey

ABSTRACT

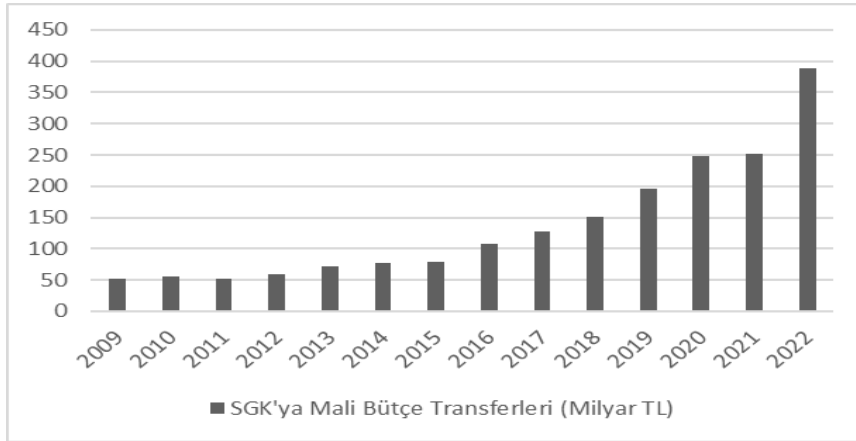
The aim of this study is to understand whether the competitive conditions are effective in the stock funds market in Turkey and whether the funds in the Individual pension system (BEFAS) and the funds associated with banks have a performance difference compared to other funds. Within the scope of the research, data belonging to 115 funds were used in the period of 2010-2022. The returns, standard deviations, and Sharpe ratios of the funds were calculated at monthly frequency and compared with each other. According to the research findings, portfolio management companies associated with banks and funds in BEFAS have lower performance compared to independent funds, and they can reach customers and raise their funds to very large sizes regardless of their fund performance. The results of the research reveal that the equity funds market in Turkey does not work efficiently, and there is a structure against independent portfolio management companies.

KEYWORDS

Equity funds, agency cost, portfolio management companies, Sharpe ratio, independent funds

Giriş

Hızla yaşlanan nüfus, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de sosyal güvenlik sistemi üzerindeki yükü arttırmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)’nin 2018 yılında açıkladığı tahminlere göre çalışma çağındaki 15-64 yaş arası nüfusun toplam nüfusa oranı 2018’de %68 iken bu oranın 2040’ta %64’e ve 2060’ta %60’a düşmesi beklenmektedir. Diğer yandan 65 yaş üzerindeki yaşlı nüfusun toplam nüfusa oranı 2018’te %9 iken bu oranın 2040’ta %16’ya ve 2060’ta %23’e yükselmesi beklenmektedir (TÜİK, 2018). Yaşlanan nüfus hem emekli aylığı alan sayısında artışa yol açarken hem de sağlık masraflarında da ciddi artışı beraberinde getirmektedir. Görsel 1’de görüleceği üzere Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK)’na mali bütçeden yapılan transferler 2009 yılında 53 milyar TL iken 2022 yılında 389 milyar TL’ye ulaşmıştır. 3 Mart 2023’te Resmî Gazete’de yayınlanan “Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ile 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile 1999 öncesinde sisteme dâhil olan insanların eski haklarından faydalanarak erken yaşta emekli olmalarının önü açılmıştır. Nüfus yapısındaki dönüşümle birlikte sosyal güvenlik sisteminin üzerindeki yük her geçen yıl daha da artmıştır ve artmaya devam edecektir. Bu da gelecek yıllarda sisteme dâhil olan vatandaşların sahip olacakları imkânların sürdürülebilirliği konusunda önemli bir risk oluşturmaktadır. Bu risk karşısında bireylerin tasarruf alışkanlıklarını erken yaşta kazanması ve tasarruflarını etkin ve verimli bir şekilde değerlendirmesi daha da önemli hâle gelmektedir.



Görsel 1 SGK'ye mali bütçeden yapılan transferler

Bireylerin tasarruflarını etkin bir şekilde değerlendirmesi günümüz ekonomik şartlarında giderek zorlaşmaktadır. Global ölçekte bakıldığında küresel finans krizinden sonraki dönemde reel faizlerde ciddi bir azalma olduğu gözlemlenmektedir. Diğer yandan Covid-19 sonrası dönemde gerek Türkiye’de gerekse global çapta enflasyon oranları hızla artmış ve tasarrufların değerini korumak ciddi anlamda zorlaşmıştır. Bu da hisse senetleri piyasasına olan ilginin artmasına neden olmuştur. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) verilerine göre Türkiye’deki hisse senedi yatırımcı sayısı 2019 sonunda 1,2 milyon adet iken 2022 sonunda 3,8 milyon adete ulaşmıştır (MKK, 2023).

Hisse senetlerine doğrudan yatırım yapmak, belli bir donanım, tecrübe ve zaman ayrılmasını gerektirmektedir. Yatırımcıların büyük çoğunluğu için yeterli uzmanlık seviyesine ulaşmak ve gerekli zamanı ayırmak mümkün olmamaktadır. Bu nedenle hisse senetlerine profesyonel yöneticilerin yönettiği fonlar aracılığıyla yatırım yapmak, birçok yatırımcı için uygun alternatifi oluşturmaktadır. Bu noktada hâlihazırda faaliyette bulunan fonlar ve yine çeşitli hisse senedi fonlarına yatırımda bir araç olarak kullanılacak Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Sistemi (BEFAS) gibi alternatifler söz konusu olmaktadır. Hisse senedi fonları, yatırımcılara çok sayıda farklı alternatif sunmaktadır. Bununla birlikte bu fonlar gerek getiri performansları gerek risk düzeyleri gerekse yönetim ücretleri açısından birbirinden ayrılmaktadır. Diğer yandan vekalet kuramına bağlı olarak fon yöneticilerinin kendi çıkarlarını fon yatırımcılarının üstünde tuttuğu

durumlar söz konusu olabilir (Jung ve Dobbin, 2015). Bu nedenle hisse senedi fon yatırımcısının doğru fonları etkin ve verimli bir şekilde seçmesi önem kazanmaktadır.

Son yıllarda Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nun (TEFAS) kurulmasıyla birlikte yatırımcıların farklı fonların performansını görebilmesi, kıyaslayabilmesi ve farklı kaynaklar ile bu fonları satın almaları daha pratik hâle gelmiştir. Bununla birlikte fonların eşit şartlarda yatırımcılara ulaşmasının önünde belli engeller bulunmaktadır. Örneğin BEFAS'ta bulunan yatırımcılar ancak bu sistemdeki hisse senedi fonları arasından seçim yapmak zorunda kalmakta ve TEFAS platformunu kullanamamaktadırlar. Diğer yandan bankalar kendi bünyelerindeki ya da grup şirketlerindeki portföy yönetim şirketlerine doğrudan aracılık edebilmekte ve ilişkili oldukları fonların daha çok müşteriye ulaşması için müşterilerine yönlendirme yapabilmektedirler. Diğer yandan 18 Şubat 2023 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde bağımsız portföy yönetim şirketlerinin kurulmasını ve varlığını sürdürmesini sınırlayabilecek belli şartlar devreye alınmıştır. Örneğin asgari başlangıç sermayesi 30 milyon TL'ye yükseltilmiştir, teftiş ve araştırma gibi bazı hizmetler dışarıdan alınabilirken bu hizmetlerin şirket bünyesinde sağlanması şartı getirilmiştir, portföy yönetici sayısında portföy büyüklüğüne göre sınırlamalar getirilmiş ve en az 3 adet portföy yöneticisinin istihdam edilmesi şartı getirilmiştir.

Bütün bu sınırlamalar ve rekabet şartlarının dengesizliği yatırımcıların başarılı fon yöneticilerini seçmelerini engelleyebilmektedir. Bu çalışmada yatırımcıların fon seçimlerini ne kadar etkin bir şekilde yapabildikleri analiz edilerek hisse senedi fon piyasasında rekabet koşullarının etkinliği irdelenmiştir. Bu araştırma ile belli bir fonun BEFAS'a dâhil olmasının ya da belli bir banka ile ilişkili taraf olmasının bu fon için müşterilere ulaşmak anlamında haksız bir rekabet avantajı sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Bu amaçla fon yönetiminin türü ile fon performansı arasında ilişki olup olmadığı ve yine fon yönetiminin türü, fon performansı ve fon büyüklüğü arasındaki ilişkiler test edilmiştir. Eğer BEFAS'a dâhil olan fonlar ve bankalarla ilişkili fonlar bağımsız fonlara kıyasla daha düşük performansla sahip olduğu hâlde daha büyük aktif büyüklüğe ulaşabiliyorlarsa piyasanın etkin bir şekilde çalışmadığı tezi desteklenecektir.

Literatürdeki hisse senedi fonlarının performansını analiz eden çalışmalar incelendiğinde Artikis (2003), Yıldız (2005), Bauer vd. (2006), Cuthbertson vd. (2010) ve Lemeskho ve Rejnuş (2015) hisse senedi fonlarının genel olarak düşük performansla sahip olduklarını belirtmişlerdir. Ünal ve Aydın (2021a, 2021b), Türkiye'deki hisse senedi fonlarının borsa endekslerini geçen performanslara sahip olduğunu buna karşın zamanlama yeteneklerinin sınırlı olduğunu belirtmişlerdir. Literatürde sıklıkla analiz edilen bir diğer konu ise bankalara bağlı fonlar ile diğer fonların karşılaştırılmasıdır. Bu çalışmalarda elde edilen bulgulara göre genellikle bankalar tarafından yönetilen fonların performansı diğer fonlara kıyasla daha düşüktür (Dieu, 2014; Hebb, 2020; Korkeamaki ve Smythe, 2004; Korpela ve Puttonen, 2006; Matallin-Saez vd., 2012; Svensson ve Jademyr, 2011).

2010-2022 dönemindeki 13 yıllık zaman dilimini ve bütün hisse senedi fonlarını kapsayan bu çalışmanın hem kapsam açısından hem de fon büyüklükleri ve performans arasındaki ilişkiyi ortaya koyması açısından literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçların, hem bireysel yatırımcılara fon seçimi sırasında hem de düzenleyici otoritelere daha adil ve etkin bir piyasanın kurgulanması sürecinde katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Literatür

Friend vd. (1962), yatırım fonlarının performansı konusunu ilk olarak inceleyen çalışmalardan birisini gerçekleştirmiştir. Bundan sonra Treynor (1965), Sharpe (1966) ve Jensen (1968) tarafından yapılan çalışmalarda literatüre yatırım fonlarının performansını ölçmek için standart yöntemler kazandırılmıştır. Akademik çalışmalarda yatırım fonlarının performansı farklı ülkeler, farklı zamanlar ve fon türleri açısından incelenmiştir.

Artikis (2003), 1995 ve 1998 yılları arasında Yunanistan'daki yatırım fonlarının performansını incelediği çalışmada yatırım fonlarının performansının borsa endeksi performansından daha düşük olduğunu belirtmiştir. Benzer şekilde Yıldız (2005), 2001 ve 2003 yılları arasında Türkiye için yaptığı çalışmada hisse senedi yatırım fonlarının performansının, Sharpe, Treynor ve Sortino yöntemlerine göre borsa endeksinin performansından daha kötü olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bauer vd. (2006), Yeni Zelanda'da 1990–2003 dönemi boyunca 143 yatırım fonunun performansını ve performanstaki kalıcılığını incelemiştir. Hisse senedi yatırım fonlarının dört faktörlü alfa değerlerinin sıfırdan farklı olduğunu ancak dengeli fonların düşük performans sergilediklerini göstermiştir. Hisse senedi yatırım fonları için riske göre ayarlanmış performansın fon büyüklüğü ile pozitif, ücretleri ile negatif ilişkili olduğu bulunmuştur. Bütün fonlar için kısa vadeli performansta kalıcılık olduğu bulunmuş ancak yatırım fonlarının sürekli iyi performans göstermesiyle ilgili kanıt bulunamamıştır.

Korkmaz ve Uygurtürk (2009), çalışmalarında Türkiye'de hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının 2006 ve 2009 yılları arasında günlük verilerden hareketle performanslarını karşılaştırmıştır. Bu kapsamda çalışmaya A tipi hisse senedi yatırım fonlarını, borsa yatırım fonlarını ve emeklilik yatırım fonlarını dâhil etmişlerdir. Sharpe ve M2 performans ölçme tekniklerinin kullanıldığı çalışmada hisse senedi ve emeklilik yatırım fonlarının borsa yatırım fonlarından daha iyi performansa sahip olduğu gösterilmiştir. Ayrıca bütün fon gruplarının BIST-100'den daha iyi performans gösterdiği belirtilmiştir. Diğer taraftan yapılan analizlerde fon yöneticilerinin piyasa zamanlamasının zayıf olduğu belirtilmiştir.

Alptekin ve Şıklar (2009), Türkiye'de 2007-2008 yıllarında aylık verileri kullanarak 11 tane emeklilik hisse senedi yatırım fonu ve 11 tane A tipi hisse senedi yatırım fonunun performanslarını karşılaştırmıştır. Yapılan analizler sonucunda emeklilik hisse senedi fonlarının daha iyi performans gösterdikleri bulunmuştur.

Cuthbertson vd. (2010), ABD ve İngiltere yatırım fonlarının performansı için yaptıkları çalışmada bu ülkelerdeki hisse senedi yatırım fonlarının %5'lik kısmının ücretlerden sonra pozitif alfa değerine sahip olduğunu, %20'lik kısmının zayıf alfa değerlerinin olduğunu ve %75'lik kısmının ise 0 alfa değerine sahip olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca bu fonların piyasa zamanlamalarının iyi olduğuna dair çok az bulgu olduğunu belirtmişlerdir.

Güçlü ve Şekelli (2020), Türkiye'de İslami finans esasına göre oluşan hisse senedi fonları ile konvansiyonel olarak nitelendirdikleri diğer hisse senedi fonlarının performanslarını 2015 ve 2020 yılları arasındaki aylık verilerden hareketle karşılaştırmışlardır. Araştırma sonucunda her iki yatırım fonları grubunun performanslarının birbirine yakın olduğunu, diğer taraftan İslami yatırım fonlarının riskinin daha düşük olduğunu ortaya koymuşlardır. Ashraf (2013), Suudi Arabistan için yaptığı çalışmada İslami esaslı yatırım fonlarının performansının kriz döneminde konvansiyonel yatırım fonlarından daha iyi olduğunu göstermiştir.

Literatürde yatırım fonlarıyla ilgili tartışmalardan birisi bankalar tarafından yönetilen yatırım fonlarıyla, banka dışı yatırım fonları ve özellikle de bağımsız yatırım fonlarının performansları açısından farklılık bulunmasıdır. Bu farklılık, bağımsız fonların daha iyi yönetildiği ve daha iyi performans gösterdiği iddialarına dayalıdır. Bu farklılığın hem yatırımcıların özelliklerinden kaynaklandığı hem de bankaların yönetim stratejilerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Alexander vd. (2001), bankaların yöneticiliğinde sunulan yatırım fonlarının yatırımcılarının finansal okuryazarlık seviyelerinin, banka dışı yatırım kanallarını kullanarak yatırım fonu alanlardan önemli ölçüde düşük olduğunu; diğer taraftan Holliday (1994) ise tecrübesiz ve finansal bilgisi yetersiz olan yatırımcıların performanstan daha çok kolaylığa odaklandıklarını ve banka yatırım fonlarını daha cazip ve güvenilir olarak nitelendirdiklerini belirtmiştir. Hebb (2020) ise bu nedenlerle bağımsız yatırım fonu yatırımcıları ile banka yatırım fonu yatırımcılarının risk profillerinin birbirinden farklı olduğunu belirtmiştir. Yazara göre bankaların yönettiği yatırım fonlarında toplanan fonlar, daha çok bankacılık faaliyetlerini desteklemek amacıyla bankanın çıkarları doğrultusunda kullanılmaktadır. Fon performansının arka planda kalarak çıkar

çatışmasına neden olduğu düşünülmektedir. Golez ve Marin (2015), İspanya'da banka tarafından yönetilen fonların bankayla ilişkili hisse senetlerine yatırım yaptığını, Hao ve Yan (2012) ise ABD'de yatırım bankalarının yatırım fonlarının gereksiz şekilde çıkar gruplarının hisselerini tuttuklarını belirterek bankaların performanstan çok kendi çıkarlarına odaklandıklarını tespit etmişlerdir. Diğer taraftan Hebb (2020) ise bankaların yönettiği yatırım fonlarının düşük performans sergilemesinin asıl nedeninin mülkiyetten ziyade piyasa hâkimiyeti olduğunu, bağımsız yatırım fonlarının piyasada hâkimiyetinin artmasıyla çıkar çatışmasının yerini performans odaklı aktif bir yönetim stratejisine bırakacağını iddia etmektedir. Banka ve banka dışı yatırım fonlarının performansını inceleyen çalışmalar aşağıdaki gibidir:

Frye (2001), banka ve banka dışı yatırım fonlarının performansını ilk karşılaştıran çalışmalardan birini yapmıştır. Bu çalışmada ABD'de 1991-1999 arasında banka tarafından yönetilen tahvil yatırım fonlarını diğer tahvil yatırım fonları ile karşılaştırmış ve bu iki grup arasında performans açısından önemli bir fark olmadığını göstermiştir. Banka tarafından yönetilen fonların riskinin daha düşük olduğunu ortaya koymuştur.

Dieu (2014), çalışmasında 1999 ve 2008 yılları arasında Fransa'da banka tarafından yönetilen hisse senedi yatırım fonları ile banka dışı hisse senedi yatırım fonlarını karşılaştırmıştır. Öncelikle Fransa'da yatırım fonları piyasasının %80'ine bankaların hâkim olduğunu ve bu piyasa gücünün yatırımcıların performans duyarlılığını azalttığını iddia etmiştir. Yapılan analizde banka yatırım fonlarının performansının banka dışı yatırım fonlarından daha düşük olduğunu, diğer taraftan her iki grupta ücretlerin birbirine yakın olduğunu göstermiştir.

Korkeamaki ve Smythe (2004), Finlandiya yatırım fonlarının 1993-2000 yılları arasındaki performansını inceledikleri çalışmalarında banka tarafından sunulan hisse senedi yatırım fonlarının riske göre ayarlanmış getirilerinin diğerlerinden daha düşük olduğunu göstermiştir. Ayrıca bankalar tarafından yönetilen fonların giderlerinin de daha fazla olduğunu belirtmiştir. Bu çalışmayı destekler nitelikte Korpela ve Puttonen (2006), Finlandiya için banka hisse senedi yatırım fonlarının düşük performans sunduklarını ve yüksek ücret talep ettiklerini belirtmiştir.

Svensson ve Jademyr (2011), çalışmalarında 2000 ve 2010 yılları arasında İsveç'te büyük finans kurumlarının yatırım fonlarının performanslarıyla küçük bağımsız yatırım fonlarının performanslarını karşılaştırmıştır. Küçük bağımsız yatırım fonlarının banka yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiği ortaya konmuştur. Küçük bağımsız fon şirketlerine ait İsveç fonlarının bankalara göre daha aktif yönetildiği yönünde kanıtlar sunulmuştur.

Yolsal (2012), Türkiye'de 2009 ve 2012 yılları arasında bankaların yönettiği A tipi fonlar ile aracı kurumların yönettiği A tipi fonların performanslarını karşılaştırmıştır. Ortalama getiriler açısından aracı kurum fonlarının banka fonlarına göre daha düşük performans sergilediğini belirtmiştir. Aynı zamanda banka fonlarının zamanlama yeteneğinin de aracı kurumlardan daha iyi olduğunu göstermiştir.

Matallin-Saez vd. (2012), İspanya piyasasında 1998-2007 yılları arasında yatırım fonlarının performanslarını inceledikleri çalışmalarında, bankalar tarafından yönetilen yatırım fonlarının bağımsız yatırım fonlarından 4 kat daha fazla olduğunu belirtmişlerdir. Bankalar tarafından yönetilen hem hisse senedi yatırım fonlarının hem de dengeli yatırım fonlarının bağımsız yatırım fonlarından daha düşük performans sergilediklerini göstermişlerdir. Bağımsız fon yöneticilerinin daha aktif bir yönetim sergilediklerini ve bununla pozitif değer oluşturduklarını, diğer taraftan fon yükü ve sayısının ise negatif etki oluşturduğunu belirtmişlerdir. Banka fon yöneticilerinin ise daha pasif stratejiler izledikleri ortaya çıkmıştır.

Hao ve Yan (2012), 1992'den 2004'e kadar ABD yatırım fonlarının performansını incelemişlerdir. Yatırım bankasına bağlı yatırım fonlarının, bağımsız fonlardan daha düşük performans gösterdiklerine dair kanıtlar sunmuşlardır. Bankaya bağlı fonlar portföyünün yıllık ortalama riske göre ayarlanmış getirilerinin, bağlı olmayan fonlar portföyüne göre daha düşük olduğunu vurgulamışlardır.

Hebb (2020), çalışmasında 2005 ve 2015 yılları arasında Kanada’da banka ve banka dışı yatırım fonlarının performanslarını incelemiştir. Kanada piyasasının diğer piyasalardan önemli bir farklılığı olarak banka ve banka dışı yatırım fonlarının piyasa hâkimiyetinin yakın seviyelerde olduğunu belirtmiştir. Çalışma sonucunda bankalar tarafından yönetilen fonların diğer fonlara göre düşük performans sergilemedikleri bulunmuştur. Burada en önemli etkinin, mülkiyetten daha çok piyasa gücüyle ilişkili olabileceği iddia edilmiştir. Ayrıca bu tarz çalışmalarda fon türlerini dikkate alan karşılaştırmaların daha doğru olacağını belirtmişlerdir.

Özet olarak literatürdeki birçok çalışma, bankalarla ilişkili fonların göreceli olarak düşük performansa sahip oldukları hâlde fon piyasasında varlıklarını sürdürdükleri hatta fon piyasasında önemli bir yere sahip olduklarını göstermektedir.

Yöntem

Veri Seti

Araştırmada TEFAS’tan elde edilen veri seti kullanılmıştır. Araştırma kapsamında TEFAS sisteminde bulunan 81 adet fona ve BEFAS’ta bulunan 34 adet fona ait 31 Mart 2010 – 31 Ocak 2023 arasını kapsayan fon fiyatları ve büyüklükleri verisi kullanılmıştır. Araştırmaya dâhil edilecek fonlar seçilirken TEFAS’ta “Hisse Senedi Şemsiye Fonu” kategorisi, BEFAS’ta ise “Hisse Senedi Fonu” ve “Endeks Fonu” kategorileri seçilmiştir. Daha sonrasında hisse senedi fonları belli kriterlere göre sınıflandırılmıştır. Kullanılan fon sınıflandırması Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1 Araştırma kapsamında kullanılan hisse senedi fonları sınıflandırması

Fon Türü	Fon Kapsamı
BEFAS	Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu’nda listelenen hisse senedi fonları
TEFAS	Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu’nda listelenen hisse senedi fonları
Bağımsız	Dâhil olduğu grup bünyesinde aracı kurum ve bankanın bulunmadığı portföy yönetim şirketlerinin yönettiği hisse senedi fonları
Aracı Kurum	Dâhil olduğu grup bünyesinde aracı kurum bulunup banka bulunmayan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği hisse senedi fonları
Banka	Dâhil olduğu grup bünyesinde banka bulunan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği hisse senedi fonları
Standart	Fon tüzüğünde herhangi bir endeks, sektör ya da özellik sınırlandırması bulunmayan ve genel olarak Borsa İstanbul’da işlem gören bütün şirketlere yatırım yapabilen fonlar
Endeks	Fon tüzüğünde herhangi bir endeks, sektör ya da kâr payı dağıtımını yapan şirketler gibi sınırlamaların bulunduğu hisse senedi fonları
Katılım	Katılım esaslarına uygun olarak seçim yapan hisse senedi fonları

Araştırma kapsamına dâhil edilen fonların yıllara göre sayıları ve sınıflandırmaları Tablo 2’de paylaşılmıştır.

Tablo 2 Araştırma kapsamında incelenen fonların türleri ve yıllara göre dağılımı

Tarih	BEFAS	TEFAS	Bağımsız	Aracı Kurum	Banka	Standart	Endeks	Katılım
31.03.2010	16	29	4	4	21	31	14	0
31.01.2011	18	30	4	4	22	33	15	0
31.01.2012	24	31	5	4	22	36	19	0
31.01.2013	26	33	5	5	23	38	20,	1
31.01.2014	26	36	6	5	25	40	21	1
30.01.2015	27	36	6	5	25	40	21	2
29.01.2016	27	40	7	6	27	43	21	3
31.01.2017	27	42	8	6	28	45	21	3
31.01.2018	27	45	8	7	30	46	22	4
31.01.2019	28	47	8	8	31	47	22	6
31.01.2020	28	50	8	11	31	50	22	6
29.01.2021	28	59	10	12	37	52	27	8
31.01.2022	31	68	10	13	45	53	38	8
31.01.2023	34	81	13	15	53	55	48	12

Araştırmanın Metodolojisi

Araştırmada analiz iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk olarak fon yöneticisi ile fon performansı arasında ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Bu amaçla da araştırma kapsamındaki 154 aylık dönemde aylık frekansta bütün fonların performansları hesaplanmıştır. Daha sonrasında bu performans verisinden faydalanılarak fonların aylık ortalama getirileri, yıllık bileşik getirileri, araştırma kapsamına dâhil edilen fon evrenine kıyasla görece getirileri, Sharpe değerleri ve ortalama fon büyüklükleri hesaplanmıştır. Hisse senedi fon piyasasının etkin bir şekilde çalışması hâlinde portföy yöneticisinin özellikleri ile hisse senedi fonlarının performansı arasında ilişki olmaması beklenmektedir.

Araştırma Sorusu 1: Portföy yöneticisinin belli bir banka ile ilişkili olması ya da BEFAS sisteminde faaliyet göstermesi ile yönettiği fonların performansı arasında ilişki var mıdır?

Araştırmanın ikinci aşamasında fon yöneticisine bağlı olarak fonların performansı ile fon büyüklükleri arasında ilişki olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu amaçla bireysel yatırımcıların TEFAS sisteminde fonların getirilerini görebildiği en uzun zaman dilimi olan son beş yıldaki fon performansı ile fon büyüklükleri kıyaslanmıştır. Hisse senedi fon piyasasının etkin çalışması hâlinde performansı yüksek olan fonların daha çok yatırımcıya, dolayısıyla da daha fazla portföy büyüklüğüne ulaşmış olması beklenmektedir.

Araştırma Sorusu 2: Portföy yöneticisinin belli bir banka ile ilişkili olması ya da BEFAS sisteminde faaliyet göstermesi, düşük performansa rağmen yüksek portföy büyüklüğüne ulaşma açısından haksız bir rekabet avantajı sağlamakta mıdır?

Bulgular

Araştırma döneminde çeşitli fon türlerinin performansları Tablo 3'te sunulmuştur. Yıllık bileşik getiri ve Sharpe değerlerinin bağımsız portföy yönetim şirketlerinde ve aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinde daha yüksek olduğu görülmektedir. Bankalarla ilişkili olan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlar ise hem getiri hem de Sharpe değerleri açısından geride kalmıştır. BEFAS'ta işlem gören fonlar için de düşük performans olduğu görülmektedir.

Tablo 3 03.2010-01.2023 döneminde çeşitli fon türlerinin performansları

Açıklama	BEFAS	TEFAS	Bağımsız	Aracı Kurum	Banka	Standart	Endeks	Katılım
Ortalama Getiri	2,0%	2,0%	2,0%	2,2%	1,9%	2,0%	1,8%	2,5%
Yıllık Bileşik Getiri	23,2%	23,2%	24,7%	26,2%	21,8%	24,1%	20,9%	26,4%
Görece Yıllık Bileşik Getiri	-0,9%	-1,0%	0,6%	2,1%	-2,3%	0,0%	-3,2%	2,3%
Standart Sapma	6,9%	6,8%	6,2%	6,8%	7,0%	6,9%	6,9%	6,5%
Sharpe	-0,13	-0,14	0,09	0,31	-0,33	0,00	-0,46	0,35
Ortalama Fon Büyüklükleri (MTL)	1.666	724	752	435	785	1.121	1.055	703

Açıklama: Tablo hazırlanırken öncelikle ilgili fon türlerinin aylık ortalama getirileri hesaplanmıştır. Ortalama getiri satırı ilgili fonların ortalama değerlerinin 155 aylık dönemdeki ortalamasını göstermektedir. Yıllık bileşik getiri hesabı da yine bütün fon türlerinin aylık ortalama getirisi hesaplandıktan sonra bu veriden faydalanılarak hesaplanmıştır. Standart sapma değerleri aylık ortalama getirilerinin standart sapmasını göstermektedir. Ortalama fon büyüklükleri 31.01.2023 tarihindeki fon büyüklük değerlerinden faydalanılarak hesaplanmıştır.

Çeşitli fon türlerinin aylık ortalama performanslarının yıllık bazda gelişimi Tablo 4'te paylaşılmıştır. Bağımsız portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fonların BEFAS sistemindeki fonlara kıyasla daha istikrarlı performans gösterdiği ve yalnızca 2 yılda (2011 ve 2018) negatif performansa sahip olduğu görülmektedir.

Hisse senedi fonlarının çeşitli kapsamlarda faaliyet göstermesi ve yatırım yaptıkları hisse senedi türlerinin gösterdiği değişiklik nedeniyle birebir kıyaslama anlamını yitirebilmektedir. Bu yüzden Tablo 1'de "standart" olarak tanımlanmış fonların performansları Tablo 5'te kıyaslanarak daha homojen bir analiz yapılmaya çalışılmıştır.

Tablo 4 Çeşitli fon türlerinin aylık ortalama performanslarının gelişimi

Yıl	BEFAS	TEFAS	Bağımsız	Aracı Kurum	Banka	Genel
2010	1,86%	1,44%	1,06%	1,84%	1,67%	1,63%
2011	-2,03%	-1,57%	-1,61%	-1,09%	-1,60%	-1,78%
2012	3,78%	3,06%	2,69%	2,91%	3,37%	3,41%
2013	-0,74%	-0,44%	0,08%	-0,41%	-0,60%	-0,58%
2014	2,16%	2,05%	1,66%	2,23%	2,17%	2,10%
2015	-0,82%	-0,45%	0,00%	-0,46%	-0,58%	-0,61%
2016	0,84%	0,87%	0,93%	1,21%	0,79%	0,86%
2017	3,50%	2,95%	2,44%	2,53%	3,22%	3,17%
2018	-1,08%	-0,93%	-0,53%	-0,65%	-1,44%	-0,99%
2019	3,00%	3,53%	3,93%	3,49%	3,11%	3,33%
2020	3,09%	3,78%	3,99%	4,34%	3,21%	3,54%
2021	2,84%	2,55%	2,25%	2,84%	2,37%	2,65%
2022	10,67%	10,69%	10,60%	10,70%	10,18%	10,68%

Açıklama: Tablo hazırlanırken öncelikle ilgili fon türlerinin aylık ortalama getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra bu getirilerin ilgili yıldaki değerlerinin ortalaması bulunarak sunulmuştur. Tablodaki sınıflama sadece kurucuya bağlı olarak yapılmış olup değerler Tablo 1'de belirtilmiş olan standart, endeks ve katılım türlerinin tamamını içermektedir.

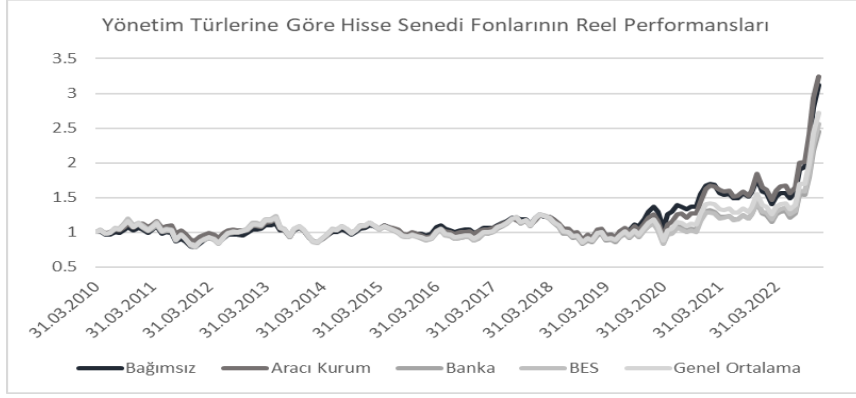
Standart fonlar özelinde bakıldığında da bağımsız portföy yönetim şirketlerinin ve yalnızca aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonların daha yüksek bileşik getiriye ve Sharpe değerlerine sahip olduğu görülmektedir. Bir diğer ilginç nokta ise bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin ve BEFAS sistemindeki fonların düşük performans değerlerine karşın yüksek portföy büyüklük değerlerine ulaşabilmiş olmalarıdır. Her ne kadar bağımsız portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonların diğer fonlardan yalnızca %2 oranında daha yüksek bileşik getiriye sahip olduğu görülse de bu oran, Borsa İstanbul'un 1986-2021 yılları arasındaki yıllık bileşik reel getirisi olan %7,3'e kıyasla oldukça yüksektir (Ünal, 2022). Bir diğer dikkat çekici husus ise bankalarla ilişki portföy yönetim şirketlerinin daha düşük performansına karşın daha yüksek yönetim ücreti alabilmeleridir. BEFAS'taki hisse senedi fonlarında ise düzenleyici otorite tarafından azami ücretin %2,28 ile sınırlandırılmış olması nedeniyle daha düşük bir ortalama yönetim ücreti olduğu görülmektedir (SPK, 2022).

Tablo 5 03.2010-01.2023 döneminde standart hisse senedi fonlarının kurucu türlerine göre performansları

	Bağımsız	Aracı Kurum	Banka	BEFAS	Genel
Ortalama Getiri	2,10%	2,13%	1,98%	2,03%	2,05%
Yıllık Bileşik Getiri	25,35%	25,61%	23,16%	23,64%	24,11%
Görece Yıllık Bileşik Getiri	1,23%	1,49%	-0,96%	-0,48%	0,00%
Standart Sapma	6,40%	6,68%	6,88%	7,18%	6,1%
Sharpe	0,19	0,22	-0,14	-0,07	0
Ortalama Fon Büyüklükleri (MTL)	688,0	434,5	699,1	1.848,5	1.120,6
Ortalama Yönetim Ücreti	2,48%	2,58%	2,71%	1,85%	2,32%

Açıklama: Tablo yalnızca Tablo 1'de standart olarak tanımlanmış olan fonlara ait veriyi içermektedir. Tablo hazırlanırken öncelikle ilgili fon türlerinin aylık ortalama getirileri hesaplanmıştır. Ortalama getiri satırı ilgili fonların ortalama değerlerinin 155 aylık dönemdeki ortalamasını göstermektedir. Yıllık bileşik getiri hesabı da yine bütün fon türlerinin aylık ortalama getirisi hesaplandıktan sonra bu veriden faydalanılarak hesaplanmıştır. Standart sapma değerleri aylık ortalama getirilerinin standart sapmasını göstermektedir. Ortalama fon büyüklükleri 31.01.2023 tarihindeki fon büyüklük değerlerinden faydalanılarak hesaplanmıştır.

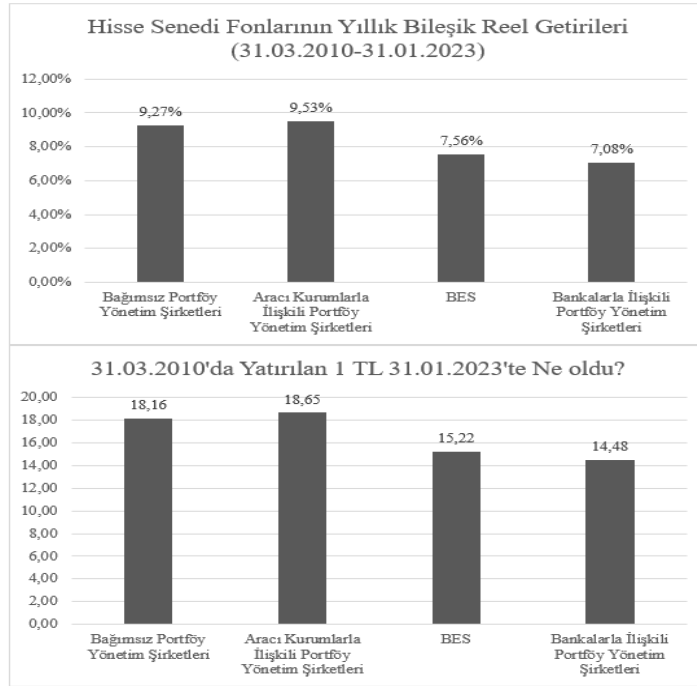
2010 yılından 2023'e kadar geçen dönemde portföy yönetim şirketlerinin türlerine göre standart hisse senedi fonlarının performansları Görsel 2'de sunulmuştur. Görselde de görüldüğü üzere farklı fonlar birbirine oldukça yakın performans göstermiş olsa da BEFAS fonlarının ve bankalarla ilişkili olan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği hisse senedi fonlarının performanslarının diğer fonların performanslarından düşük olduğu görülmüştür.



Görsel 2 Yönetim türlerine göre standart fonların performansları

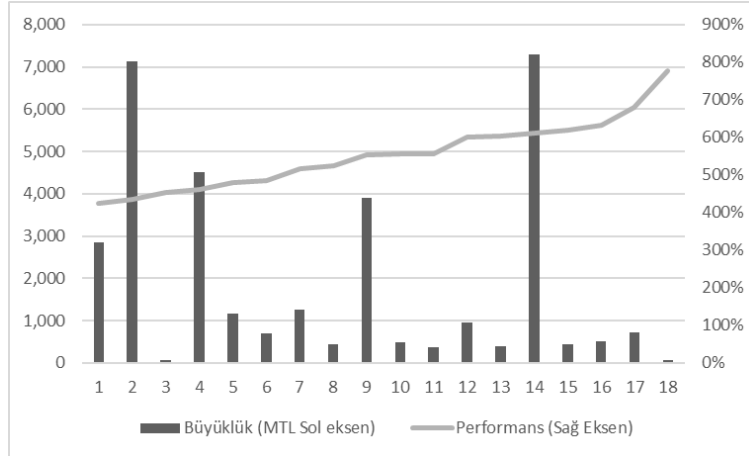
Açıklama: Görsel 2 yalnızca Tablo 1'de standart olarak tanımlanmış olan fonlara ait veriyi içermektedir.

Farklı portföy yönetim şirketlerinin performans farklarının yatırımcı nezdindeki etkisinin daha net anlaşılması için elde edilen sonuçlar Görsel 3'te özetlenmiştir. Görüleceği üzere 1 TL'lik tutar 31.03.2010'da bağımsız portföy yönetim şirketlerinden oluşturulan hisse senedi fon sepetine yatırılması durumunda 31.01.2023 itibariyle 18,16 TL'ye; aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlara yatırılması durumunda 18,64 TL'ye; bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlara yatırılması durumunda 14,48 TL'ye; BEFAS'daki hisse senedi fonlarına yatırılması durumunda 15,22 TL'ye yükselmektedir. 13 yıllık zaman diliminde farklı fonların kümülatif getirileri arasındaki fark %28 seviyesini bulmaktadır.



Görsel 3 Farklı portföy yönetim şirketlerinin yönettiği standart hisse senedi fonlarının performansları

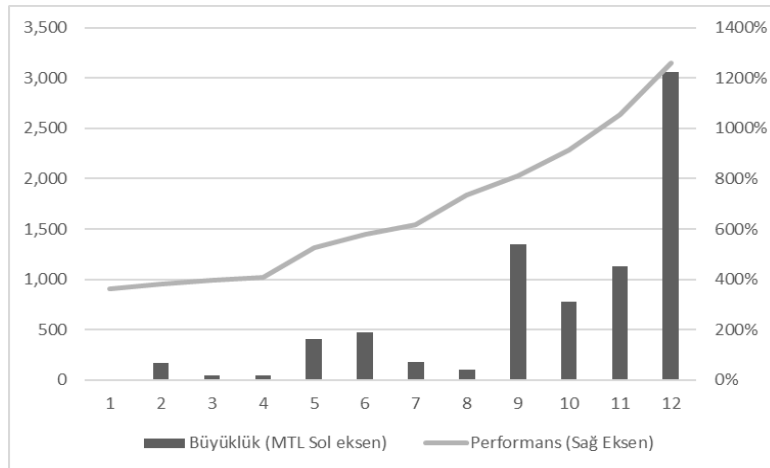
Araştırmanın ikinci aşamasında portföy yönetim şirketi türlerine göre fon büyüklüğü ile fon performansı arasında ilişki olup olmadığı analiz edilmiştir. BEFAS kapsamındaki son beş yıldır sürekli olarak işlem gören 18 adet standart hisse senedi fonunun büyüklükleri ve son beş yıldaki kümüle performansları Görsel 4'te sunulmuştur. Grafikte görüleceği üzere fon büyüklüğü ile performans arasında ilişki olmadığı hatta en düşük performansa sahip iki fonun en fazla büyüklüğe sahip ilk beş fon arasında bulunduğu görülmektedir. En yüksek performansa sahip 4 fonun ise büyüklük açısından sonlarda olması dikkat çekmektedir. Bu da BEFAS'ta yatırımcıların yüksek performans gösteren fonları tercih edemediğini ve BEFAS'ta fon seçimi açısından etkin rekabet şartlarının oluşmadığını ortaya koymaktadır.



Görsel 4 BEFAS kapsamında yönetilen standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performansları ile fon büyüklüklerinin kıyaslaması

Açıklama: Görsel 4 yalnızca Tablo 1'de standart olarak tanımlanmış olan fonlara ait veriyi içermektedir. Performans verisi 31.01.2018-31.01.2023 arasındaki bileşik getiriyi, büyüklük verisi 31.01.2023'teki fon büyüklüklerini göstermektedir.

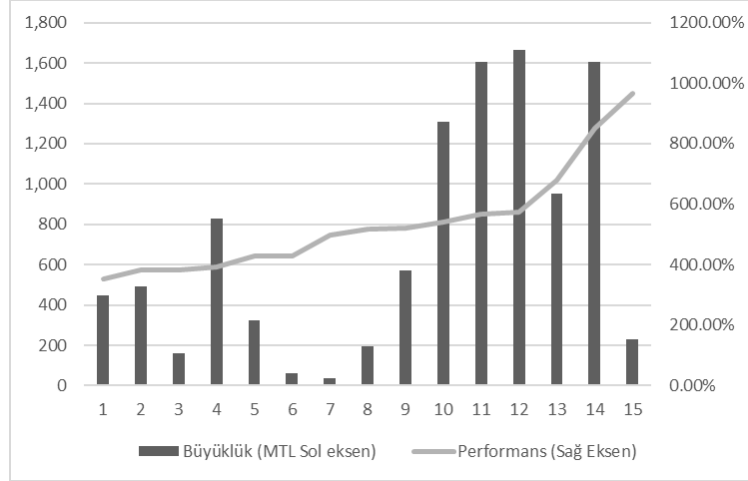
Belli bir aracı kurum ile aynı grup bünyesinde bulunan fakat belli bir banka ile ilişkisi olmayan portföy yönetim şirketlerinin ve tamamen bağımsız olan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği, son beş yıldır sürekli olarak işlem gören 12 adet standart hisse senedi fonunun büyüklükleri ve son beş yıldaki kümüle performansları Görsel 5'te sunulmuştur. Görsel 5'te görüleceği üzere fon büyüklükleri ile fon performansı arasında oldukça güçlü bir ilişki söz konusudur. Bağımsız portföy yönetim şirketleri ancak çok başarılı olmaları hâlinde daha fazla müşteri çekebilmektedir. Fon büyüklüklerine bakıldığı takdirde bağımsız portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fonlara yatırım yapan yatırımcıların, diğer portföy yönetim şirketlerine yatırım yapan yatırımcılara kıyasla çok daha yüksek getirilere ulaşabildikleri görülmektedir. Yatırımcıların büyük çoğunluğu başarılı fonlarda toplanmaktadır. Ünal (2021), çalışmasında hisse senedi fonlarının yüksek ya da düşük performansının süreklilik gösterdiğine dikkat çekmiştir.



Görsel 5 Aracı kurumlarla ilişkili ya da bağımsız olan portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performansları ile fon büyüklüklerinin kıyaslaması

Açıklama: Görsel 5 yalnızca Tablo 1'de standart olarak tanımlanmış olan fonlara ait veriyi içermektedir. Performans verisi 31.01.2018-31.01.2023 arasındaki bileşik getiriyi, büyüklük verisi 31.01.2023'teki fon büyüklüklerini göstermektedir.

Bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği hisse senedi fonlarının büyüklüklerinin dağılımı ve son beş yıldaki kümüle performansları Görsel 6'da sunulmuştur. En düşük performansa sahip birinci, ikinci ve dördüncü portföy yönetim şirketlerinin ilişkili oldukları bankalar, Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük ilk 5 özel banka arasında yer almaktadır. Bu fonların düşük performanslarına rağmen nispeten yüksek portföy büyüklüklerine ulaşabilmiş olmaları, büyük bankaların ve aracı kurumların dağıtım ağlarının etkinliğinin anlaşılması açısından da önemli bir bulgudur.



Görsel 6 Bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performansları ile fon büyüklüklerinin kıyaslaması

Açıklama: Görsel yalnızca Tablo 1’de standart olarak tanımlanmış olan fonlara ait veriyi içermektedir. Performans verisi 31.01.2018-31.01.2023 arasındaki bileşik getiriyi, büyüklük verisi 31.01.2023’teki fon büyüklüklerini göstermektedir.

Araştırma kapsamında ele alınan fonların sayısının az olması istatistiksel testleri sağlıklı bir şekilde yürütmeyi sınırlasa da son olarak regresyon analizi ile fon büyüklükleri ile fon performansları arasında ilişki olup olmadığı test edilmiştir. Tablo 6’da özetlenen bulgulara göre BEFAS sistemindeki hisse senedi fonları ve bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fonların büyüklüğü ile performansları arasında ilişki bulunmamaktadır. Diğer yandan bağımsız portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen ya da aracı kurumlarla ilişkili olan portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının büyüklüğü ile fon performansları arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu da bağımsız portföy yönetim şirketlerinin ancak başarılı olmaları hâlinde müşterilere ulaşabildiğini göstermekte, diğer yandan BEFAS sistemindeki fonların ve bankalarla ilişkili fonların rekabet güçlerinde fon performanslarının etkin bir rol oynamadığı görülmektedir. Kısaca hisse senedi fonları piyasasında bankalarla ilişkili fon yönetim şirketleri ve BEFAS sistemindeki fonları yöneten şirketler, performansla doğrudan ilişkili olmayan rekabet avantajlarına sahiptir.

Tablo 6 Fon yöneticisine bağlı olarak fon büyüklüğü ile fon performanslarının ilişkisine ait regresyon analizi sonuçları

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	İlişki Katsayısı	R ²	t ist.	Olasılık	Gözlem
BankB	BankP	0,102	0,090	0,941	0,372	11
BEFASB	BEFASP	-0,263	0,174	-1,839	0,085	18
BgmzB	BgmzP	0,196	0,554	3,693	0,004	13

Açıklamalar:

BankB: Bankalarla ilişkili standart hisse senedi fonlarının büyüklüğünün doğal logaritması

BankP: Bankalarla ilişkili standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performanslarının doğal logaritması

BEFASB: BEFAS ile ilişkili standart hisse senedi fonlarının büyüklüğünün doğal logaritması

BEFASP: BEFAS ile ilişkili standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performanslarının doğal logaritması

BgmzB: Bağımsız portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının büyüklüğünün doğal logaritması

BgmzP: Bağımsız portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının son 5 yıllık kümüle performanslarının doğal logaritması

Sonuç, Tartışma ve Öneriler

Bu çalışmada Türkiye’deki hisse senedi fon piyasasının rekabet şartlarının etkinliği incelenmiştir. Araştırma kapsamında 31.03.2010-31.01.2023 döneminde toplam 115 adet hisse senedi fonuna ait performans ve fon büyüklüğü verisinden faydalanılmıştır. Araştırmada fonlar; bankalarla ilişkili fonlar, yalnızca aracı kurumlarla ilişkili fonlar, BEFAS sisteminde işlem gören fonlar ve bağımsız portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fonlar olmak üzere fon yöneticilerine göre 4 farklı gruba ayrılmıştır. Yine fon türleri olarak da standart fonlar, endeks ya

da belli bir alana odaklanan fonlar ve katılım esasına göre yönetilen fonlar olmak üzere 3 grupta sınıflama yapılmış ve standart fonlara odaklanarak fon performansları kıyaslanmıştır.

Araştırmanın ilk aşamasında fonları yöneten şirketlerin türleri ile fon performansı arasında ilişki olup olmadığı test edilmiştir. Bağımsız portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının yıllık reel bileşik getirisi %9,3, aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen standart hisse senedi fonlarının yıllık reel bileşik getirisi %9,5, BEFAS sistemindeki standart hisse senedi fonlarının yıllık reel bileşik getirisi %7,6 ve bankalarla ilişkili standart hisse senedi fonlarının yıllık reel bileşik getirisi %7,1 olarak hesaplanmıştır. BEFAS sistemindeki fonlar ve bankalarla ilişkili fonlar daha yüksek tutarda fon yönetmelerine karşın daha düşük performansa sahiptir. Diğer yandan bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen hisse senedi fonlarında düşük performansa karşın daha yüksek yönetim ücreti uygulamasının olduğu görülmektedir.

Araştırmanın ikinci aşamasında fon büyüklükleri ile fon performansları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Buna göre bağımsız portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumlarla ilişkili portföy yönetim şirketleri ancak yüksek performans göstermeleri hâlinde müşterilerine ulaşabilmektedir. Bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlar ve BEFAS sistemindeki hisse senedi fonlarında ise fon büyüklüğü ile performans arasında ilişki bulunmamaktadır.

Araştırma bulgularına göre bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketleri ve BEFAS sistemindeki fonlar, bağımsız fonlara kıyasla daha düşük performansa sahip olmakta; fon yönetim performanslarıyla ilişkisiz olarak müşterilerine ulaşabilmekte ve fonlarını oldukça yüksek büyüklüklere ulaştırabilmektedir. Bu durumun nedenleri arasında (1) bankaların kendi grupları bünyesinde bulunan portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonları pazarlaması, (2) bankaların internet uygulamalarında TEFAS sistemindeki fonlardan önce kendi gruplarında bulunan portföy yönetim şirketlerinin fonlarını sunması, (3) hayat sigorta şirketlerinin müşterilerini kendi fonlarını alma noktasında yönlendirmesi, (4) BEFAS sistemindeki katılımcıların TEFAS sistemindeki fonlara erişiminin olmaması, (5) BEFAS katılımcılarının yeterli finansal okuryazarlığa sahip olmaması ve (6) TEFAS ve MKK'daki son dönemdeki iyileştirmelere rağmen yatırımcıların fon performansları hakkında bilinç düzeyinin henüz yeterli seviyeye ulaşmaması gösterilebilir.

Araştırmadan elde edilen sonuçlar, çeşitli ülkelerde yapılmış ve bankalarla ilişkili fonların bağımsız fonlardan daha düşük performansa sahip olduğunu belirten diğer çalışmalarla uyumludur (Dieu, 2014; Hebb, 2020; Korkeamaki ve Smythe, 2004; Korpela ve Puttonen, 2006; Matallin-Saez vd., 2012; Svensson ve Jademyr, 2011).

Yaşlanan nüfus, sosyal güvenlik sisteminin verdiği açıklar ve zorlu yaşam koşulları nedeniyle bireylerin tasarruflarını etkin bir şekilde yönetmesi kritik önem arz etmektedir. Diğer yandan araştırma bulguları, hisse senedi fon yatırımcılarının çeşitli sınırlamalar ve birlikte çalıştıkları finans kuruluşlarının yönlendirmeleri nedeniyle vekalet maliyeti yaşayabildiklerini göstermektedir. Bu vekalet maliyetlerinin önlenmesi için düzenleyici otoriteler tarafından alınabilecek önlemlerden bazıları aşağıda özetlenmiştir:

1. BEFAS sistemindeki katılımcıların finansal okuryazarlık seviyesinin artırılmasına dönük kitapçıklar hazırlanarak bilgilendirme yapılabilir.
2. İlgili yönetmeliklerde geliştirme yapılarak bireysel emeklilik sistemi ile ilgili hizmet veren şirketlerin, müşterilerini sağlıklı bir şekilde bilgilendirmesi ve fon seçimi noktasında yeterli esnekliği ve pratik olanakları sunması sağlanabilir.
3. BEFAS sistemindeki katılımcıların TEFAS'taki fonlara da yatırım yapabilmesine olanak sağlanabilir.
4. Bankaların farklı portföy yönetim şirketlerine eşit uzaklıkta çalışmasına ve kullanıcı dostu uygulamalarla bütün fonları eşit şartlarda müşterilerine sunmalarına yönelik düzenlemeler getirilebilir.
5. TEFAS'taki fon performansları ile ilgili içerik daha da zenginleştirilerek fonların referans kıstaslara göre performansları kullanıcı dostu bir şekilde sunulabilir.

6. İlgili yönetmeliklerde düzenlemeye gidilerek yatırımcılara fon alım satım hizmeti sunan bankaların ve aracı kurumların, fonları listelemenin yanı sıra bu fonlara ait temel performans verilerini ve karşılaştırma ölçütlerine kıyasla performanslarını sunmaları sağlanabilir.
7. Performans ve fon büyüklüğü odağında da portföy yönetim ücretlerine sınırlama getirilerek düşük performans gösteren ve oldukça büyük portföyleri yöneten fonların yüksek yönetim ücretleri alması sınırlandırılabilir.
8. Bağımsız portföy yönetim şirketleri açmanın kolaylaştırılması ve dışarıdan hizmet alımı vb. konularda bu şirketlere kolaylıklar tanınarak bu şirketlerin yaygınlaşması ve rekabet ortamının gelişmesi sağlanabilir.

Bu konuda gelecekte yapılacak çalışmalarda fon yönetim ücretleri, portföy yönetim şirketlerinin fonları pazarladıkları kanallar ve bankalarla ilişkili portföy yönetim şirketlerinin, bankaların şube ağının büyüklüğünden ne ölçüde istifade ettiği gibi konular araştırılarak literatüre katkı sunulabilir.

Yazar Katkı Oranları

Çalışmaya 1. Yazar: % 25, 2. Yazar: % 25, 3. Yazar: % 25, 4. Yazar: % 25 oranında katkı sağlamıştır.

Çıkar Çatışması Beyanı

"Hisse senedi fonları piyasasında rekabet koşullarının etkinliği: Türkiye örneği" başlıklı makalemizin herhangi bir kurum, kuruluş, kişi ile mali çıkar çatışması yoktur. Yazarlar arasında da herhangi bir çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Alexander, G. J., Jones, J. D. ve Nigro, P. J. (2001). Does mutual fund disclosure at banks matter? Evidence from a survey of investors. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(3), 387-403.
- Alptekin, N. ve Şıklar E. (2009). Performance evaluation of Turkish type a mutual funds and pension stock funds by using TOPSIS method. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 1(2), 11-22.
- Artikis, G. P. (2003). Performance evaluation: A case study of the Greek balanced mutual funds. *Managerial Finance*, 29(9), 1-9.
- 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.
- Bauer, R., Otten, R. ve Rad, A. T. (2006). New Zealand mutual funds: measuring performance and persistence in performance. *Accounting & Finance*, 46(3), 347-363.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D. ve O'Sullivan, N. (2010). Mutual fund performance: Measurement and evidence 1. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(2), 95-187.
- Friend, I., Brown, F. E., Herman, E. S. ve Vickers, D. (1962). *A study of mutual funds*. US Government Printing Office.
- Golez, B. ve Marin, J. M. (2015). Price support by bank-affiliated mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 614-638.
- Güçlü, F. ve Şekkeli, F. E. (2020). Türkiye'deki İslami ve konvansiyonel hisse senedi yatırım fonlarının performans analizi ve karşılaştırılması. *Business & Management Studies: An International Journal*, 8(5), 4463-4486.
- Hao, Q. ve Yan, X. S. (2012). The performance of investment bank-affiliated mutual funds: conflicts of interest or informational advantage? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 537-565.
- Hebb, G. (2021). On the performance of bank-managed mutual funds: Canadian evidence. *Journal of Economics and Finance*, 45(1), 22-48.
- Holliday, K. K. (1994). Marketing mutual funds, *Bank Marketing*, 26, 23-31.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416.

- Jung, J. ve Dobbin, F. (2015). Agency theory as prophecy: How boards, analysts, and fund managers perform their roles. *Seattle UL Rev*, 39, 291-320.
- Korkeamaki, T. P. ve Smythe, T. I. (2004). Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: Evidence from Finland. *European Financial Management*, 10(3), 413-438.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2009). Türkiye’de işlem gören hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performans karşılaştırması. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 1(1), 1-15.
- Korpela, M. ve Puttonen, V. (2006). Mutual fund expenses: Evidence on the effect of distribution channels. *Journal of Financial Services Marketing*, 11(1), 17-29.
- Matallin-Saez, J. C., Soler-Dominguez, A. ve Tortosa-Ausina, E. (2012). Mutual fund performance: banking versus independent managers. *Applied Economics Letters*, 19(8), 755-758.
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu). (2023). *Pay senedi piyasa değeri ve yatırımcı sayısı*. Veri Analiz Platformu. <https://www.vap.org.tr>
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- SPK (2022). *Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin rehber*. https://spk.gov.tr/data/61e4b9501b41c60d1404d879/EYF%20REHBER%C4%B0_29.09.2022.pdf
- Svensson, A. ve Jademyr, G. (2011). *Mutual fund performance: A comparison between large and small independent fund companies’ Sweden funds* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Jönköping International Business School.
- Tran Dieu, L. (2015). A comparison of bank and non-bank funds in the French market. *Journal of Financial Services Research*, 47, 273-294.
- Treynor, J. (1965). How to rate management of investment fund. *Harvard Business Review*, (43), 63-73.
- TÜİK (2018). *Senaryolara göre seçilmiş yaş grupları nüfusları, 2018, 2023, 2040, 2060, 2080*. <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=Nufus-ve-Demografi-109>
- Ünal, S. (2021). *Yatırım fonları: Bireysel yatırımcılar açısından değerlendirme ve performans analizi*. Gazi Kitabevi.
- Ünal, S. ve Aydınli, M. (2021a). Türkiye’deki hisse senedi fon yöneticilerinin hisse senedi seçiminde zamanlama performansı. *Abant Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(1), 137-155.
- Ünal, S. ve Aydınli, M. (2021b). Evaluation of the performance of equity funds in Turkey. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(2), 1200-1215.
- Ünal, S. (2022). *Borsada Doğru Yatırım*. KDY.
- Yıldız, A. (2005). A tipi yatırım fonları performanslarının İMKB ve fon endeksi bazında değerlendirilmesi. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14, 185-202.
- Yolsal, H. (2012). A tipi yatırım fonlarının performansı: Banka ve aracı kurum fonları üzerine bir inceleme. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32(1), 343-364.

Extended Abstract

Investors who do not have sufficient expertise and cannot spare the necessary time to invest directly in stocks prefer stock funds managed by professional managers. These funds differ from each other in terms of their return performance, risk levels, and management fees. Legal restrictions and the imbalance of competitive conditions may prevent investors from choosing successful fund managers. In addition, it is considered that the inclusion of a fund in the private pension system or being a party to a certain bank provides an unfair competitive advantage in terms of reaching customers for this fund. Therefore, investors cannot make their fund choices effectively and efficiently.

Research Question 1: Is there a relationship between the portfolio manager being associated with a bank or operating in the BES system and the performance of the funds?

Research Question 2: Does the portfolio manager's being associated with a bank or operating in the BES system provide an unfair competitive advantage in terms of reaching a high portfolio size despite low performance?

When the studies analyzing the performance of stock funds in the literature are examined, Artıkis (2003), Yıldız (2005), Bauer et al. (2006), Cuthbertson et al. (2010), and Lemeskho and Rejnus (2015) stated that stock funds generally have poor performance. Ünal and Aydınli (2021a, 2021b) stated that stock funds in Turkey have performances that exceed stock market indexes, but their timing capabilities are limited. Another issue that is frequently analyzed in the literature is the comparison of funds affiliated with banks with other funds. According to the findings obtained in these studies, the performance of funds managed by banks is generally lower than other funds (Dieu, 2014; Hebb, 2020; Korkeamaki & Smythe, 2004; Korpela & Puttonen, 2006; Matallin-Saez et al., 2012; Svensson & Jademyr, 2011).

This study examines the efficiency of the competitive conditions of the stock fund market in Turkey. Within the scope of the research, the performance and fund size data of a total of 115 stock funds were used for the period 31.03.2010-31.01.2023. In the research, funds are divided into 4 different groups according to fund managers: (a) funds associated with banks, (b) funds only related to brokerage firms, (c) funds traded in the private pension system, and (d) funds managed by independent portfolio management companies. In the first stage of the research, it was tested whether there is a relationship between the types of companies that manage the funds and the performance of the funds. In the second stage of the research, the relationship between fund sizes and fund performances was analyzed.

According to the research findings, portfolio management companies associated with banks and funds in the private pension system have lower performance compared to independent funds, and they can reach their customers and raise their funds to very large sizes regardless of their fund management performance. Among the reasons for this situation are (1) banks marketing the funds managed by portfolio management companies within their own group, (2) banks offering the funds of portfolio management companies in their own groups before the funds in the TEFAS system in internet applications, (3) life insurance companies directing their customers to receive their own funds, (4) the participants in the private pension system do not have access to the funds in the TEFAS system, (5) the participants of the private pension do not have sufficient financial literacy, and (6) Despite the recent improvements in TEFAS and MKK, the awareness level of the investors about the fund performances has not reached a sufficient level yet.