

Makale Geçmişi/Article History

Alındı/Received:05.04.2019

Düzeltilme alındı/Received in revised form:29.05.2019

Kabul edildi/Accepted:31.05.2019

YATIRIM FONLARINDA PERFORMANS-AKIM İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Fatih SAĞLIK¹

Özet

Bu çalışmanın konusunu yatırım fonu performansı ile yatırım fonuna dönük giriş-çıkışlar arasındaki ilişkinin incelenmesi oluşturmaktadır. Bu kapsamda Türkiye'deki 280 adet yatırım fonuna ilişkin 17.02.2014-15.02.2019 dönemindeki günlük pay fiyatı, dolaşımdaki pay sayısı ve portföy büyüklüğü bilgileri kullanılmıştır. Bu çalışmada, aynı zaman zarfında karşılaştırma yapılması durumunda performans ile akım arasında pozitif veya negatif yönlü önemli bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak olumlu veya olumsuz fon performansının yatırımcılara ve yatırımcı kararlarına yansımaları zaman almaktadır. Bu nedenle, performans değerlerinin bir sonraki aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık dönemlerdeki akım değerlerinin kıyaslanması sonucunda, fonların performansı ile normalin üzerinde fonlara yapılan girişler arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Genelde en yüksek performanslı fonlara olan talep, ortalama fon talebinin çok üzerinde iken, en kötü performansı gösteren fonlardan ortalama fazla çıkışlar ise, ortalama çıkışın çok üzerindedir. En iyi ve en kötü performanslı fon grupları dışındaki gruplarda akımın performansa duyarlılığı büyük değişiklikler göstermemektedir. Dolayısıyla, akımın performans duyarlılığı doğrusal olmayıp, uç performans gruplarına göre doğrusal bir ilişkiden beklenen düzeyin çok üzerinde olmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonları, Fon Performansı, Fon Akımı, Fon Türleri, Yatırımcı Davranışları

THE PERFORMANCE-FLOW RELATIONSHIP IN MUTUAL FUNDS: AN EMPIRICAL ANALYSIS

Abstract

This paper examines the impact of the most recent performance of mutual funds in Turkey on their net flows, using the data between February 2014 and February 2019. The data include daily unit price, number of units in circulation, portfolio size of 280 mutual funds operating in Turkey. Based on methodology, in which fund performances in current selected time periods, namely one month, three months, six months and a year, stack up against fund flows in next periods, this paper shows positive relationship between past performance and flow in the Turkish mutual fund industry. This relationship tends to be non-linear, suggesting flow-performance sensitivity is stronger for funds with best performance (inflow above industry average) and worst performance (outflow above industry average) while it is weaker for funds with average performance.

Keywords: Mutual Funds, Fund Performance, Fund Flow, Fund Types, Investor Behaviours

¹ Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Fakültesi Doktora öğrencisi, Sermaye Piyasası Kurulu Başuzman, fatihsglik1982@gmail.com .

GİRİŞ

Yatırımcıların belirli finansal araçlara yatırım yapmasının temel sebeplerinden biri bu araçların alternatiflerine göre daha yüksek getiri sağlayacağını beklemleridir. Bu nedenle yatırımcıların mevcut risk algılarının değişmediği bir ortamda, finansal araçlardaki getiri düzeyi arttıkça yatırımcıların bu araçlara ilgisinin artacağını, getiri düzeyi düştükçe ise bu araçlardan parasal çıkışların gerçekleşeceğini beklemek makuldür. Ancak içerdiği risk seviyesine göre yüksek getirili araçların tespiti bilgi, uzmanlık ve zaman gerektirmektedir. Bu ihtiyaç yatırım fonları ve ortaklıkları gibi kolektif yatırım kuruluşlarının doğmasına imkân tanımıştır. Bu çerçevede, yatırımcılar finansal araçlara doğrudan yatırım yapabildiği gibi, uzmanlaşmış kuruluşlar vasıtasıyla da yatırım yapabilmektedirler. Pay senedi, borçlanma araçları gibi finansal araçlara benzer şekilde yatırım fonu paylarının da getirileriyle orantılı olarak ilgi görmesi beklenir. Öte yandan bu durumda, zarar eden yatırım fonlarından çıkışların gerçekleşmesi, emsallerine göre karlı yatırım fonlarına ise yeni yatırım girişlerinin olması gerekmektedir. Bu çerçevede işbu çalışmanın konusunu yatırım fonu performansı ile yatırım fonuna dönük giriş-çıkışların ilişkisi oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, fonun performansı ile fon büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki olması beklenir. Ancak burada tespit edilmesi gereken husus, fonun performansının fona yapılan girişler üzerinde ne derece etkili olduğudur. Bu çalışmada, Türkiye'deki yatırım fonlarında bu ilişkinin var olup olmadığı, var olması durumunda ilişkinin ne düzeyde doğrusal ve simetrik olduğu, ilişkinin hangi periyotta geçerlilik kazandığı, yatırımcıların karlı fonları önceden tespit etme konusunda başarılı olup olmadığı gibi sorulara cevap aranmıştır.

1. LİTERATÜR

O halde yatırımcıların kolektif yatırım kuruluşlarından temel beklentilerinden biri kendi sağlayabileceği getiri düzeyinin üstünde getiri sağlamasıdır. Bu konu uzun yıllar boyunca akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. Örneğin Jensen (1968:389) yatırım fonlarında performansın, başarılı fiyat tahminleri yoluyla portföy getirisini artırmak ve portföy çeşitliliği yoluyla taşınabilir yatırımcı riskini minimize etmek şeklinde iki boyutunun olduğunu ifade ederek, 115 yatırım fonunun 1945-1964 yılları arasındaki performansını incelemiştir. Buna göre, aktif yatırım stratejisi izleyen fonlar alıp-bekleme gibi pasif stratejilere göre daha iyi performans göstermediği gibi, yatırımcı açısından alım-satım komisyonu gibi fazladan masraflara sebep olmaktadır. Sirri ve Tufano (1998:1589), Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'ndeki hisse senedi yatırım fonlarının 1971-1990 yılları arasındaki bilgilerini incelemiştir.

ve yatırımcıların performansı iyi fonlara yönelmekle birlikte zayıf performanslı fonlardan çıkış yapmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada, bu durumun gerekçelerinden birinin de arama maliyeti olduğu, bu maliyetin ise medya ilgisi ile düşürüldüğü belirtilmiştir. Gruber (1996:783) ise yaptığı çalışmada, getiri düzeyleri pasif nitelikteki endeks ve karşılaştırma ölçütlerine göre düşük olmasına rağmen, yatırımcıların neden aktif yönetilen yatırım fonlarına yatırım yaptığı sorusunu cevaplamaya çalışmıştır. Gruber'e (1996:783) göre, yatırım fonlarında sofistike ve dezavantajlı olmak üzere iki tür yatırımcı vardır. Sofistike yatırımcılar performansa dayalı olarak fonlara giriş ve çıkış yapmaktadır. Dezavantajlı yatırımcılar ise reklam ve aracılardan etkisindeki sofistike olmayan yatırımcılar, çeşitli sınırlamalar sebebiyle etkin fon değişikliği yapamayan kurumsal dezavantajlı yatırımcılar ve vergisel sebeplerle fonda kalmak zorunda olan yatırımcılar olmak üzere üç çeşittir. Kötü performans gösteren fonlarda ikinci türde olan yatırımcılar baskın iken, yüksek performanslı fonlara sofistike yatırımcılar giriş yapmaktadır ve bu fonlara yapılan girişler, düşük performanslı fonlardan yapılan çıkışlardan çok daha fazladır. Bu nedenle ortalama olarak kötü performansa rağmen yatırım fonlarının konsolide portföy büyüklükleri sürekli artmaktadır.

Ippolito (1992:45), 152 adet hisse senedi fonunun performansının yatırımcı giriş çıkışlarına etkisine bakmıştır. Buna göre, fonların 3 aylık performansları ile yatırımcı girişleri arasında pozitif bir ilişki vardır ve bu ilişki doğrusal değildir. Yatırımcılar çok iyi performans gösteren fonlara çok fazla giriş yaparken, ortalama performans gösteren fonlar için performans-yatırımcı girişi arasındaki ilişki daha zayıflamakta, kötü performanslı fonlarda ise yatırımcıların performansa olan duyarlılığı ortadan kalkmaktadır. Diğer bir deyişle, belirli bir performans düzeyinin altında kalan fonlarda, yatırımcı girişlerinin performansa göre farklılaşması gerçekleşmemektedir. Goetzmann ve Peles (2002:145) yatırımcıların kötü performans gösteren fonlardan çıkış yapmamasını Festinger (1957) tarafından ortaya atılan bilişsel uyumsuzluk teorisiyle ilişkilendirmektedir. Buna göre gerek uzman gerekse sıradan yatırımcı yatırım yaptıkları fonların geçmiş performanslarını olduğundan daha iyi görmeye eğilimli oldukları için zayıf performanslı fonlarda kalmaya devam etmektedir. Yatırımcıların bu eylemsizliğinin fon değiştirmenin ekonomik maliyeti ile de ilişkili olması, yatırımcıların geçmiş kararlarını desteklemek için düşüncelerini ayarladığı sonucunu etkilemeyecektir.

Chevalier ve Ellison (1997:1167), fonun getirisine odaklanan yatırımcı ile fonun büyüklüğünü artırmak isteyen fon yöneticileri arasındaki vekalet sorununu inceledikleri çalışmada, yatırımcıların fon seçim kararıyla karşı karşıya kaldıklarında, kendi ihtiyaçlarına en uygun ve yüksek getirili fonu seçtiklerini belirterek, yatırımcıların geçmiş performansa göre

fon alımı yaptıklarını belirtmiştir. Lynch ve Musto (2003:2033), diğer çalışmalarda da ortaya koyulan geçmiş performans ile fon akışları arasındaki konveks ilişkinin çok tutarlı olduğunu, çünkü kötü performans gösteren fonların, bu duruma sebep olan yatırım stratejilerinden sonraki dönemlerde vazgeçeceğini ifade etmektedir. Geçmiş getiriler strateji değiştiren fonların geleceğe dair getirilerine yönelik çok az bilgi taşırlar ve bu yüzden fonların performansı kötüyken yatırımcılar geçmiş getirilere duyarsızlaşmaktadır.

Ippolito (1992:45), Gruber (1996:783), Chevalier ve Ellison (1997:1167), Sirri ve Tufano (1998:1589)'nun çalışmalarında iyi performans gösteren fonlara daha fazla yeni giriş varken, kötü performanslı fonlardan daha az çıkış olduğu ampirik olarak tespit edilmiştir. Christoffersen ve Xu (2017:867) kötü performans gösteren fonların, bu performans sonrası özelliklerini incelemiştir. Bu çalışmada, bu fonlardan performansa duyarlı yatırımcıların zaten çıkış yaptığı ve bu tür yeni yatırımcı girişlerinin olmadığı, bu yüzden kalan yatırımcıların fon performansına daha duyarsız oldukları ifade edilmiştir. Ayrıca, Christoffersen ve Xu (2017:867) küçülme oranının performansa duyarlı yatırımcıların bir göstergesi olduğu varsayımı altında, küçülme oranının kurumsal yatırımcıların performans duyarlılığı üzerindeki etkisinin görece az olduğunu belirtmiştir.

Huang, Wei ve Yan (2007:25), fona katılım maliyetinin fon performansına dayalı giriş çıkışlar üzerindeki etkisine dayalı bir model ortaya koymuşlardır. Buna göre, katılım maliyeti yeni bir fona yatırım yapmak için toplanması ve analiz edilmesi gereken bilginin maliyeti ve fonun aldığı işlem ücreti olmak üzere iki türdür. Bu çalışmada, ortalama düzeyde performans gösteren fonlarda performans duyarlılığı katılım maliyetinin düşmesi ile artarken, yüksek performanslı fonlarda yatırımcıların performans duyarlılığının katılım maliyetinin düşmesi ile düştüğü ifade edilmektedir. Del Guercio ve Tkac (2002:523), yatırım fonları ile emeklilik fonlarının performans ve yatırımcı giriş-çıkışını incelediği çalışmada, emeklilik fonlarında, yatırım fonlarının aksine, kötü bir performans ile önemli düzeyde yatırımcı çıkışlarının gerçekleştiği ve aynı zamanda, yalnızca son dönemde iyi performans gösteren fonlara orantısız bir şekilde giriş yapılmadığı ifade edilmiştir. Bu durum ise emeklilik fonlarının portföy yöneticilerinin, yatırım fonlarının yöneticilerindeki gibi ani risk değişimine sebebiyet veren strateji değişikliklerinin aksine, daha istikrarlı stratejiler izlemelerini teşvik etmektedir.

Berk ve Tonks (2007:20), sürekli olarak en kötü performans gösteren gruptaki fonların performans duyarlılığı düşük fonlar olduğu, en kötü gruptaki fonlarda yatırımcıların yüksek performans duyarlılığı gösterdiği fonların ise, kötü getiri düzeylerinin sürekli olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca Berk ve Tonk (2007:20) yatırım fonu yatırımcıları arasında

bazılarının daha iyi performanslı fonlara geçiş yaparken, bazılarının bunu yapmamasını yatırımcılar arasında varolan farklılığa, diğer bir deyişle heterojen yatırımcı gruplarına bağlamıştır.

Leung ve Kwong (2018:23), gelişmekte olan piyasalardaki borçlanma araçları fonlarına yapılan girişler ile bu fonların geçmiş performansı arasındaki ilişkiyi incelemiş ve konveks şekilde pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Buna göre, getiriler pozitif olduğunda geçmiş performans yatırımcı ilgisini çekmede önemli bir faktör iken, getiriler negatif olduğunda bu ilişki kaybolmaktadır. Bu çalışmada, fonlardaki yüksek katılım bedeli ve fon yöneticilerinin yatırımcıların çıkışını engellemeye dönük önlemleri ve medya araçları bu durumun sebeplerinden bazıları olarak belirtilmiştir. Ayrıca, oynaklık seviyesi yüksek fonların performansı yatırımcılar için daha az bilgi içerdiği için, fon giriş çıkışları üzerinde daha az etkilidir. Bir diğer bulgu ise daha büyük fonların mevcut performanslarındaki bir değişime yatırımcıların duyarlılığı küçük fonlara göre daha fazladır.

Arbaa ve diğerleri (2017:274-277) İsrail'deki 123 adet hisse senedi fonunun 2004-2014 yılları arasındaki verilerini incelemek suretiyle; yatırımcıların mutlak getiriden ziyade riske dayalı getiriye daha duyarlı olduğu, fonların son dönemlerdeki performansının yatırımcılar üzerindeki etkisinin uzun vadeli performansından daha fazla olduğu, yatırımcıların son dönemde kazandıran fonlara yönelmekle birlikte zayıf performans gösteren fonlardan ayrılmadıkları, geçmiş performansın yatırımcı giriş-çıkışları üzerindeki etkisinin aktif pazarlanan fonlarda daha net olduğu sonuçlarına ulaşmıştır. Zhao (2005:47) ABD'deki 5.554 adet borçlanma aracı fonunun 1992-2001 yılları arasındaki verilerini incelemek suretiyle, yatırımcı net girişi ile fon performansı arasındaki ilişkiyi tespit etmiş ve bu yatırımcıların ham getirisi en yüksek fonlardan ziyade, riske dayalı getirisi en yüksek fonlara yöneldiklerini ifade etmiştir.

Yatırım fonlarındaki yatırımcıların performans duyarlılığı çalışmaları genelde hisse senedi fonlarına odaklanmışken (Ippolito, 1992; Gruber, 1996; Chevalier ve Ellison, 1997; Sirri ve Tufano, 1998; Arbaa ve diğerleri, 2017), Chen ve Qin (2017:1271) özel sektör tahvillerine dayalı yatırım fonlarını incelemiştir. Bu çalışmada yatırımcılar fonların son dönemdeki performansına ağırlık verdiği, ancak performans ve yatırımcı girişi arasındaki ilişkinin, hisse senedine dayalı fonların aksine, konveks olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yatırım fonlarına olan girişin hem fon performansına hem de makro verilere duyarlı olduğu ifade edilmiştir. Ek olarak net girişi daha fazla olan yatırım fonlarının daha az olan yatırım

fonlarından daha iyi performans gösterdiği, diğer bir deyişle, yatırımcıların fon performanslarını doğru tahmin ettiği belirtilmiştir.

Goldstein ve diğerleri (2017:592), özel sektör tahvillerine dayalı yatırım fonlarını incelediği çalışmada, Chen ve Qin (2017:1271)'in çalışmasında bulunan sonuçtan farklı olarak, bu fonlarda akım-performans arasındaki ilişkinin konkav olduğunu iddia etmiştir. Fonlardan çıkışların kötü performansa olan duyarlılığı, fonlara girişlerin iyi performansa olan duyarlılığından daha fazladır. Bu çıkışların duyarlılığı, piyasadaki likidite koşulları daha kötüleştiğinde ve fon portföylerinde likit olmayan varlıkların oranı yükseldiğinde, daha da artmaktadır. Chen ve diğerleri (2010:239), 4.393 adet hisse senedine dayalı yatırım fonunu incelemek suretiyle, yatırımcıların birbirlerinin hareketlerinden etkilendikleri, bu yüzden yatırım fonlarının yalnızca spekülasyon sebebiyle oluşabilecek çıkış riskine maruz olduğu, likit olmayan portföye sahip fonların yatırımcılarının, likit portföye sahip fonların yatırımcılarına göre, kötü performansa daha duyarlı olduğu, öte yandan kurumsal yatırımcı ağırlıklı yatırım fonlarında bu durumun ortadan kalktığı sonucuna ulaşmıştır.

Brown ve diğerleri (1996:85), yatırım fonlarını, Brown ve diğerleri (2001, s. 1869) ise serbest fonları incelemek suretiyle, fon yöneticilerinin, bu fonlara yapılan giriş ve çıkışların performansa duyarlı olduğu düşüncesiyle, yılın ilk yarısında performansın düşük olması halinde portföy volatilitesini artırmak suretiyle aslında yatırımcıları manipüle ettiği sonucuna ulaşmıştır. Yöneticilerin bunu yaparken riske duyarlı getiri yerine ham getiriyi esas aldıkları ifade edilmiştir. Agarwal ve diğerleri (2004:30)'nin, serbest fonlardaki giriş çıkışları etkileyen faktörleri incelediği ve 1994-2000 yılları arasını kapsayan çalışmada, fonlara olan net girişi artıran unsurlar yakın zamandaki yüksek fon performansı, artan yönetici teşvikleri ve düşük çıkış bariyerleridir. Ayrıca performans ile akım arasındaki ilişkinin konveks olduğu belirtilmiştir. Diğer bir husus ise, fazlaca giriş yapılan büyük ölçekteki fonların getirilerinin düştüğü iddia edilmiştir. Serbest fonlara ilişkin benzer bir çalışmada, Getmansky ve diğerleri (2015:104) de performans-akım arasındaki konveks ilişkiyi tespit etmiştir.

Wermer (2003:36-37), kazandıran yatırım fonlarının momentum stratejileri izleyerek en az iki yıl boyunca kazandırmaya devam ederken, kaybettiren yatırım fonlarının portföyündeki mevcut paylardan vazgeçmediği için düşük performans göstermeye devam ettiğini, yatırımcıların ise ağırlıklı olarak kazandıran yatırım fonlarını seçtiğini, fonlara olan bu yeni girişlerin ayrıca fon performansına olumlu etkisi olduğunu iddia etmiştir. Spiegel ve Zhang (2013:506)'e göre daha önce yapılan çalışmalarda fonlara olan akım, giriş veya çıkış miktarının yönetilen portföy büyüklüğüne oranlanması sonucunda bulunduğu için akım-performans

arasındaki ilişki konveks olarak bulunmuştur. Bu hesaplama yöntemiyle fonlar arasında varolan büyük veya küçük fon türü gibi heterojenlikten kaynaklanan durum nedeniyle ortaya çıkan konveks akım-performans ilişkisi, heterojenliğin kontrol edildiği alt gruplarda büyük ölçüde kaybolmaktadır. Diğer bir deyişle, Spiegel ve Zhang (2013:506)'e göre akademik literatürdeki diğer çalışmalarda tespit edilen konveks ilişki türü aslında sadece ampirik bir modelleme hatası sonucudur. Bu yüzden bu çalışmada, yüzdeye dayalı akım hesabı yerine tüm fonların toplam paylarının "1" yaptığı, market payının esas alınması gerektiği iddia edilmiştir. Bu şekilde yapılan hesaplamada ise akım-performans arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu ifade edilmiştir.

Ferreira ve diğerleri (2013:483), 28 ülkedeki yatırım fonlarını incelemek suretiyle, akım-performans ilişkisinin ülkeden ülkeye ne düzeyde farklılaştığını tespit etmiştir. Buna göre, ABD'de yapılan akademik çalışmalar sonucu ortaya çıkan konveks şeklin evrensel olarak geçerli olmadığı, gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere göre kaybettiren fonlardan daha fazla çıkarken, kazandıran fonlara daha az giriş yaptıkları, bunun ise gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların daha sofistike ve fonların katılım maliyetinin daha düşük olmasından kaynaklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Brborovic ve Posedel (2014:3067), Hırvatistan'daki yatırım fonlarını incelediği çalışmasında, fona olan akımları etkileyen ana faktör son aydaki performans ve önceki aylardaki performansın sürekliliğinin kombinasyonudur.

Huang, Wei ve Yan (2012:25-27), 1983-2006 yılları arasındaki yatırım fonu verilerini incelemek suretiyle, yatırımcıların öğrenmesinin yatırım fonlarındaki akım-performans ilişkisini ne şekilde etkilediği sorusuna cevap aramıştır. Buna göre, daha uzun ve oynak bir geçmiş performansı olan fonlara dönük yatırımcıların performans duyarlılığı daha az olmaktadır. Öte yandan fonun yaşının ve geçmiş performans oynaklığının yatırımcılar arasındaki akım-performans duyarlılığını azaltıcı etkisi, daha sofistike yatırımcı çeken fonlar ya da yatırımcıları daha sofistike olan fonlar için daha güçlü olmaktadır. Ivkovic ve Weisbenner (2009:223)'e göre, fona giriş ve çıkışlar farklı şekilde olmak üzere fon performansına duyarlıdır. Yatırımcılar fona giriş yaparken fonun göreceli performansını dikkate almakta, en iyi performans gösteren fona yönelmektedir. Öte yandan yatırımcılar fondan çıkış yaparken vergisel sebeplerle mutlak performansa dikkat etmektedir. Ayrıca yatırımcılar vergisel sebeplerden dolayı, değerlendirilen yatırım fonu paylarını satma konusunda isteksizken, kaybettiren yatırım fonlarından daha kolay çıkmaktadır. Yatırımcılar çıkma kararı verirken işlem komisyonu ve masraflara karşı duyarlı bir şekilde hareket etmektedir.

Kaniel ve Parham (2017:337), medya ilgisi ve yatırımcı davranışını incelediği çalışmasında, Wall Street Journal gazetesinde yer verilen "Kategori Kralları" listesinde yer

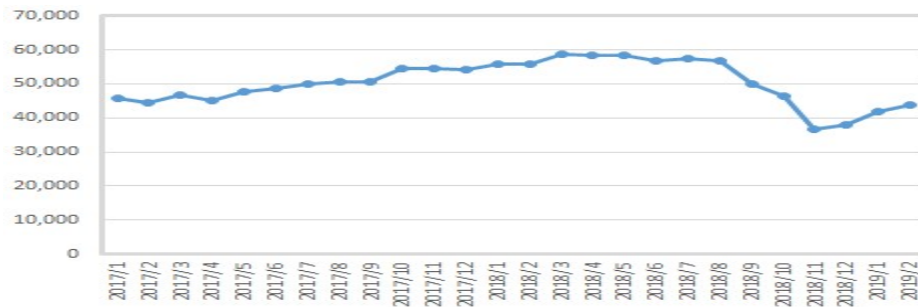
verilen fonlara yapılan net girişlerin 3 aylık bazda %31 arttığını tespit etmiştir. Bu fonlara yapılan net girişlerin, daha önceki akademik çalışmalarda da ortaya koyulan akım-performans ilişkisi kapsamında performansın yaratacağı ekstra akım seviyesinden yedi kat daha fazla olduğu belirtilmiştir. Aynı şirket tarafından yönetilen diğer fonlar da bu durumdan fazlasıyla faydalanmaktadır. Öte yandan, Wall Street Journal gazetesinin “Kategori Kralları” başlığını koymadan yayımladığı listedeki fonlarda ise önemli miktarda yeni giriş gözlemlenmemiştir. Jain ve Wu (2000:937), “Barron’s” ve “Money” dergilerinde reklamı yapılan 294 yatırım fonunu incelemek suretiyle, reklamın yatırım fonlarına yapılan girişi önemli ölçüde artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Görüldüğü üzere, akademik literatürde fonların performansı ile akım arasındaki ilişkiye dönük birçok ampirik çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalarda anılan ilişki genelde varolmakla birlikte doğrusal değildir. Öte yandan ilişkinin konveks mi yoksa konkav mı olduğu fon türüne, çalışmanın yapıldığı ülkeye, pazarlama düzeyine veya fonların geçmiş oynaklık düzeylerine göre farklılık göstermektedir.

2. TÜRKİYE’DEKİ YATIRIM FONU SEKTÖRÜ

Türkiye’deki Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.’de (TEFAS) işlem gören yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 15.02.2019 tarihi itibarıyla 45 milyar TL seviyesindedir.

Grafik 1: TEFAS’ta işlem gören Fonların Toplam Büyüklüğünün Aylık Gelişimi (Milyar TL)



Kaynak: (TEFAS, 2019)

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan “Sermaye Piyasasında Gündem” dergisinin 197 sayılı sayısına (2019) göre, 2018 itibarıyla yurtiçindeki yatırımcıların toplam finansal yatırım tutarı 2,7 trilyon TL’nin üzerinde olup, bunun 1 trilyon TL’den fazlası TL mevduat hesaplarında, 826 milyar TL’si döviz tevdiat hesabında, 536 milyar TL’si devlet iç borçlanma senetlerinde, 111 milyar TL’si pay senetlerinde ve yaklaşık 70 milyar TL’si özel sektör borçlanma araçlarında değerlendirilmektedir. Bu değerler fonların konsolide büyüklüğü ile

kıyaslandığında, yatırımcıların fon sektöründen yeterince faydalanmadığı açıkça ortaya çıkmaktadır.

Grafikte dikkat çeken diğer bir husus ise, 2018 yılının ikinci çeyreğinde fon sektöründe yaşanan ciddi daralmadır. Bunun sebebinin ise 31.08.2018 tarih ve 30521 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 53 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı olduğu düşünülmektedir. Buna göre 31.08.2018 tarihinden itibaren stopaj oranları 3 ay süreyle; vadesiz, ihbarlı ve özel cari hesaplar ile 6 aya kadar (6 ay dahil) vadeli hesaplarda %15’ten %5’e, 1 yıla kadar (1 yıl dahil) vadeli hesaplarda %12’den %3’e, 1 yıldan uzun vadeli hesaplarda %10’dan %0’a indirilmiştir. Bu nedenle 2018 yılının ağustos ayında 56 milyar TL olan toplam fon büyüklüğü, 36 milyar seviyesine kadar gerilemiş, sonrasında ise tekrar toparlanarak 44 milyar TL düzeyine gelmiş ve TL mevduatına dönük bu stopaj indiriminin sona ermesiyle birlikte eski seviyelerine doğru hızla artmaktadır. Anılan karar yatırım fonu yatırımcılarının mevduat getirilerine olan duyarlılığını göstermesi açısından çarpıcı olmakla birlikte, mevduat ve yatırım fonları arasındaki ilişki bu çalışmanın kapsamında incelenmemiştir.

Öte yandan, fon türleri büyüklüklerine göre sıralandığında, fon sektörü borçlanma araçları fonları ve para piyasası fonlarının etkisi altındadır. Aşağıdaki şekilden de görüleceği üzere, bu iki fon türü fon sektörünün %80’den fazlasını oluşturmaktadır. Hisse senedine dayalı fonların büyüklüğü ise olması gereken seviyede değildir. Fon sektöründeki büyüklüklerin mevduata uygulanan stopaj oranlarına bu kadar duyarlı olmasının para piyasası ve borçlanma araçları fonları ile mevduatın yatırımcı nezdinde birbirlerinin ikamesi olarak görülmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Şekil 1: 15.02.2019 tarihi itibarıyla İncelenen Fon Türlerinin Toplam Değere Göre Dağılımı



Kaynak: (TEFAS, 2019)

3. VERİSETİ VE METODOLOJİ

Türkiye'deki fon türlerine 09.07.2013 tarih ve III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 6'ncı maddesinde yer verilmiştir. Bu kapsamda,

a) Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak;

1) Yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu",

2) Yerli ve/veya yabancı ihraççıların paylarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Hisse Senedi Şemsiye Fonu",

3) Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu",

4) Diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Fon Sepeti Şemsiye Fonu",

b) Portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Para Piyasası Şemsiye Fonu",

c) 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 "Katılım Şemsiye Fonu",

ç) Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonları kapsayan şemsiye fonlar "Değişken Şemsiye Fon"

olarak adlandırılır.

Öte yandan Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilan edilen Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'e göre, fon portföyünün tamamı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde sayılan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve ortaklık payları, borçlanma araçları, kira sertifikaları, altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının en az ikisinin ayrı ayrı fon toplam değerine oranı asgari %20,

birlikte fon toplam değerine oranı ise asgari %80 olan fonları kapsayan şemsiye fonlar "Karma Şemsiye Fon" olarak adlandırılır.

Fonlara yapılan giriş çıkışlara ilişkin kısıtlayıcı şartların varlığı dikkate alınarak, yapısı bu çalışmanın amacına uygun olmaması sebebiyle gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, koruma amaçlı fonlar, garantili fonlar ve serbest fonlar verisetine dahil edilmemiştir. Çalışmanın kapsamında dahil bütün fonlar günlük olarak fiyat açıklamakta olup, günlük giriş çıkış imkânı mevcuttur. Bu çalışmada 10 adedi Kıymetli Madenler Fonu, 76 adedi Borçlanma Araçları Fonu, 52 adedi Değişken Fon, 15 adedi Fon Sepeti Fonu, 62 adedi Hisse Senedi Fonu, 4 adedi Karma Fon, 39 adedi Katılım Fonu, 22 adedi Para Piyasası Fonu olmak üzere, toplamda 280 adet yatırım fonuna ilişkin 17.02.2014-15.02.2019 dönemindeki (5 yıllık periyot) günlük pay fiyatı, dolaşımdaki pay sayısı, yatırımcı sayısı ve portföy büyüklüğü bilgileri kullanılmıştır. 302.379 adet satır bulunmakta olan sözkonusu veriseti İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından işletilen TEFAS tarafından yayımlanan bilgilerden derlenmiştir. Anılan veriseti çeşitli filtrelemelerden geçirilmek suretiyle hatalı fon bilgileri veya aktif olmayan fonlar ayıklanmıştır. Bu kapsamda 291.792 satırdan oluşan yeni veriseti elde edilmiştir. Bu verisetinin yıllara ve fon türlerine göre dağılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 1: Verisetinin Fon Türlerine ve Yıllara Göre Dağılımı

	2014*	2015	2016	2017	2018	2019*
Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu	1.960	2.250	2.473	2.502	2.477	325
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	13.039	15.551	1.7001	18.228	18.298	2.408
Değişken Şemsiye Fon	8.031	9.863	11.069	11.672	12.301	1.669
Fon Sepeti Şemsiye Fonu	1.232	1.557	2.466	2.905	3.481	484
Hisse Senedi Şemsiye Fonu	11.609	13.452	14.316	14.750	15.119	2.005
Karma Şemsiye Fon	642	746	740	741	867	131
Katılım Şemsiye Fonu	2.154	3.161	5.590	6.810	8.093	1.226
Para Piyasası Şemsiye Fonu	4.415	5.210	5.384	5.426	5.293	670
Toplam	43.082	51.790	59.039	63.034	65.929	8.918

Kaynak: (TEFAS, 2019)

*2014 yılı 17.02.2014 tarihi ve sonrası, 2019 yılı ise 15.02.2019 tarihi ve öncesini içermektedir.

Yatırımcıların yatırım fonu alım satım işlemlerini tek çatı altında toplamayı hedefleyen TEFAS 09.01.2015 tarihinde faaliyete geçmiştir. Daha önce yatırımcıların bir fonun katılma payını alması için ya fonun kurucusu nezdinde ya da fonun kurucusu ile anlaşmalı bir dağıtım kuruluşu nezdinde, bir hesabının bulunması gerekiyordu. Bu durum ise, yatırımcıları halihazırda hesaplarının bulunduğu büyük bankaların veya iştiraklerinin kurucusu olduğu fonların paylarını almaya yönlendirmekteydi. Özellikle az sayıda şubesi bulunan fon kurucuları dezavantajlı bir konumda bulunmakta ve kurucudan bağımsız olarak yatırım fonlarının gösterdiği performans ikinci planda kalmaktaydı. Bu durumu ortadan kaldırarak yatırım fonu

piyasaının daha rekabetçi hale gelmesi ve dağıtım ağı yeterli olmayan ancak performansı iyi olan fonların hak ettiği ilgiyi görmesi amacıyla, yatırımcıların tek bir hesap ile bütün fonların alım satımına imkan sağlayan bu platform kurulmuştur. Bu çalışmadaki inceleme aralığı olan 17.02.2014-15.02.2019 dönemi TEFAS'ın hayata geçtiği 09.01.2015 tarihinden sonraki dönemle büyük oranda örtüşmektedir. Öte yandan yatırımcıların bu platformdan haberdar olup olmadığı veya ne derece kullandığı bu çalışmanın konusu olmayıp, fonların dağıtım kanallarındaki farklılaşmaya ilişkin benzer belirsizlikler yurtdışında yapılan çalışmalar için de geçerlidir.

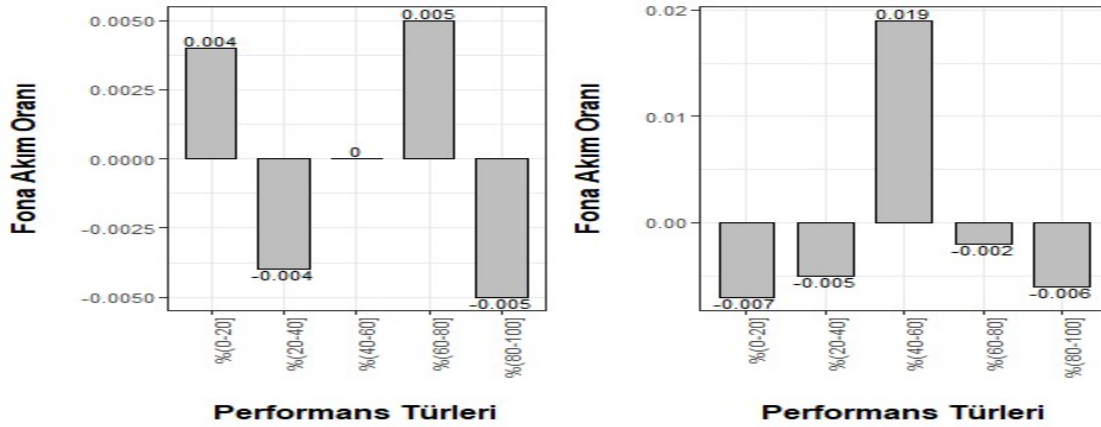
Fonlara yapılan giriş-çıkışlar performanstan kaynaklanabileceği gibi genel makroekonomik durumdan veya diğer yatırım araçlarının getirilerindeki değişimlerden de kaynaklanabilir. Bu etkileri ortadan kaldırma amacıyla, fonların getirileri birbirine kıyaslanmak suretiyle fonların performansına dayalı gruplama yapılmıştır. Akım oranı giriş çıkışlar fonun toplam değerine oranlanarak bulunmuştur. Ayrıca fonların türlere göre akım oranları hesaplanırken, bankalara ait büyük ölçekli fonların verisetine domine etmemesi amacıyla fon büyüklüğüne göre ağırlıklandırılmış ortalama yerine her bir fonun eşit ağırlığa sahip olduğu basit ortalama değeri kullanılmıştır. Ek olarak, grafiksel gösterimde ortalamanın üzerinde ve altında akımların daha net tespit edilebilmesi amacıyla, genel akım oran ortalaması her bir getiri performans grubuna ait akım oranları ortalamasından çıkarılarak, performans gruplarının akım oranları tespit edilmiştir. Örneğin verisetindeki ortalama aylık akımla aynı aylık akım oranına sahip bir performans grubunun grafikteki akım oranı "0" olarak görünecektir.

Anılan fonların getirileri standart sapmalar da dikkate alınarak bulunabilir. Ancak ortalama bir fon yatırımcısının Sharpe rasyosu ve benzeri riski dikkate alan bir getiri yerine ham getiriye baktığı daha gerçekçi kabul edilmek suretiyle, hesaplamalarda mutlak getiri kullanılmıştır. Bu kapsamda fonlar en kötü performans %(0-20], en iyi performans %(80-100] olmak üzere 5 gruba ayrılmıştır. Sonrasında ise bu gruplardaki fonlara yapılan net girişlerin/çıkışların aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık bazda farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir. Dolayısıyla aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık veriler farklı fonların aynı zaman dilimindeki verilerini içerdiği gibi, aynı fonların farklı zaman dilimindeki verilerini de içermektedir. Günlük %10 ve üzerinde getiri, zarar, giriş ve çıkış gösteren veriler, verisetini domine edebilecek aşırı uç değerlerden, hatadan veya birleşme, bölünme veya benzer bir sıradışı nedenden kaynaklanabileceği için günlük verisetinden çıkarılmıştır. Aylık ve 3 aylık verisetlerinde bu oran %50, 6 aylık verisetinde %60, yıllık verisetinde ise %80 olarak dikkate alınmıştır.

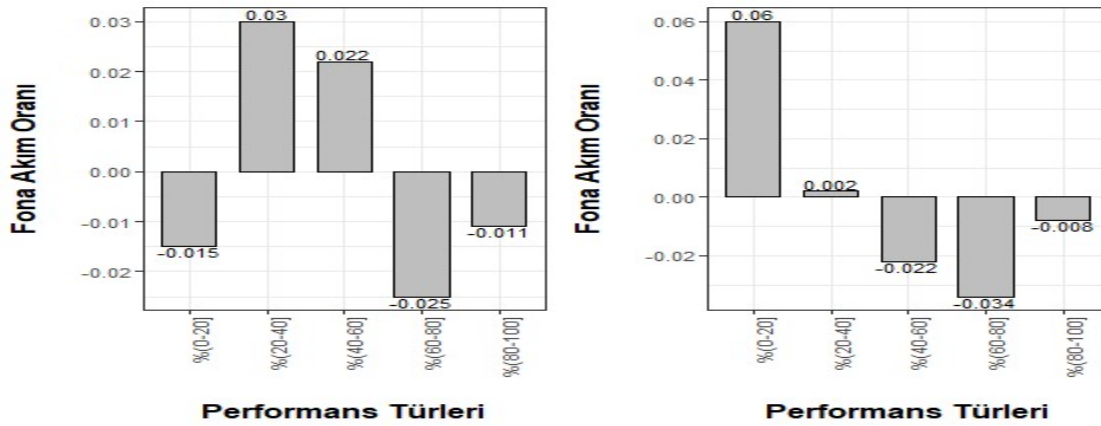
4. BULGULAR

2019 yılına, ilk yarısına, ilk çeyreğine ve o yılın Şubat ayına ait veriler, yalnızca 15.02.2019 tarih ve öncesini içermekte iken, 2014 yılına, ilk çeyreğine, ilk yarısına ve o yılın Şubat ayına ait veriler 17.02.2014 tarih ve sonrasını içermektedir. Bu bilgiler ışığında, öncelikle aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık bazda getiri ve aynı dönemdeki akım oranlarına bakılmıştır.

Grafik 2: Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Ötelenmemiş Akım Grafiği

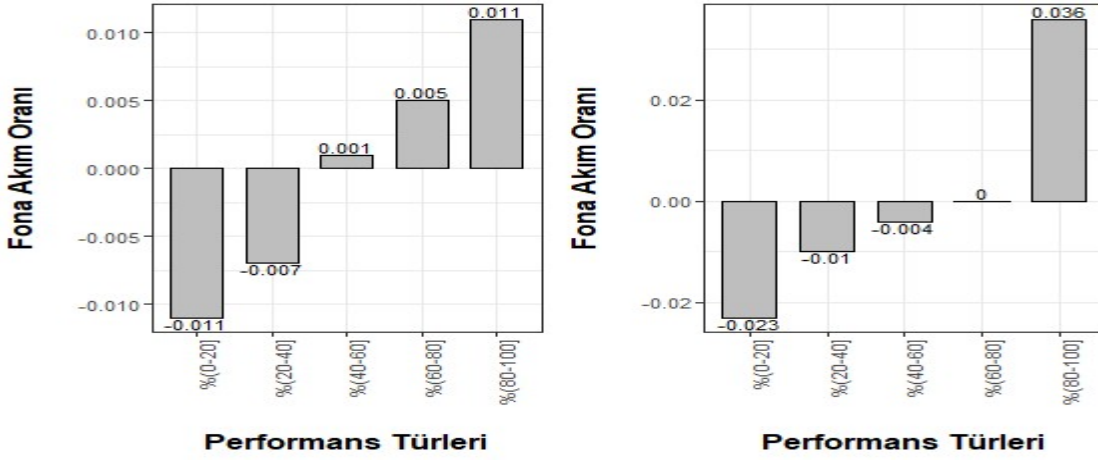


Grafik 3: Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Ötelenmemiş Akım Grafiği

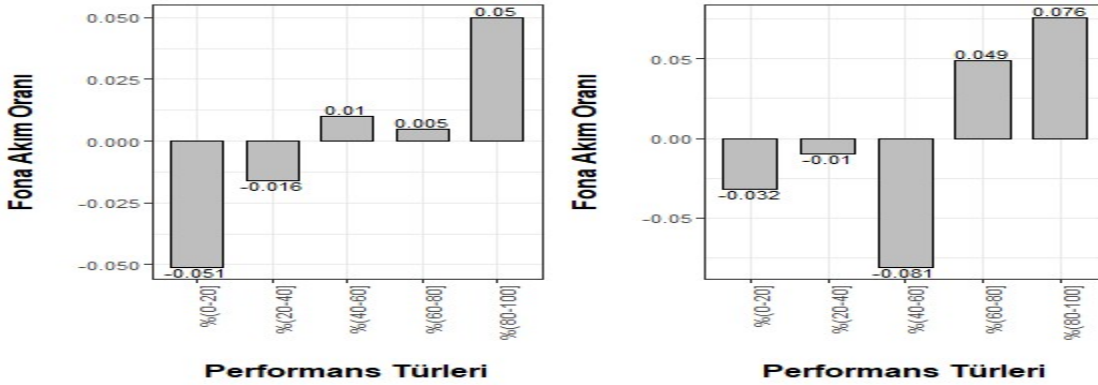


Görüleceği üzere, aynı zaman zarfında karşılaştırma yapılması durumunda performans ile akım arasında pozitif veya negatif yönlü önemli bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak performans ile akımın aynı süreçte gerçekleşmesi, olumlu performansın yatırımcılara ve yatırımcı kararlarına yansımaları zaman alacağı için biraz güçtür. Bu nedenle, akımın performansı takip ettiği varsayımı ile, performans değerleri bir sonraki dönemdeki akım değerleri ile kıyaslanmıştır. Örneğin aylık grafikte esas alınan akım değeri bir sonraki ay iken, 3 aylık grafikte, bir sonraki 3 aydır. Diğer bir deyişle performans ile getiri arasında tablonun türüne göre bir dönem fark vardır. Bu kapsamda hazırlanan akım değeri ötelenmiş, aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık performans akım grafiklerine aşağıda yer verilmiştir.

Grafik 4: Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği



Grafik 5: Fonların 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

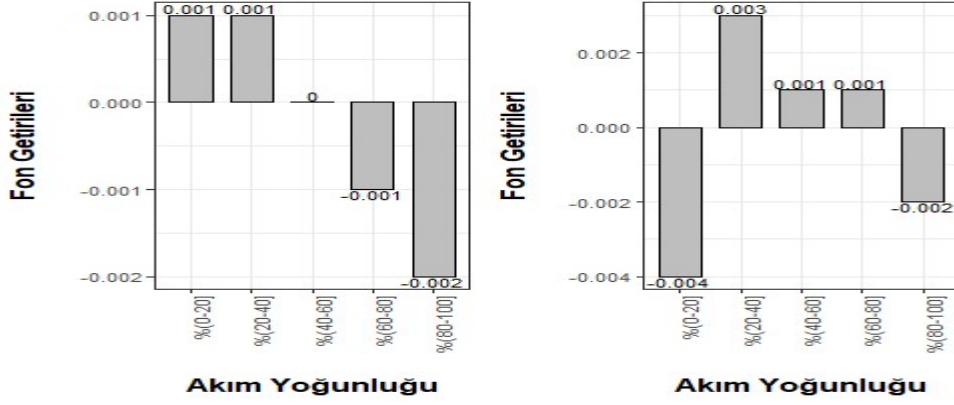


Görüleceği üzere, belirlenen bütün zaman dilimlerinde, fonların performansı ile ortalamanın üzerinde fonlara yapılan girişler arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Yıllık bazdaki performans-akım grafiği dışında, diğer periyotlar birbirine benzer sonuçlar vermektedir: En iyi performansı gösteren fonlara olan ortalamanın üstü akım, diğer fonlara olan akımın çok üzerinde, en kötü performansı gösteren fonlardan ortalamanın altındaki çıkışlar ise, diğer fonlardan çok daha fazladır. Ancak ortadaki performans gruplarında akımın performansa duyarlılığı yüksek görünmemektedir. Dolayısıyla, akımın performans duyarlılığı doğrusal olmayıp, uç performans gruplarına göre doğrusal bir ilişki beklenen düzeyin çok üzerinde olmaktadır.

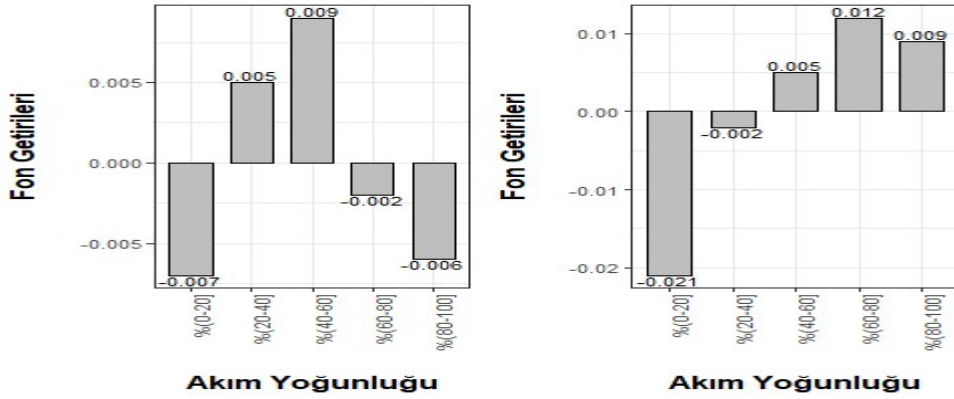
Yukarıda yer verilen grafiklere göre fonlara dönük akım performansı takip etmektedir. Öte yandan yatırımcıların iyi performans gösteren fonların tespit etme hususundaki öngörülerinin ne derece doğru olduğuna da akım performans grafikleri aracılığıyla bakılabilmektedir. Buna göre, fonlara ilişkin en az akım olandan en çok akım olana

doğru yüzdesel 5 grup oluşturulmuştur. Fonlardaki bu akım grupları grafiğin türüne göre bir sonraki döneme ait, ö döneme ait ortalama getiri değerleri çıkarılmak suretiyle bulunmuş getiri değerleri ile karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda ortaya çıkan grafikler aşağıdaki gibidir.

Grafik 6: Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Fon Akım-Ötelenmiş Getiri Grafiği



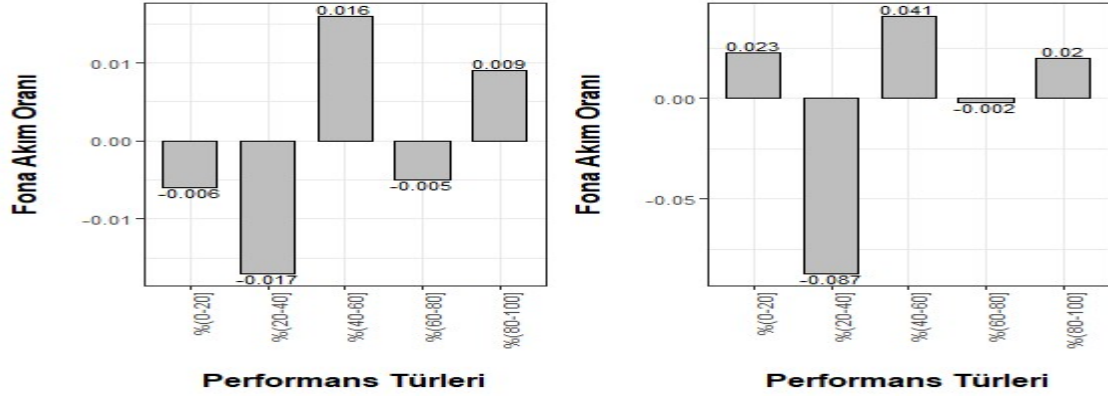
Grafik 7: Fonların 6 Aylık ve Yıllık Bazda Fon Akım-Ötelenmiş Getiri Grafiği



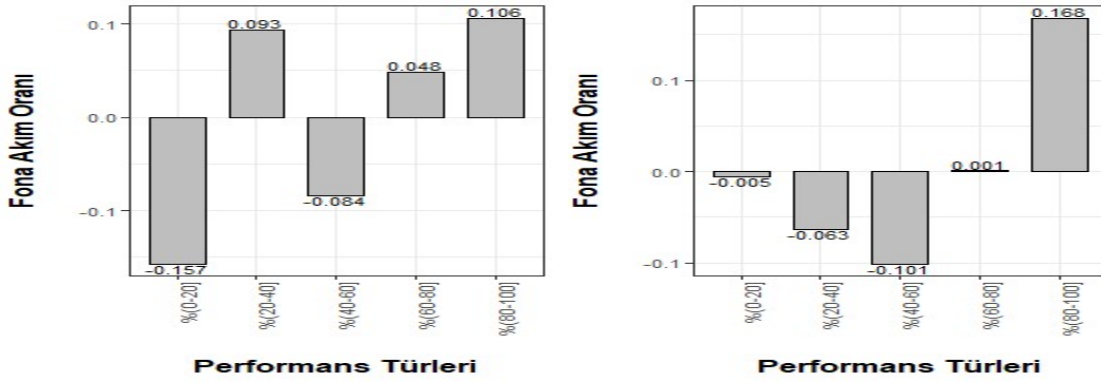
Grafiklerden akım yoğunluğu grupları ile getiriler arasında yıllık bazda hazırlanan grafik hariç düzenli bir ilişkinin var olmadığı görülmektedir. Öte yandan yıllık bazda düzensiz de olsa pozitif yönlü bir ilişki görülmektedir. Ancak bu çalışma 5 yıllık dönemi kapsadığından, diğer grafiklerle desteklenmeyen yıllık grafik tek başına kabul edilmemelidir. Bu çerçevede, genel olarak, yatırımcıların daha iyi performansı fonları önceden tespit edemediğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Yukarıda yer verilen grafikler 280 adet fonun 5 yıllık zaman zarfındaki verilerinden yola çıkarak hazırlanmıştır. Ancak fon türlerine göre yatırımcılar birbirinden farklı davranış özellikleri sergilemektedir. Bu kapsamda, bu çalışmada fon türlerinin performanslarının bir dönem ötelenmiş akım değerleri ile ilişkisi incelenmiştir. İlk olarak tamamı altına dayalı olan Kıymetli Madenler Fonları incelenmiş ve aşağıdaki grafiklerden de görüldüğü üzere, performans ve akım arasında önemli bir ilişki tespit edilememiştir.

Grafik 8: Kıymetli Madenler Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

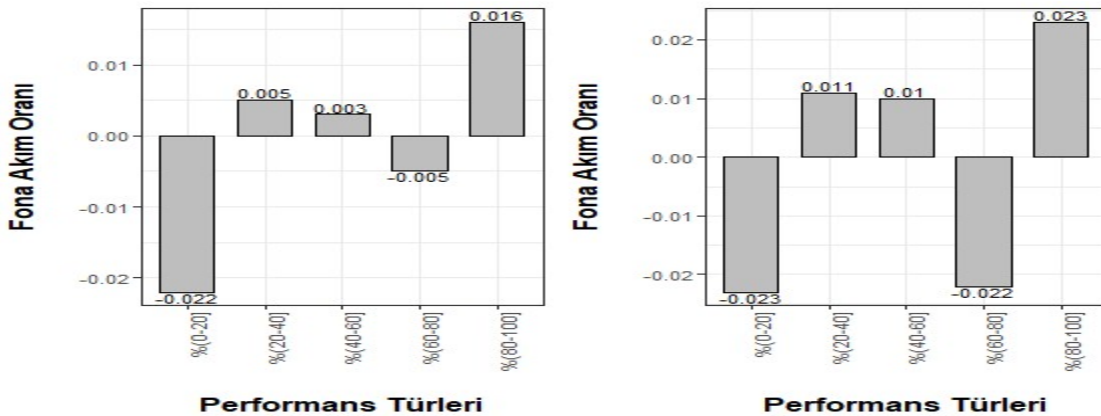


Grafik 9: Kıymetli Madenler Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

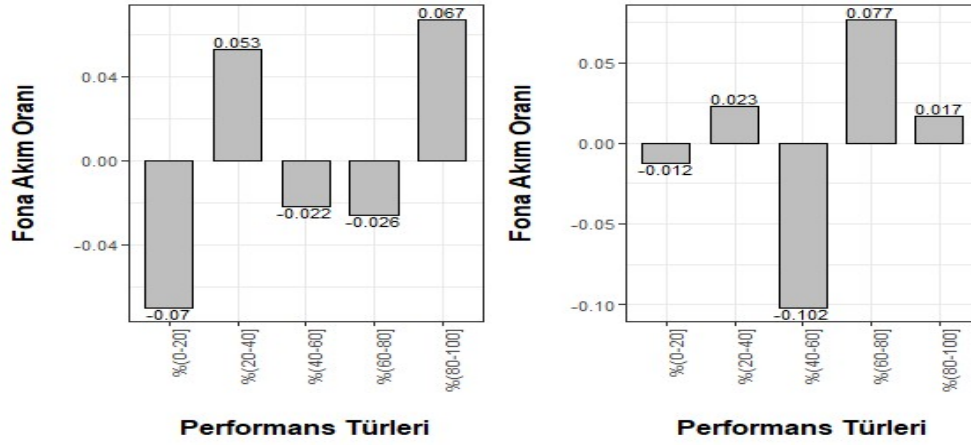


Borçlanma araçlarına dayalı fonlarda ise durum farklıdır. Grafiklere göre, yıllık bazdaki grafik hariç olmak üzere, ortalama performans gösteren fonlara ilişkin net bir fon akım ilişkisi ortaya çıkmamakla birlikte, çok iyi ve çok kötü performans gösteren fonlarda akımların performansa duyarlılığı artmaktadır.

Grafik 10: Borçlanma Araçları Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

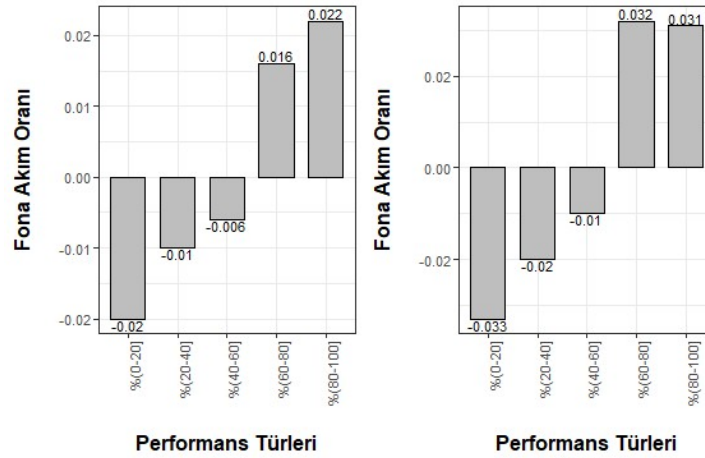


Grafik 11: Borçlanma Araçları Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

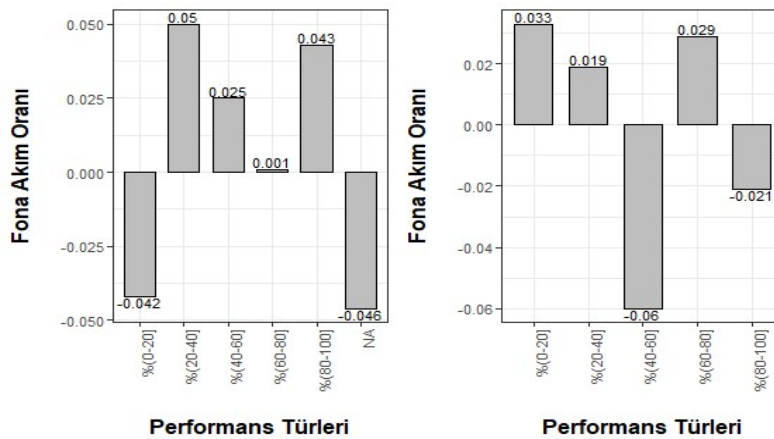


Değişken fonlarda aylık ve 3 aylık grafiklerde performans ve akım arasındaki düzenli ilişki mevcuttur. Fonlar daha iyi performans gösterdikçe fonlara olan girişler de artmakta veya çıkışlar azalmaktadır.

Grafik 12: Değişken Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

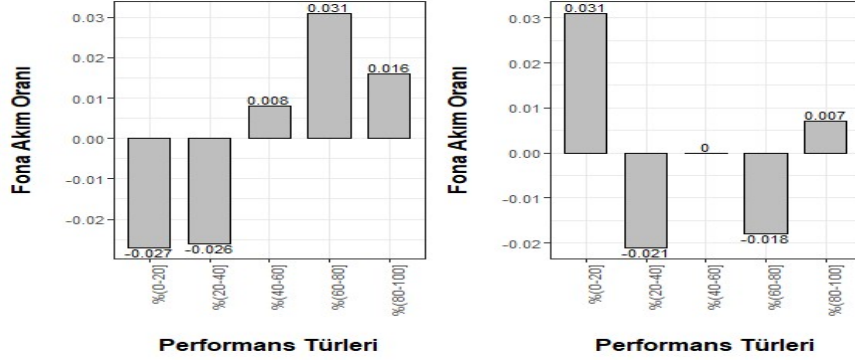


Grafik 13: Değişken Fonların 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

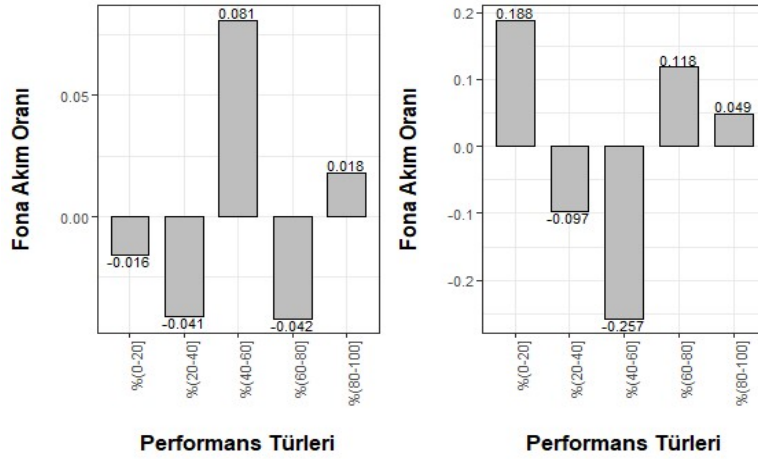


Diğer fonların katılma paylarına yatırım yapan fon türü olan fon sepeti fonlarında, aylık bazda performans ile akım arasındaki ilişki açıkça gözlemlenmektedir. Ancak diğer periyotlarda bu ilişki gözlemlenmemiştir.

Grafik 14: Fon Sepeti Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

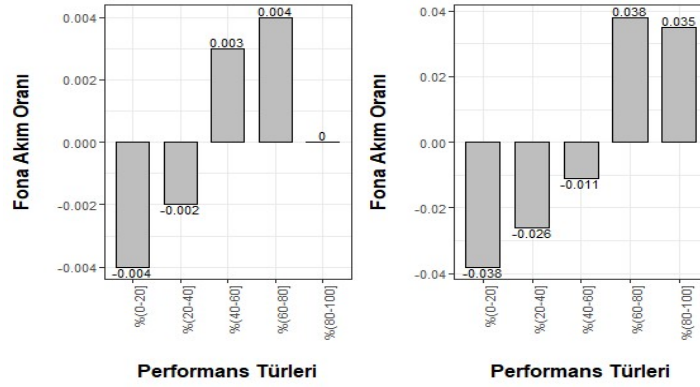


Grafik 15: Fon Sepeti Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

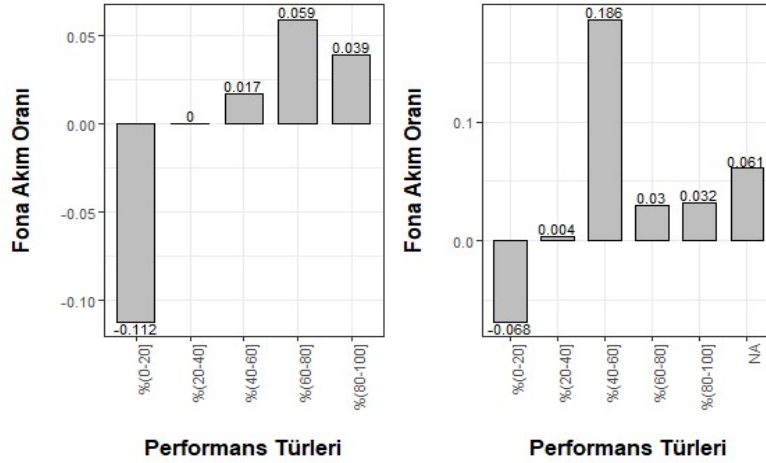


Hisse senedi fonlarında performans yatırımcılar açısından en önemli motivasyon unsurlarından biridir. Bu nedenle literatürdeki ampirik çalışmalar da daha çok hisse senedi ve borçlanma araçları fonlarına odaklanmıştır. Aylık bazda bakıldığında, en iyi performans gösteren fon grubuna ortalamanın üzerinde hiç akım olmaması sebebiyle, performans ile akım arasında düzenli bir ilişki olduğunu söylemek güçtür. Öte yandan 3 aylık periyotta, bu ilişki açıkça görülmektedir. Dolayısıyla hisse senedi fonlarında diğer fonlara göre, yatırımcıların daha uzun periyotu esas alan bir bakış açısına sahip görünmektedir.

Grafik 16: Hisse Senedi Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

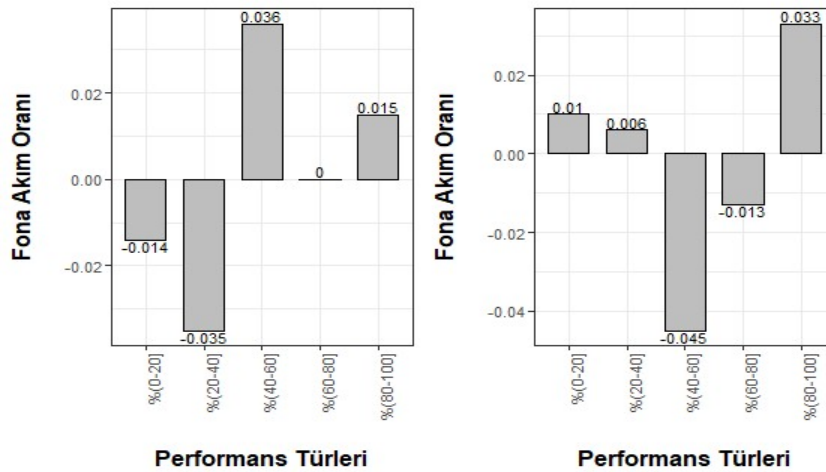


Grafik 17: Hisse Senedi Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

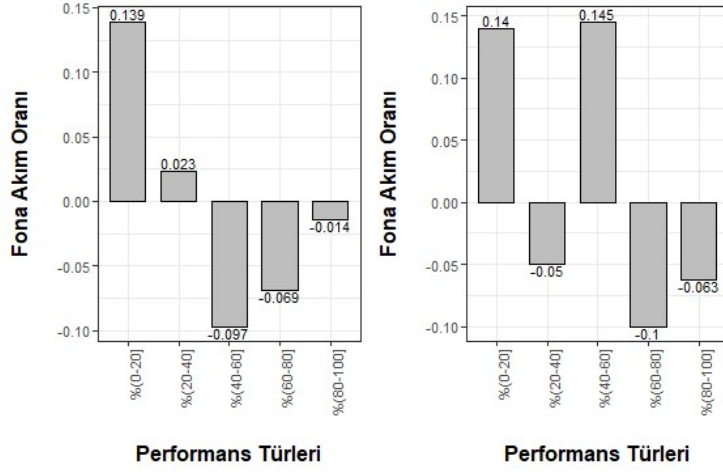


Karma fonlara ilişkin grafik aşağıdaki gibi olmakla birlikte, yalnız 4 adet karma fon olduğu dikkate alındığında, karma fonlara ilişkin sağlıklı grafiklerin oluşturulması için yeterli verinin mevcut olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Grafik 18: Karma Fonların Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

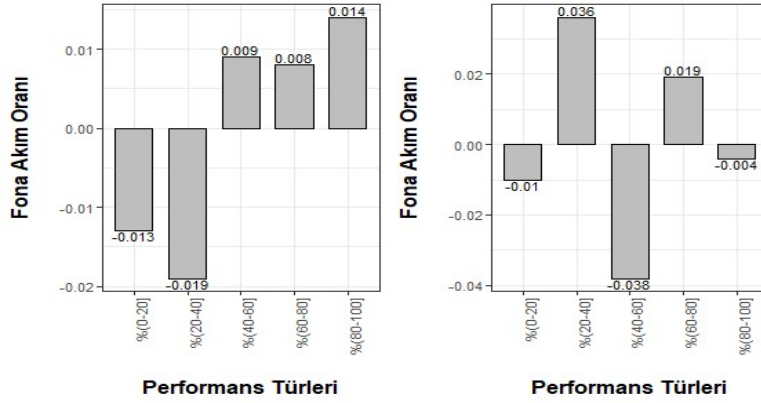


Grafik 19: Karma Fonların 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

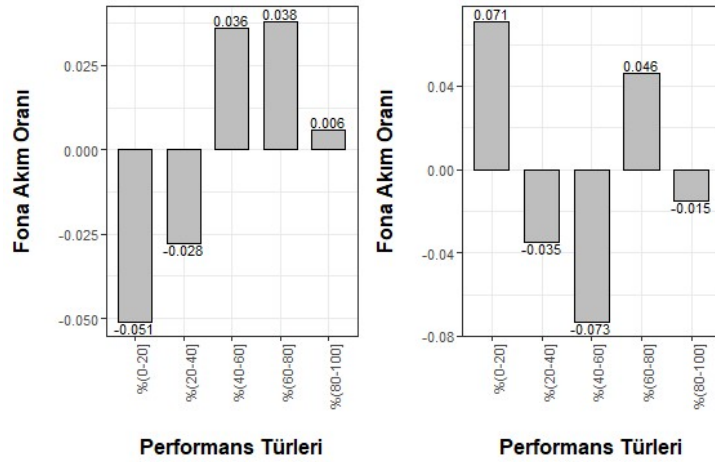


Faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyleri yöneten katılım fonlarında ise aylık bazda performans ve akım arasındaki ilişki açıkça görülmektedir. Ancak bu ilişki fonların genelindeki gibi uçlara doğru artan bir duyarlılık sergilememektedir.

Grafik 20: Katılım Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği

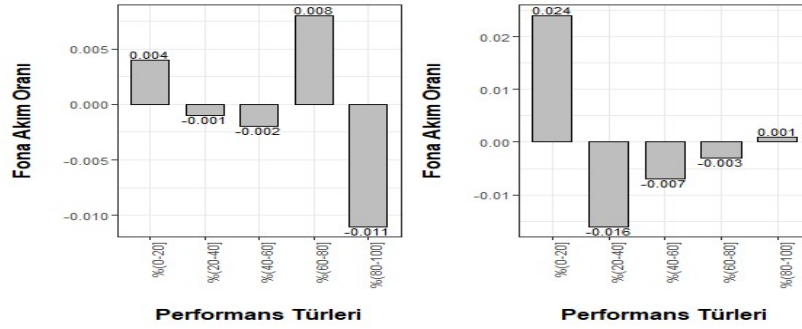


Grafik 21: Katılım Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği

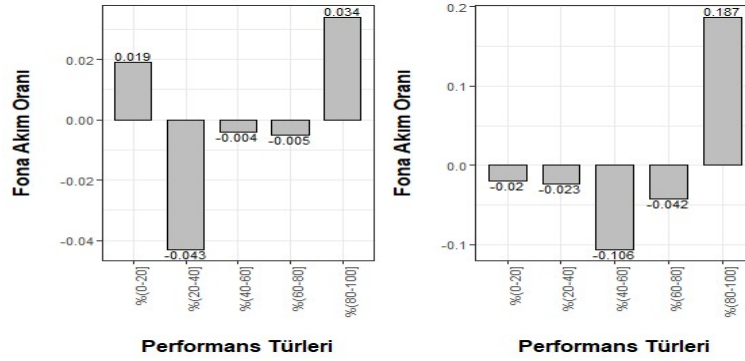


Para Piyasası Fonlarının vadesi çok kısa olduğu ve yatırımcılar açısından doğrudan getiri dışında fa fonksiyonlara sahip oldukları için bu fonlara olan akımın performans duyarlılığının çok olması beklenmez. Ayrıca genelde fonlar arasında getiri düzeyleri arasındaki farklılıklar düşük düzeydedir. Zaten aşağıda yer verilen grafikler de bu beklentiye doğrulamaktadır. Bu tür fonlara olan akım ile performans arasında doğrudan bir ilişki gözlemlenmemiştir.

Grafik 22: Para Piyasası Fonlarının Aylık ve 3 Aylık Bazda Performans-Akım Grafiği



Grafik 23: Para Piyasası Fonlarının 6 Aylık ve Yıllık Bazda Performans-Akım Grafiği



5. SONUÇ

Bu çalışmada, aynı zaman zarfında karşılaştırma yapılması durumunda performans ile akım arasında pozitif veya negatif yönlü önemli bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak olumlu veya olumsuz fon performansının yatırımcılara ve yatırımcı kararlarına yansımaları zaman almaktadır. Bu nedenle, performans değerleri bir sonraki aylık, 3 aylık, 6 aylık ve yıllık dönemlerdeki akım değerleri ile kıyaslanmıştır. Bu çerçevede, fonların performansı ile ortalamanın üzerinde fonlara yapılan girişler arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Genelde en yüksek performanslı fonlara olan talep, ortalama fon talebinin çok üzerinde iken, en kötü performansı gösteren fonlardan ortalama fazla çıkışlar ise, ortalama çıkışın çok

üzerindedir. En iyi ve en kötü performanslı fon grupları dışındaki gruplarda akımın performansa duyarlılığı büyük değişiklikler göstermemektedir. Dolayısıyla, akımın performans duyarlılığı doğrusal olmayıp, uç performans gruplarına göre doğrusal bir ilişkiden beklenen düzeyin çok üzerinde olmaktadır.

Yatırımcıların iyi performans gösteren fonların tespit etme hususundaki öngörülerinin ne derece doğru olduğuna akımın sonraki dönemdeki performansla kıyaslanması suretiyle bakıldığında ise, daha fazla yatırımcı ilgisi gören fonların daha iyi performans getirdiğine dair bir bulguya ulaşılamamıştır. Bu çerçevede, genel olarak, yatırımcıların daha iyi performansı fonları önceden tespit edemediğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Öte yandan, fon türlerine göre yatırımcılar birbirinden farklı davranış özellikleri sergilemektedir. Bu kapsamda yapılan incelemede özetle, kıymetli madenler fonları, diğer fonların katılma paylarına yatırım yapan fon türü olan fon sepeti fonlarında, karma fonlarda ve para piyasası fonlarında performans ve akım arasında önemli bir ilişki tespit edilememiştir. Borçlanma araçlarına dayalı fonlarda ise durum farklıdır. Buna göre ortalama performans gösteren fonlara ilişkin net bir fon akım ilişkisi ortaya çıkmamakla birlikte, çok iyi ve çok kötü performans gösteren fonlarda akımların performansa duyarlılığı artmaktadır. Faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyleri yöneten fon türü olan katılım fonlarında aylık bazda performans ve akım arasındaki ilişki mevcuttur. Ancak bu ilişki fonların genelindeki gibi uçlara doğru artan bir duyarlılık sergilememektedir. Değişken fonlarda da aylık ve 3 aylık grafiklerde performans ve akım arasındaki düzenli ilişki mevcuttur. Fonlar daha iyi performans gösterdikçe fonlara olan girişler de artmakta veya çıkışlar azalmaktadır. Hisse senedi fonlarında aylık bazda bakıldığında, en iyi performans gösteren fon grubuna ortalamanın üzerinde hiç akım olmaması sebebiyle, performans ile akım arasında düzenli bir ilişki olduğunu söylemek güçtür. Öte yandan 3 aylık periyotta, bu ilişki açıkça görülmektedir. Dolayısıyla hisse senedi fonlarındaki aylık ve 3 aylık değerlerdeki farklılaşmayı, bu fonların diğer fonlara göre, yatırımcıların yatırım kararlarında daha uzun periyotu dikkate aldığı şeklinde yorumlamak mümkündür.

KAYNAKÇA

- Agarwal, V., Daniel, N. D. & Naik, N. Y. (2004). Flows, performance, and managerial incentives in hedge funds. *Working paper*, 30.
- Arbaa, O., Varon, E. & Benzion, U. (2017). The Effect of Performance on Israeli Equity Fund Flows. *Accounting and Finance Research*, 6(4), 272-284.
- Berk, J. & Tonks, I. (2007). Return Persistence and Fund Flows in the Worst Performing Mutual Funds. *NBER Working Paper, No. w13042*, 20.
- Brborovic, D. & Posedel, P. (2014). The Relation between Performance and Flows of Mutual Funds: Case of the Croatian Fund Market. *Applied Mathematics*, 5(19), 3067-3078.
- Brown, K., Harlow, V. & Starks, L. (1996). Of tournaments and temptations: an analysis of managerial incentives in the mutual fund industry. *Journal of Finance*, 51, 85–110.
- Brown, S. J., Goetzmann, W. N. & Park, J. (2001). Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry. *The Journal of Finance* 56(5), 1869-1886.
- Chen, Q., Goldstein, I. & Jiang, W. (2010). Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows. *Journal of Financial Economics*, 97, 239–262.
- Chen, Y. & Qin, N. (2017). The Behavior of Investor Flows in Corporate Bond Mutual Funds. *Management Science*, 63(5), 1271.
- Chevalier, J. & Ellison, G. (1997). Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 1167–1200.
- Christoffersen, S. E. & Musto, D. K. (2002). Demand Curves and the Pricing of. *Review of Financial Studies* 15, 499–1524.
- Christoffersen, S. E. & Xu, H. (2017). Investor Attrition and Fund Flows in Mutual Funds . *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 867-893.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F. & Ramos, S. B. (2013). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 17(2), 483–525.
- Festinger, L. (1957). *A theory of cognitive dissonance*. Stanford University Press.
- Getmansky, M., Lee, P. A. & Lo, A. W. (2015). Hedge Funds: A Dynamic Industry In Transition. *NBER Working Paper No. 21449*, 104.
- Goetzmann, W. N. & Peles, N. (2002). Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors. *Journal of Financial Research*, 20/2, 145-58.
- Goldstein, I., Jiang, H. & Ng, D. T. (2017). Investor flows and fragility in corporate bond funds. *Journal of Financial Economics*, 126, 592-613.
- Gruber, M. J. (1996). Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 3, 783-810.
- Guercio, D. D. & Tkac, P. (2002). The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523-557.
- Huang, J. C., Wei, K. D. & Yan, H. (2012). Investor Learning and Mutual Fund Flows. *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*, 25-27.

- Huang, J., Wei, K. D. & Yan, H. (2007). Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance . *The Journal of Finance*, 62(3), 1273-1311.
- Ippolito, R. (1992). Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from mutual funds. *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, 45-70.
- Ivkovic, Z. & Weisbenner, S. (2009). Individual investor mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 223-237.
- Jain, P. C. & Wu, J. S. (2000). Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows. *The Journal of Finance*, 55(2), 937-958.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 389-416.
- Kaniel, R. & Parham, R. (2017). WSJ Category Kings – The impact of media attention on consumer and mutual fund investment decisions. *Journal of Financial Economics* 123(2), 337-356.
- Leung, D. & Kwong, M. (2018). The Flow-Performance Relationship in Emerging Market Bond Funds. *Hong Kong Institute For Monetary Research Working Paper No.4/2018*, 23.
- Lynch, A. W. & Musto, D. K. (2003). How Investors Interpret Past Fund Returns. *The Journal of Finance*, 2033-2058.
- Sermaye Piyasasında Gündem. (2019 Şubat Sayısı). 17.02.2019 tarihinde https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2019/02/GUNDEM_SUBAT_2019-1.pdf sayfasından erişilmiştir.
- Sirri, E. R. & Tufano, P. (1998). Costly Search and Mutual Fund Flows. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.5, 1589-1622.
- Spiegel, M. I. & Zhang, H. (2013). Mutual Fund Risk and Market Share Adjusted Fund Flows. *Journal of Financial Economics* 108(2), 506-528.
- TEFAS Tarihsel Veriler. 17.02.2019 tarihinde www.tefas.gov.tr sayfasından erişilmiştir.
- Wermers, R. (2003). Is money really “smart”? New evidence on the relation between mutual fund flows, manager behavior, and performance persistence. *Working paper*, 36-37.
- Zhao, X. (2005). Determinants of Flows into Retail Bond Funds. *Financial Analysts Journal*, 61(4), 47–59.

Summary

Although there is a large literature on mutual funds in Turkey, their main concern tends to be performance measurement indicators along with rankings. Unlike previous researches in this topic, main purpose of this study is to empirically determine whether there is a relationship between net inflows to mutual funds and their past performance and to find out nature of this relationship. This paper examines the impact of the most recent performance of mutual funds on their net inflows, using the data between February 2014 and February 2019. The data include daily unit price, number of units in circulation, portfolio size of 280 mutual funds actively operating in Turkey. The data for this paper is obtained through the publicly- available website of Turkey Electronic Fund Trading Platform, in which investors can buy and sell units of all mutual funds operating in Turkey from a single platform. Hence, comprehensive and random nature of the data minimizes selection bias that would arise from a sample unrepresentative of the population such as a group of investment funds that represent only one specific group, undermining randomness of the data.

The analysis in this paper is conducted for every type of mutual funds along with overall industry level. Mutual funds in this study consist of 8 different types, namely Precious Metal Funds, Fixed Income Funds, Variable Funds, Fund of Funds, Equity Funds, Balanced (Mixed) Funds, Participation Funds and Money Market Funds. In order to better capture differences within fund categories, funds in their respective fund types are divided into 5 categories according to their performance level. In the graphs, (0-20)% category represents the worst performers while (80-100)% category is proxy for the best performers. Although performance can be measured in various ways, given the fact that level of financial sophistication among retail investors isn't high, this paper makes use of rudimentary return ratio instead of risk adjusted return ratios in calculations. The other variable, net inflow is described as the net growth rate in total assets stemming from participation of new investors. Thus, one must deduct portfolio returns from overall growth just to find amount of net inflow. Then net inflow ratio shows ratio of net inflow to net asset value of funds. One caveat is that what are really critical here are not inflow ratios of funds in and of itself as inflows and outflows are heavily dependent on overall market sentiments but relative levels of those ratios across different performance categories. Another point worth mentioning is that mutual funds are considered equal weight in all calculations in order not to skew findings in favor of funds with large asset under management.

To facilitate comparability both across mutual funds and within the time series of each fund, values for 4 different time periods, namely one month, three months, six months and a year, which are considered to be in line with investment horizons of retail investors, are derived from daily values in the data set. This paper finds no strong evidence across mutual fund types that shows a link between the mutual funds' performance and net inflow within the same period as the impact of fund performance on investors' behavior takes time. Therefore, it makes better sense to analyze how net return in the current period shapes up net inflow in the next period. In other words, there is one period lag between net inflow ratio and net return in comparison.

Based on the methodology, in which fund performances in current selected time periods, stack up against fund flows in next periods, this study indicates positive relationship between past performance and flow in the Turkish mutual fund industry. This relationship tends to be non-linear, suggesting flow-performance sensitivity is stronger for funds with best performance (inflow above industry average) and worst performance (outflow above industry average) while it is weaker for funds with average performance.

As for the funds with no extreme performance, fund flows are less sensitive to fund performance. Also, this study finds different sensitivity levels among investors across the fund

types. While Precious Metal Funds, Fund of Funds, Balanced Funds and Money Market Funds show no strong performance-inflow relationship as expected since returns in those types of funds don't significantly differentiate from one another, Fixed Income Funds exhibit high performance-inflow sensitivity. On the other hand, performance sensitivity levels of Equity Funds, Variable Funds and Participation Funds vary across selected time periods. This study also examines impact of net inflows on fund performance. This aims to determine whether investors are good at picking mutual funds with high performance. As a result, this study finds no evidence showing that high-inflow funds significantly outperform low-inflow funds over selected time periods.

Keywords: Mutual Funds, Fund Performance, Fund Flow, Fund Types, Investor Behaviours