T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KATILIM FONLARI İLE GELENEKSEL FONLARIN YÖNETİM PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ

Berker Aytuğ TAMER

2501151462

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. İbrahim SIRMA

İSTANBUL – 2024

ÖZ

KATILIM FONLARI İLE GELENEKSEL FONLARIN YÖNETİM PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ

Berker Aytuğ TAMER

Bu tez, katılım fonları ile geleneksel fonların yönetim performanslarını karşılaştırmalı olarak değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Katılım Fonları, Katılım Bankalarının ve Portföy Yönetim Şirketlerinin yatırım aracı olarak sunduğu, faizsiz finans prensiplerine uygun olarak çalışan ve yatırımcılara ortaklık payı sağlayan fonlardır.

Geleneksel fonlar ise, faizli finans sisteminde yer alan ve yatırımcılara sabit veya değişken getiri sunan fonlardır. Bu tezde, katılım fonları ile geleneksel fonların getiri, risk, Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen's Alfa oranı gibi performans ölçütleri açısından farklılıkları incelenmiştir. Ayrıca, bu fonların performanslarını etkileyen faktörler arasındaki ilişkiler de regresyon analizi ile test edilmiştir.

Sonuç olarak, bu tez, katılım fonları ile geleneksel fonların yönetim performanslarının farklı olduğunu ve bu farklılığın faizsiz finans prensipleri ile açıklanabileceğini ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler: Katılım Fonları, Geleneksel Fonlar, Yönetim Performansı, Faizsiz Finans, Yatırım Fonları, Performans Ölçümü.

ABSTRACT

COMPARATIVE EVALUATION OF THE MANAGEMENT PERFORMANCE OF PARTICIPATION FUNDS AND TRADITIONAL FUNDS

Berker Aytug TAMER

This thesis aims to comparatively evaluate the management performances of participation funds and traditional funds. Participation funds are funds offered as investment instruments by participation banks and portfolio management companies, operating in accordance with interest-free finance principles and providing partnership shares to investors.

Traditional funds, on the other hand, are funds that are included in the interest-based financial system and offer fixed or variable returns to investors. In this thesis, the differences between participation funds and traditional funds in terms of performance measures such as return, risk, Sharpe ratio, Treynor ratio and Jensen‘s Alpha are examined. In addition, the relationships between the factors affecting the performance of these funds were tested with regression analysis.

As a result, this thesis revealed that the management performances of participation funds and traditional funds are different and that this difference can be explained by interest-free finance principles.

Keywords: Participation Funds, Traditional Funds, Management Performance, Interest-Free Finance, Investment Funds, Performance Measurement.

ÖNSÖZ

21. Yüzyıl'ın ilk çeyreğinde Dünya ve Türkiye'de yaşanan enflasyon ve benzer stresler yatırımcıları enflasyon üstü getiri elde etmeye ve bu getiriye elde edebilecek enstrümanları bulmaya itmektedir. Yatırımcıların yönelebileceği enstrümanların başında sermaye piyasası ürünleri gelmektedir.

Sermaye Piyasası Fonları, profesyonel olmayan yatırımcıların bile rahatlıkla ulaşabileceği ve yatırımcıların zaman tasarrufu, bilgi düzeyi, kolaylık gibi nedenler ile yönelebileceği portföy yönetim şirketleri ve bankaların ihraç ettiği sermaye piyasası enstrümanlarıdır. Özellikle bilgi düzeyi sınırlı olan yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm yatırımcıların ülkemizde bankalar ve yatırım şirketleri aracılığı ile satın alabildikleri ve fon içeriği gözeterek portföylerini çeşitlendirmek adına yatırım yaptıkları araçlardır.

Ülkemizde sermaye piyasası fonlarına olan ilgi son yıllarda artış eğiliminde olsa bile ülke nüfusuna oran ile düşünüldüğünde talep hala kısıtlı düzeyde kalmaktadır. Gelecek nesillerin finansal okur-yazarlık, bilgi ve farkındalık düzeyinin artırılarak ilgili enstrümanlara olan ilgi düzeyinin artırılması hedeflenmelidir.

Tezi yazım sürecinde her türlü desteğini benden esirgemeyen değerli danışman hocam Doç. Dr. İbrahim SIRMA' ya, kıymetli eşim Ceyda Dilara TAMER' e, kızım İdil Tuna TAMER' e ve kıymetli dostum Ömer Faruk YAYLA 'ya teşekkür ederim.

Berker Aytuğ TAMER

01.05.2024

İÇİNDEKİLER

ÖZ ii
ABSTRACT iii
ÖNSÖZ iv
TABLOLAR LİSTESİ ix
ŞEKİLLER LİSTESİ xi
GRAFİKLER LİSTESİ xii
KISALTMALAR LİSTESİ xiii
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

FON

1.1. Yatırım Fonu Avantajları 5
1.2. Yatırım Fonu Türleri 9
1.2.1. Fon Katılma Belge Sayılarına Göre Fon Türleri 9
1.2.2. Portföy Yapılarına Göre Yatırım Fon Türleri 10
1.2.2.1. Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu 10
1.2.2.2. Hisse Senedi Şemsiye Fonu 10
1.2.2.3. Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu 11
1.2.2.4. Fon Sepeti Şemsiye Fonu 11
1.2.2.5. Para Piyasası Şemsiye Fonu 12
1.2.2.6. Katılım Şemsiye Fonu 12
1.2.2.7. Değişken Şemsiye Fon 13
1.2.2.8. Serbest Şemsiye Fon 14
1.2.2.9. Garantili Şemsiye Fon 15
1.2.2.10. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu 15
1.3. Yatırım Fonlarının Kuruluşu 16
1.4. Yatırım Fonlarının Fiyatlandırması 19
1.5. Yatırım Fonu Yönetim İlkeleri 21
1.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi 23
1.5.2. Profesyonel Yönetim İlkesi 23
1.5.3. İnançlı Mülkiyet İlkesi 24

1.5.4. Mal Varlığının Korunması İlkesi 24
1.5.5. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi 25
1.6. Dünyada Fon Kavramı ve Gelişimi 25
1.7. Türkiye'de Fon Kavramı ve Gelişimi 28

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZSİZ FİNANS SİSTEMİ

2.1. Faizsiz Finans İlkeleri 32
2.2. İslami Finansta Finansal Enstrümanlar 34
2.2.1. Destek Uygulamalar 35
2.2.1.1. Teverruk 35
2.2.1.2. Karz 36
2.2.1.3. Vekalet 36
2.2.2. Ticaret Modelleri 37
2.2.2.1. Murabaha 37
2.2.2.2. Selem (İleriye Dönük Satın Alma) 37
2.2.2.3. İstisna (Siparişe Dayalı Satın Alma) 37
2.2.2.4. İcare 38
2.2.3. Ortaklık Modelleri 39
2.2.3.1. Mudarabe 39
2.2.3.2. Müşareke 39
2.2.4. Diğer Finansman Modelleri 40
2.2.4.1. Sukuk 40
2.2.4.2. Tekafül 43
2.3. Faizsiz Enstrümanların Dünyada Kullanımı 44
2.4. Faizsiz Enstrümanların Türkiye'de Kullanımı 48

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FON VE PERFORMANS ÖLÇÜMLERİ

3.1. Getiri Ölçüm Yöntemleri 53
3.1.1. Mutlak Getiri 53
3.1.2. Göreli Getiri 54
3.1.3. Logaritmik Getiri 54
3.1.4. Geometrik Getiri 54

3.2. Risk Ölçüm Yöntemleri 55
3.2.1. Standart Sapma Yöntemi 55
3.2.2. Beta Katsayısı Yöntemi 55
3.3. Toplam Risk Temelli Yöntemler 56
3.3.1. Sharpe Oranı 56
3.3.2. M^2 Oranı 57
3.3.3. Sortino Oranı 58
3.4. Sistematik Riske Göre Ölçüm Yöntemleri 59
3.4.1.Treynor Oranı 59
3.4.2.Treynor Kare (T^2) Oranı 60
3.4.3. Jensen's Alfa Oranı 60
3.4.4. Değerleme Oranı 61
3.5. Performans Değerleme Ölçüm Karşılaştırma 62

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FON YILLIK PERFORMANS GELİŞİMLERİ

4.1. Hisse Senedi Yoğun Fonların Performansları 66
4.1.1. Hisse Senetlerinin Sharpe Oranı ile Kıyaslanması 69
4.1.2. Hisse Senetlerinin Treynor Oranı ile Kıyaslanması 72
4.1.3. Hisse Senetlerinin Jensen's Alfa Oranı ile Kıyaslanması 75
4.2. Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonlarının Performansları 78
4.2.1. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması 81
4.2.2. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması 83
4.2.3. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması 85
4.3. Döviz Borçlanma Fonlarının Performansları 88
4.3.1. Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması 90
4.3.2. Döviz Borçlanma Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması 93
4.3.3. Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması 96
4.4. Borçlanma Araçları Fonlarının Performansları 99
4.4.1. Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması 103

4.4.2. Borçlanma Araçlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması 106
4.4.3. Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması 108
4.5. Altın Fonlarının Performansları..... 111
4.5.1. Altın Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması 113
4.5.2. Altın Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması 115
4.5.3. Altın Fonlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması 118
SONUÇ..... 120
KAYNAKÇA 132

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Kapalı Uçlu ve Açık Uçlu Yatırım Fonları 9
Tablo 3.1: .Kriterlere Göre Fon Performansının Karşılaştırılması 62
Tablo 4.1: TEFAS ve BEFAS Değerleri 65
Tablo 4.2: İncelenen Hisse Senedi Yoğun Fonlar 66
Tablo 4.3: İncelenen Hisse Senedi Yoğun Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri 67
Tablo 4.4: Hisse Senetleri Sharpe Oranları 70
Tablo 4.5: Hisse Senetleri Treynor Oranları 73
Tablo 4.6: Hisse Senetleri Jensen's Alfa Oranları 76
Tablo 4.7: İncelenen Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları 79
Tablo 4.8: İncelenen Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri 79
Tablo 4.9: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları 81
Tablo 4.10: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları 83
Tablo 4.11: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları 86
Tablo 4.12: İncelenen Döviz Borçlanma Araçları Fonları 88
Tablo 4.13: İncelenen Döviz Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri 89
Tablo 4.14: Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranları 91
Tablo 4.15: Döviz Borçlanma Fonlarının Treynor Oranları 94
Tablo 4.16: Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranları 97
Tablo 4.17: İncelenen Borçlanma Araçları Fonları 100
Tablo 4.18: İncelenen Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri 101
Tablo 4.19: Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları 103
Tablo 4.20: Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları 106
Tablo 4.21: Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları 109
Tablo 4.22: İncelenen Altın Fonları 111
Tablo 4.23: İncelenen Altın Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri 112

Tablo 4.24: Altın Fonlarının Sharpe Oranları 113
Tablo 4.25: Altın Fonlarının Treynor Oranları 116
Tablo 4.26. Altın Fonlarının Jensen's Alpha Oranları 118

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Kolektif Yatırım Sürecinde Yer Alan Kuruluşlar 3
Şekil 2.1: İslami Finansta Yer Alan "Finansal Yöntemler" 35

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 4.1: Hisse Fonları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği 69
Grafik 4.2: Hisse Senedi Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği 72
Grafik 4.3: Hisse Senedi Fonlarının Treynor Oranları Grafiği 75
Grafik 4.4: Hisse Senedi Fonlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği 78
Grafik 4.5: Kısa Vadeli Borçlanma Araçları 2019-2023 Getiri ve Büyüklük Grafiği 80
Grafik 4.6: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları Grafiği 83
Grafik 4.7: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları Grafiği 85
Grafik 4.8: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği ... 87
Grafik 4.9: Döviz Borçlanma 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği 90
Grafik 4.10: Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği 93
Grafik 4.11: Döviz Vadeli Borçlanma Fonlarının Treynor Oranları Grafiği 96
Grafik 4.12: Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği 99
Grafik 4.13: Borçlanma Araçları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği 103
Grafik 4.14: Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları Grafiği 105
Grafik 4.15: Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları Grafiği 108
Grafik 4.16: Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği 111
Grafik 4.17: Altın Fonları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği 113
Grafik 4.18: Altın Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği 115
Grafik 4.19: Altın Fonlarının Treynor Oranları Grafiği 117
Grafik 4.20: Altın Fonlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği 119

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

BIST : Borsa İstanbul

EFAMA : European Fund and Asset Management Association

HİD : Hâkim İktisadi Düşüncesinin

IBRD : Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası

IMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İKB : İslam Kalkınma Bankası

Non_UCITS : Abides by the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities regulation

ÖFK : Özel Finans Kurumlarına

ÖFKBİR : Özel Finans Kurumları Birliği

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TBB : Türkiye Bankalar Birliği

TKYD : Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TTSG : Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi

UCITS : Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive

GİRİŞ

Bu tezde, katılım fonları ve geleneksel fonların yönetim performanslarının karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Yatırım fonları ve faizsiz finans sistemine odaklanarak, bu fon türlerinin performansları ve ölçüm yöntemleri incelenecektir. Tezin ilk bölümünde, yatırım fonlarının avantajları, türleri, kuruluşu, fiyatlandırması ve yönetim ilkeleri üzerinde durulacaktır. Ayrıca, dünyada ve Türkiye'de fon kavramının gelişimi ele alınacaktır.

İkinci bölümde, faizsiz finans sistemine odaklanılacak ve faizsiz finansın ilkeleri, finansal enstrümanlar, ticaret modelleri, ortaklık modelleri ve diğer finansman modelleri incelenecektir. Ayrıca, faizsiz enstrümanların dünya genelinde ve Türkiye'de kullanımı üzerinde durulacaktır.

Üçüncü bölümde, fon ve performans ölçümleri üzerinde durulacak ve getiri ölçüm yöntemleri, risk ölçüm yöntemleri, toplam risk temelli yöntemler, sistematik riske göre ölçüm yöntemleri ve performans değerleme ölçüm karşılaştırmaları incelenecektir.

Son olarak, dördüncü bölümde fonların yıllık performans gelişimleri incelenecek ve hisse senedi yoğun fonlar, borçlanma araçları fonları, kıymetli maden fonları ve değişken fonların performansları karşılaştırmalı olarak ele alınacaktır.

Bu tezin amacı, katılım fonları ve geleneksel fonların yönetim performanslarını karşılaştırma ve bu performansların ölçüm yöntemlerini inceleyerek, yatırımcılara yol gösterici bir kaynak sağlamaktır. Ayrıca, faizsiz finans sistemine odaklanarak, bu sistemde kullanılan enstrümanların ve ticaret modellerinin performansları da değerlendirilecektir.

Tezin sonucunda, katılım fonları ve geleneksel fonlar arasındaki performans farklılıkları ve ölçüm yöntemleri hakkında bilgi sahibi olunacak ve yatırımcıların bu farklılıkları göz önünde bulundurarak yatırım kararları alması kolaylaşacaktır. Ayrıca, faizsiz finans sistemine yönelik bir farkındalık oluşturulması ve bu sistemde kullanılan enstrümanların performansları hakkında bilgi sahibi olunması da hedeflenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FON

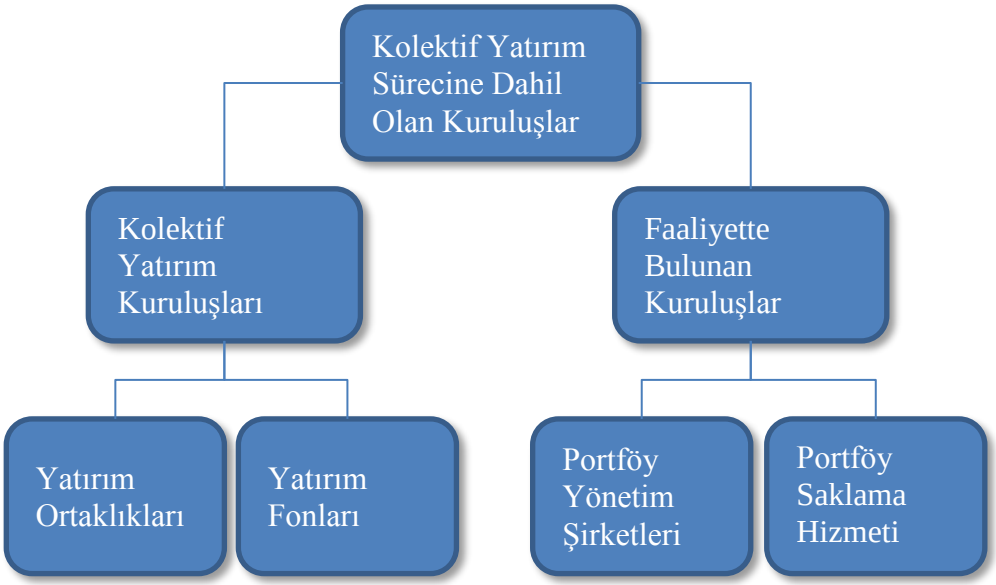
Menkul Kıymet Yatırım fonu, farklı yatırımcıların tasarruflarını, fon yöneticileri aracığıyla ortak bir havuzda topladığı ve çeşitli risk ve getiri beklentileri gözetilerek değerlendirildiği portföylere olarak tanımlanmıştır. Tasarruf sahipleri bu ortak fonlara belirli bir katılma payı ödeyerek dahil olmaktadırlar. Fonda biriken yatırımlar, alanında uzman yatırımcılar tarafından hisse senedi, tahvil, repo, kıymetli madenler, emtia ve mevduat gibi farklı araçlar üzerinden değerlendirilmektedir.[1]

19. yy.'ın sonları ile 20. yy.'ın başından itibaren küreselleşmenin ve dünya ekonomisinin büyümesiyle beraber finansal piyasalar yükselişe geçmiş ve bu piyasalar hızla büyümelerinin yanında işlem hacimlerinin artmasına sebep olmuştur. Bu durum ilgili alandaki birçok aracı ve finansal kurumların, yeni finansal araçların piyasada ortaya çıkması ile birlikte yeni sözleşme türlerinin oluşmalarını da tetiklemiştir. Finansal kurumlar, fon arz ve talep edenler arasındaki doğrudan ve dolaylı fon transferini gerçekleştirmede aracı görevini üstlenmektedir. Yatırım fonları da yatırımcılardan gelen tasarruf talepleri ile çeşitli finansal araçlardan oluşan portföyleri ile yatırımcı adına riskin dağıtılması prensibiyle yönetmek üzere oluşturulmuş ekonomik yapılardır.

19. yy.'ın sonlarında ilk kez oluşturulmuş ve 20.yy.'da ise sayıca oldukça artmış ve bugün hala artmakta olan ve gelişmiş olan fon grubu yatırım fonu 'dur. 21. yy.'da küçük yatırımcılar ve tasarruf sahipleri küresel piyasalarda, piyasalara doğrudan yatırım yapamadıkları ve bu anlamda iktisadi bilgilerinin kısıtlı olması hasebiyle doğrudan yatırım enstrümanlarına yatırım yapmak yerine, bilgiye ulaşılması, yatırım kolaylığı gibi sebeplerle yatırım fonları aracılığı ile işlem yapmayı tercih etmektedirler. Bu ve benzer durumlar küçük yatırımcıların tasarruflarını yatırım

[1] Türkiye İş Bankası, "Yatırım Fonu Nedir? Nereden ve Nasıl Alınır?," (Çevrimiçi) https://www.isbank.com.tr/blog/yatirim-fonu-nedir-nasil-alinir

fonlarına yönlendirmesinin önünü açmaktadır, dolayısıyla menkul kıymet yatırım fonların önemi gün geçtikte güçlenerek artmaktadır.[2]



Şekil 1.1: Kolektif Yatırım Sürecinde Yer Alan Kuruluşlar[3]

Kolektif yatırım adı verilen anlayış, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının kuruluş altyapısını oluşturur. Bu bağlamda, kolektif yatırım, yatırımcıların tasarruflarını bir araya getirerek, önceden belirlenen bir yatırım stratejisi doğrultusunda ortak bir portföy oluşturulmasını ve bu portföyün profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesini ifade eder.[4]

Yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları, kolektif yatırımın birer şekli olarak faaliyet gösterir. Oluşturulan portföyler, şirket esasına dayanan modelle yatırım ortaklıkları veya sözleşme esasına dayanan modelle yatırım fonları olarak sınıflandırılır.

---

[2] Teymur Naghıyev, "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarından Oluşan Optimal Portföy Seçimi ve Riske Maruz Değer Yöntemiyle Portföy Riskinin Belirlenmesi," 2009.
[3] SPL, "Sermaye Piyasası Araçları 1", **Sınav Çalışma Notları**, 2022, s. 76.
[4] İbrahim Sırma, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısının Piyasa Performansına Etkisi," **Alphanumeric Journal**, 7, no. 1, 2019, s. 26.

Yatırım ortaklıkları, şirket esasına dayanan bir yapıya sahiptir. Bu şekilde, yatırım ortaklıkları, belirli bir şirket yapısında kurulur ve faaliyet gösterir. Yatırımcılar, yatırım ortaklıklarına hisse senedi şeklinde katılır ve ortaklık tarafından oluşturulan portföydeki varlıklara dolaylı olarak sahip olurlar. Yatırım ortaklıkları, yatırımcılar arasında ortaklık paylarının alınıp satılmasını ve hissedarların kar ve zarar paylaşımını sağlar.

Yatırım fonları ise sözleşme esasına dayanan bir yapıya sahiptir. Yatırımcılar, fon paylarını satın alarak fonun bir parçası olurlar. Fonlar, profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilir ve belirli bir yatırım stratejisi doğrultusunda portföy oluşturulur. Yatırımcılar, fon paylarını alım satım yaparak fon portföyündeki varlıklara dolaylı olarak sahip olurlar. Yatırım fonları, payların net varlık değerine dayalı olarak alınıp satılmasını ve yatırımcıların katılma belgeleri üzerinden kar ve zarar paylaşımını sağlar.[5]

Bu şekilde, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları, kolektif yatırımın farklı modellerini temsil eder. Yatırım ortaklıkları şirket esasına dayalı bir yapıya sahipken, yatırım fonları sözleşme esasına dayalı bir yapıya sahiptir. Her iki model de yatırımcıların ortak bir portföye erişimini sağlar ve profesyonel yönetim ile riskin dağıtılmasını hedefler.

Yatırım fonlarının işleyişi dört unsur arasında gerçekleşir: yatırımcılar, portföy yönetim şirketi, fon yöneticileri ve saklama kuruluşu. Yatırım fonları, kolektif yatırım kuruluşu sınıfına girer ve tüzel kişiliğe sahip olmadıkları için portföy yönetim şirketleri ve portföy saklama kuruluşları tarafından ortaklaşa yönetilir.[6]

Portföy yönetim şirketleri, katılma payı ihracı karşılığında fon elde eder ve görevlendirdiği fon yöneticileri aracılığıyla yatırım fonunun aktif portföy yönetimini

[5] SPL, "Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı Ve Meslek Kuralları", **Sınav Çalışma Notları**, 202, s. 37.
[6] "Portföy Saklama Hizmetine Ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (Iii-56.1)," in **Madde 7/1(b)**, 2013.

gerçekleştirir. Bu şirketler, finansal varlık alım satımı yaparak fonun portföyünü yönetir.

Portföy saklama kuruluşları ise, kolektif yatırım kuruluşunun belge ve kayıt düzenindeki varlıkları, hakları ve hareketlerini takip eder. Bu kuruluşlar, portföyün düzenli olarak izlenmesi ve kaydedilmesi görevini üstlenirler.

Portföy yönetim şirketleri, yatırım fonlarının yönetiminde etkin bir rol oynarlar. Bu şirketler, anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Faaliyet alanları yatırım fonlarının kurulması ve yönetiminin yanı sıra yatırım ortaklıkları, emeklilik yatırım fonları, yabancı kolektif yatırım kuruluşları ve bireysel portföylerin yönetimini de içerebilir. SPK tarafından yetkilendirilmeleri gerekmektedir ve portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı hizmetleri sunmak için belirli ilkeleri uygulamaları gerekmektedir. Bu şekilde, yatırım fonlarının işleyişinde yatırımcılar, portföy yönetim şirketleri, fon yöneticileri ve saklama kuruluşları bir araya gelerek kolektif bir yapı oluştururlar. Bu yapı, yatırımcıların fonlara yatırım yapmasını ve fonların etkin bir şekilde yönetilmesini sağlar.[7]

1.1. Yatırım Fonu Avantajları

21. yüzyılda gelişen piyasa dinamikleri ve küresel piyasalarda artan enflasyon insanları yatırım araçlarını araştırmaya itmektedir. Bu durumda kolaylıkla ulaşabildikleri Menkul kıymet yatırım fonlarının çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bu amaçlar aşağıda belirtilmiştir.[8]

- **Kolaylık**

Menkul Kıymet Yatırım fonları, yatırımcıların tasarruflarını yatırıma yönlendirmesinin en basit ve sade yollarından biri olarak karşımızı çıkmaktadırlar. Yatırımcı ve özellikle küçük tasarruf sahiplerinin tasarruf yapmak istedikleri

[7] Onur Ozan İşlek, **Hisse Senedi Fonlarında Sektörel Yoğunlaşmanın Fon Performansına Etkisi**, Istanbul Üniversitesi, 2022, s. 15.
[8] Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, ed. 5. bs., İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2004, s. 27.

miktar/tutar kadar emir vererek ilgili işlemin gerçekleşme tarihinde emrin tamamlanmasını sağlayabilmektedirler.[9]

- **Likidite**

Menkul kıymet yatırım fonları fiyat ve alım satım koşullarının uygunluğu sebebiyle küçük yatırımcılar başta olmak üzere tasarruf sahiplerine kolaylıkla alım satım yapabilme imkânı tanımaktadır. Bununla birlikte portföylerinde yatırım fonlarını bulunan tasarruf sahipleri, fiyatların ilgili fonlara günlük olarak yansıtılması sebebiyle fonlara yaptıkları yatırımların getirileri ile birlikte ihtiyacı kadar olan tutarları kullanabilmelerine imkân tanıyan likiditesi yüksek varlıklardır.[10]

- **Profesyonel Yönetim**

Profesyonel Yönetim, yatırımcıların tasarruflarını emanet edecekleri profesyonelleri seçme imkânı vererek yatırımcıların, menkul kıymet yatırım fonlarını alıp satma süreçlerinde yaşanan endişeleri ortadan kaldırmaktadır. Yatırımcıların yatırımları, fon yöneticileri tarafından profesyonel bir şekilde yönetildiği için özellikle tasarruflarını değerlendirmek istedikleri yatırım portföyleri için ayırdıkları zamandan da oldukça tasarruf etmelerini sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarına yatırım yapabilmek için teknik bilgi ve tecrübe sahibi profesyonellerin yönettiği menkul kıymet yatırım fonlarının özellikle küçük yatırımcıya sağladığı en önemli özelliklerden biri de fonların profesyonel yönetimidir. Günümüz koşullarında her ne kadar bilgiye ulaşmak kolay gözükse de insanların piyasaları düzenli olarak takip etmeleri ve küresel anlamda meydana gelen/gelebilecek olan gelişmelerin finansal araçlara nasıl etki edeceğini tahmin etmek oldukça güçtür. Bu anlamda enflasyon ve kur hareketliliğinin yüksek olduğu ülkemiz sınıfında bulunan gelişmekte olan ülkeler kategorisinde finans piyasalarındaki uzmanlara gelişmiş ülkelere kıyasla daha çok ihtiyaç bulunmaktadır.[11]

[9] İş Bankası, "Yatırım Fonu Nedir? Nereden ve Nasıl Alınır?".
[10] İşlek, a.g.e., s. 18.
[11] Gündoğdu, a.g.e, s. 11

- **Risk Dağıtımı**

Riskin dağıtımı ilkesi, uzman fon yöneticilerinin yatırımları farklı yatırım enstrümanlarına dağıtarak menkul kıymet sermaye piyasası fonlarına yatırım yapan pay sahiplerinin özellikle düşen varlıklar karşısında hedge etme imkânı sunmalarını sağlamaktadır. Fiyatları artan enstrümanların düşen varlıkları sübvanse etmesine olanak tanımaktadır.

Bu durum yapılan çeşitlendirme ile beraber riskin azalmasına ve riskten kaçınmak isteyen yatırımcıların olası düşüşlerden asgari şekilde etkilenmelerine olanak sağlamaktadır.[12]

- **Kârın Yatırıma Dönüşmesi**

Yatırım fonlarının bir diğer avantajı, elde edilen kârın yeniden yatırıma dönüştürülebilmesidir. Örneğin, bir yatırım fonu temettü veya sermaye kazancı elde ettiğinde, bu gelir genellikle herhangi bir ücret ödenmeden yeniden yatırıma yönlendirilir.

Bu durum, yatırımcılar için önemli bir fayda sağlar çünkü elde edilen kârın tamamı fon içerisinde kalır ve yatırımın büyümesine katkıda bulunur. Yeniden yatırıma dönüştürülen kâr, ilerleyen dönemlerde potansiyel olarak daha fazla getiri sağlama fırsatı sunar. Yatırım fonlarının bu özelliği, yatırımcıların düzenli olarak ek sermaye yatırmaları veya kârın elden çıkarılmasıyla uğraşmadan, yatırımlarının büyümesine katkıda bulunmalarını sağlar. Bu süreç genellikle otomatik olarak gerçekleşir ve yatırımcının herhangi bir ek eylem yapmasını gerektirmez. Bunun sonucunda, yatırım fonları, uzun vadeli yatırımcılar için özellikle çekici bir seçenek haline gelir. Yeniden yatırıma dönüştürülen kâr, zaman içinde bir etki biriktirerek, yatırımın potansiyel büyümesini artırır.

[12] İşlek, a.g.e., s. 17.

- **Vergi Avantajı**

Yatırım fonları, vergi avantajları sunan bir yatırım aracı olarak öne çıkar. Bu avantajlar aşağıda detaylıca belirtilmiştir.

Vergi Diversifikasyonu: Yatırım fonları, genellikle birçok yatırımcının bir araya gelerek oluşturduğu bir havuzdur. Bu havuz, farklı menkul kıymetlere (hisse senetleri, tahviller, emtialar vb.) yatırım yapar. Dolayısıyla, fonlardaki yatırımcılar, fonun getirileri üzerinden belli bir oranda vergilendirilirler. Bu vergi, yatırım fonunun elde ettiği gelirlerin dağıtılmasına veya fon paylarının alım satımına bağlı olarak gerçekleşir. Vergi, her bir yatırımcının kendi payına düşen kısma uygulanır.

Vergi Ertelenmesi: Yatırım fonları, elde ettikleri gelirleri yeniden yatırıma dönüştürdükleri için vergi erteleme imkânı sağlar. Yatırımcılar, fonlardaki getirileri yeniden yatırıma yönlendirdiklerinde, bu gelirler üzerinden vergi ödemek zorunda kalmazlar. Vergi, fon paylarının satılması veya fon dağıtımları gerçekleştiğinde ödenir.

Vergi Planlaması: Yatırım fonları, farklı türdeki menkul kıymetlere yatırım yapabilir ve çeşitli vergi avantajlarından faydalanabilirler. Örneğin, hisse senedi yoğun fonlar, temettü gelirlerinin vergilendirilmesi açısından avantaj sağlayabilir. Bazı ülkelerde, temettüler üzerinden daha düşük bir vergi oranı uygulanır veya temettülerin tamamen vergiden muaf olmasına yönelik düzenlemeler bulunabilir.

Vergi İadesi: Yatırım fonlarında, hisse senedi yoğun fonlarda elde edilen temettü gelirleri üzerinden ödenen temettü vergisi, belli bir oranda yatırımcılara geri ödenebilir. Bu uygulama, yatırımcıların elde ettikleri temettü gelirlerinden kaynaklanan vergi yükümlülüklerini azaltır veya geri almasını sağlar.

Yatırım fonlarının vergi avantajları, ülkeler arasında farklılık gösterebilir ve zamanla değişebilir. Bu nedenle, yatırımcıların, yerel vergi mevzuatını ve düzenlemelerini takip etmeleri ve profesyonel vergi danışmanlarından destek almaları önemlidir.

Türkiye'de Pay senedi yoğun fon niteliğine haiz yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen kazançlar %0 oranında stopaja tabidir. Ayrıca 23.12.2020 tarihli Resmi Gazete' de yayımlanan 3321 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile 31.03.2022 tarihine kadar geçerli olacak şekilde değişken, karma, eurobond, dış borçlanma, yabancı, serbest fonlar ile unvanında "döviz" ifadesi geçen yatırım fonları hariç olmak üzere uygulanacak stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir. 29.12.2022 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan 5752 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile bu uygulamanın geçerlilik süresi 30.06.2023 tarihine kadar uzatılmıştır.[13]

1.2. Yatırım Fonu Türleri

1.2.1. Fon Katılma Belge Sayılarına Göre Fon Türleri

Katılım belgesi sayısının esnekliği veya sabitliği perspektifinden değerlendirildiğinde, yatırım fonları iki temel kategoriye ayrılabilir. Bu sınıflandırma, fonun likiditesi, yatırım stratejisi ve fiyatlandırma mekanizmasına önemli derecede etki eder. Bu iki temel kategori Açık uçlu ve Kapalı uçlu yatırım fonlarıdır.[14]

Tablo 1.1: Kapalı Uçlu ve Açık Uçlu Yatırım Fonları

	KAPALI UÇLU YATIRIM FONLARI	**AÇIK UÇLU YATIRIM FONLARI**
PAY SAYISI	Belirli bir sayıda katılma payını ihraç eder ve bu sayı sabittir.	Yatırımcıların talebine göre sürekli olarak katılma payı ihraç eder veya geri alır. Yani, katılma paylarının sayısı değişkendir.
PİYASA FİYATI	Katılma payları, genellikle bir borsada işlem görür ve piyasa koşullarına göre fiyatları değişir. Yani, payların fiyatı net varlık değerinden olabilir.	Katılma paylarının fiyatı, fonun net varlık değeri ile doğrudan ilişkilidir ve her gün yeniden hesaplanır.
LİKİTİDE	Yatırımcılar katılma paylarını yalnızca borsada satarak veya satın alarak likidite sağlarlar.	Yatırımcılar katılma paylarını doğrudan fon şirketinden alıp satabilirler, böylece daha yüksek likidite sağlanır.
YATIRIM STRATEJİSİ	Genellikle daha özelleşmiş veya niş yatırım stratejilerini benimseme eğilimindedirler.	Genellikle daha genel yatırım stratejileri benimserler ve çoğu zaman daha geniş bir yatırımcı kitlesine hitap ederler.

[13] 5752 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı
[14] Levent Çıtlak, a.g.e., s. 28.

1.2.2. Portföy Yapılarına Göre Yatırım Fon Türleri

Portföy yapılarına göre yatırım fonları, 10 ayrı şemsiye fon türüne ayrılmıştır. Bunlar; Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu, Hisse Senedi Şemsiye Fonu, Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu, Fon Sepeti Şemsiye Fonu, Para Piyasası Şemsiye Fonu, Katılım Şemsiye Fonu, Değişken Şemsiye Fon, Serbest Şemsiye Fon, Garantili Şemsiye Fon ve Koruma Amaçlı Şemsiye Fondur.[15]

1.2.2.1. Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu

Şemsiye fonlar arasında, portföyün en az %80'i kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılmış olanlar özel bir kategori oluşturur. Eğer bu tür bir fon faizsiz finans ilkelerine uygun olacaksa, portföyde yer alan borçlanma araçları faizsiz finansal enstrümanlar, örneğin kira sertifikaları, olmalıdır. Kalan %20'lik bölüm ise katılım hesaplarında, faizsiz hisse senetlerinde veya tam karşılığı olan emtialarda değerlendirilmelidir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), riskin dağıtılması ilkesi doğrultusunda, her bir ihraççının fon portföyünde kaplayabileceği maksimum payı sınırlamıştır; genellikle bu oran %10'dur. Ancak, katılım bankalarına daha geniş yatırım yapma olanağı sağlayabilmek için, kira sertifikalarına yapılacak yatırımlar için bu oran %25'e kadar yükseltilebilir. Ticari mevduatlara yapılacak yatırımlar için de benzer bir esneklik katılım bankalarına tanınmıştır. Ancak, bu esnekliklerin katılım bankaları için yatırım yapabilecekleri finansal enstrümanların çeşitliliğini önemli ölçüde artırmadığı da bir gerçektir.[16]

1.2.2.2. Hisse Senedi Şemsiye Fonu

Portföyün en az %80'i sürekli olarak Türkiye'de kurulan ve özelleştirme programına dahil edilen ihraççıların hisse senetlerine yatırım yapan fonlar özgü bir kategori oluşturmaktadır. Faizsiz versiyonları bu tür fonlar, yatırımlarını AAOIFI

[15] SPK, a.g.e, s. 6.
[16] KT Portföy, "Yatırımcı Kılavuzu," (Çevrimiçi), https://www.ktportfoy.com.tr/yatirimci-klavuzu/fon-turleri/menkul-kiymet-yatirim-fonlari-turleri-nelerdir.

(Muhasebe ve Denetim Organizasyonu için İslamî Finansal Kuruluşlar) normlarına uygun hisse senetlerine yönlendirmelidir. Portföyün geriye kalan %20'lik kısmı da, faizsiz finans prensiplerine uygun diğer finansal araçlara yatırılmış olmalıdır. Bu durum, faizsiz finans ilkelerine uygun bir hisse senedi fonu oluşturmanın önünde herhangi bir engel olmadığını göstermektedir.[17]

1.2.2.3. Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu

Şemsiye fonlar kapsamında, portföyün yüzde seksenini aşan bir kısmı sürekli olarak Borsa'da işlem gören altın, gümüş ve diğer değerli madenlere ya da bu madenlere endeksli sermaye piyasası araçlarına yatırılmaktadır. Faizsiz bir emtia fonu oluşturabilmek için, portföyde yer alan değerli madenlerin fiziki karşılığının tamamen mevcut olması ve bu madenlerin fon katılımcıları lehine güvenli bir şekilde muhafaza edilmesi gerekmektedir. Fon katılımcıları, dilerlerse bu değerli madenleri fiziksel olarak talep edebilmelidir. Fon yöneticisi, saklama ve diğer işlem maliyetlerini göz önünde bulundurarak, fiziki alım-satımlar için ek ücretler belirleyebilir. Fon portföyündeki değerli madenler, faizsiz finans prensiplerine uygun bir şekilde sadece zaruri giderleri karşılamak üzere ve belirli şartlar altında ödünç işlemine konu olabilir. Türev ürünlerin faizsiz finans ilkeleriyle çelişmemesi için, emtianın ödünç işlemlerinde kullanılabilmesi için ödünç alınan malın alım-satım işlemlerine tabi tutulmamış olması şarttır. Fonun yatırım getirisi, esasen portföydeki emtianın değer artışına bağlı olacaktır. Ancak, saklama, sigortalama ve diğer işlem maliyetleri fon getirisini azaltıcı bir etkiye sahip olacaktır. Dünya genelinde, fiziki karşılığı olmayan ve bu nedenle daha düşük işlem maliyetine sahip emtia fonları, bu yolla rekabet avantajı elde etmektedir.[18]

1.2.2.4. Fon Sepeti Şemsiye Fonu

Diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar fon sepeti şemsiye fonu olarak adlandırılmaktadır.[19]

[17] KT Portföy a.g.e,
[18] KT Portföy a.g.e.
[19] SPK, a.g.e., s. 6.

Faizsiz finans prensiplerine uygun olarak oluşturulmuş fonlar için tasarlanmış fon sepeti türleri teorik olarak mümkündür. Ancak, mevcut piyasa koşullarında, bu tür bir fonun uygulanabilirliği sınırlıdır. Çünkü faizsiz finans alanında faaliyet gösteren yatırım fonlarının sayısı henüz yetersiz ve bu fonların toplam varlık büyüklüğü de sınırlıdır. Bu, genellikle fon sepeti oluşturacak yeterli çeşitliliği ve büyüklüğü sağlayamamaktadır. Bu durum, piyasanın daha fazla olgunlaşmasını ve faizsiz finans ilkelerine uygun fon sayısının artmasını gerektirmektedir. Ancak bu gelişmelerin ardından, faizsiz fon sepeti gibi daha karmaşık finansal ürünlerin oluşturulması daha gerçekçi bir ihtimal haline gelecektir.

1.2.2.5. Para Piyasası Şemsiye Fonu

Portföy yapısı itibarıyla, bu tür şemsiye fonlar, vadesi 184 güne kadar olan likidite seviyesi yüksek finansal araçlara sürekli yatırım yapar. Fon portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi ise en fazla 45 günü geçmemektedir. Bu tür bir yapı, yatırımcılara kısa vadeli ve likidite riski düşük bir yatırım aracı sunar. Ağırlıklı olarak para piyasası ve kısa vadeli sermaye piyasası enstrümanlarından oluşan bu fonlar, yatırımcılara kısa vadeli ve düşük riskli getiri fırsatları sunmayı hedefler.

1.2.2.6. Katılım Şemsiye Fonu

Katılım Şemsiye Fonları, portföylerini sürekli bir biçimde faizsiz finans enstrümanlarına yönlendiren yatırım araçlarıdır. Bu fonlar, kira sertifikaları, katılma hesapları, şirket hisseleri, altın ve diğer değerli metaller gibi faize dayalı olmayan çeşitli para ve sermaye piyasası enstrümanlarına yatırım yaparlar. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından uygun görülen diğer faizsiz finansal araçlara da yatırım yapabilme yeteneğine sahiptirler. Bu tür fonlar, faizsiz yatırım ilkelerine uygun bir portföy çeşitliliği sağlayarak, katılımcılara etik ve finansal olarak uyumlu yatırım fırsatları sunar.

Yatırım Fonları Tebliği kapsamında bulunan düzenlemeler ile ülkemizde yatırım fonları “şemsiye fon” adı altında kurulmakta ve ihracı yapılmaktadır. Şemsiye

fon, katılma payları bir tek içtüzük dahilinde ihracı yapılan bütün fonları bünyesinde bulunduran yatırım fonudur.

Ülkemizde İslami yatırım fonları da "Katılım Şemsiye Fonu" bünyesinde kurulmaktadır. Bu fon, şemsiye fon çeşitlerinin bulunduğu Yatırım Fonları Tebliği'nin altıncı maddesinde şöyle tanımlanmıştır:

> "*Portföyünün tamamı daimi 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*".

Bir başka açıdan, katılım şemsiye fon bünyesi dahilinde kurulmaksızın İslami finans kurallarına uygun bir biçimde yatırım gerçekleştirmek amaçlı unvanında "*katılım*" kavram bulundurmak üzere farklı şemsiye fon çatıları altında kurulmuş olan İslami yatırım fonları da mevcuttur.

Bu nedenle, ülkemizde İslami yatırım fonlarının, Katılım Şemsiye Fon çatısı dahilinde payları ihracı yapılmak üzere kurulmuş olan fonlarla unvanlarında "Katılım" kavramı bulundurmak şartı ile kurulan yatırım fonları olduğu görülmektedir. Bahsi geçen fonların, portföylerinin Yatırım Fonları Tebliği'nde bulunan kurallar dahilinde SPK tarafınca uygun olduğu görülen faize dayalı olmayan sermaye ve para piyasası araçlarından meydana getirilmesi gerekmektedir.

Çağımızda nüfusun yaşlanması ile beraber şahıslar emeklilik zamanındaki gelirlerini garantiye almayı istemekte ve ek bir gelirinin olabilmesi amaçlı sosyal güvenlik sistemi dışında farklı bir emeklilik sistemi desteğine ihtiyaç duymaktadır. Söz konusu ihtiyaç neticesinde oluşturulan bireysel emeklilik sistemi (BES) dahilinde özel emeklilik fonları meydana getirilmiş ve şahıslar BES şirketleri tarafınca ekonomiye kritik düzeyde kaynak sağlayan yatırım araçlarına teşvik edilmiştir.

1.2.2.7. Değişken Şemsiye Fon

Bu fon kategorisi, portföy sınırlamaları açısından belirli bir türe girmeyen, yani daha geniş yatırım aralığına sahip fonları içerir. Portföy yapısı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) koyduğu genel kısıtlamalara uygun şekilde sürekli olarak

değişebilmektedir. Örneğin, bir fonun toplam portföy büyüklüğünün en fazla %10'u katılma hesaplarında veya tek bir ihraççının sermaye piyasası enstrümanlarında değerlendirilebilir. Bu kısıtlamalar, yatırım riskini minimize etmeye yönelik olarak SPK tarafından belirlenmiştir.

Faizsiz finans ilkelerine uygun olarak kurulmuş Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) kapsamındaki değişken fonlar, portföylerini hisse senetleri, devlet ve özel sektör kira sertifikaları, altın ve katılım hesapları gibi farklı finansal enstrümanlarda değerlendirmektedirler. Ancak, bu tür değişken fonlar yerine katılma fonlarının kurulması, fon yöneticileri için daha esnek bir yatırım stratejisi sunmaktadır. Katılma fonlarında, belirli yatırım sınırlamaları, örneğin tek bir ihraççıya yapılacak yatırım oranı veya katılma hesaplarına ayrılacak fon oranı, genellikle %25'e kadar esnetilebilmektedir. Bu durum, katılma fonlarının faizsiz finans alanında daha avantajlı bir yatırım aracı olmasını sağlar.[20]

1.2.2.8. Serbest Şemsiye Fon

Serbest Şemsiye Fonlar, katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmak üzere tasarlanmış olan bir fon kategorisidir.[21] Bu tür fonlar, genellikle yatırım çeşitliliği, portföy yönetimi ve risk dağılımı açısından daha karmaşık ve sofistike stratejilere sahip olabilirler. Nitelikli yatırımcıların genellikle daha yüksek risk toleransına ve sofistike yatırım anlayışına sahip olmaları sebebiyle, bu tür şemsiye fonlar, yatırım stratejileri ve varlık dağılımları açısından daha esnektir.

Bu şemsiye fonlar, finansal piyasalardaki farklı enstrümanlara, sektörlere ve coğrafi bölgelere geniş çaplı yatırım yapabilme kapasitesine sahiptirler. Genellikle, bu fonlar, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmış olan yasal çerçeveye uygun olarak faaliyet gösterirler, ancak nitelikli yatırımcıların özel ihtiyaç ve beklentilerine uyum sağlamak için daha geniş bir yatırım alanına sahiptirler.

[20] KT Portföy, a.g.e.
[21] SPK, a.g.e., s.7.

Serbest Şemsiye Fonların bir diğer önemli özelliği, portföy yönetim stratejilerinin ve risk profillerinin, yatırımcıların spesifik gereksinimleri ve yatırım hedefleri doğrultusunda özelleştirilebilmesidir. Bu, yüksek net değere sahip bireyler, kurumsal yatırımcılar veya yatırım fonları gibi nitelikli yatırımcılar için, belirli bir risk-getiri profilini hedefleyen daha özelleştirilmiş yatırım çözümleri sunmaktadır.

1.2.2.9. Garantili Şemsiye Fon

Bu tür şemsiye fonlar, belirli bir vade veya vadeler içerisinde yatırımcılara başlangıç yatırımlarının tamamını veya bir kısmını belirli bir getiriyle birlikte geri ödeme taahhüdünde bulunur. Bu taahhütler, fonun uyguladığı yatırım stratejisi ve genellikle bir garantör tarafından verilen finansal garantiyle desteklenir. Bilgilendirme dokümanlarında bu mekanizmalar açıkça ifade edilir, yatırımcıların beklenen getiri ve riskleri tam olarak anlamaları için. Bu fonlar, riskten korunma veya belirli bir getiri hedefi olan yatırımcılar için ideal olabilir; fakat garantörün finansal sağlamlığı ve fonun yatırım stratejisinin performansına bağlı olarak, taahhüt edilen getirilerin gerçekleşmesi kesin değildir.

1.2.2.10. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu

Bu tür şemsiye fonlar, yatırımcının başlangıç yatırımının bir kısmı veya tamamı, hatta belirli bir getiri seviyesi üzerinde olacak şekilde, önceden belirlenmiş vade ya da vadelerde geri ödeme taahhüdünde bulunur. Bu taahhütler, yatırım stratejilerine ve "en iyi gayret" ilkelerine dayanır ve yatırımcı için belirlenen parametreler resmi bilgilendirme dokümanlarında ayrıntılı olarak ifade edilir. Şemsiye fonun altında yer alacak olan çeşitli fonlar, her biri için Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirlediği standartlara uygun bir şekilde izahname ve yatırımcı bilgi formu oluşturarak katılma payı ihracı yapabilirler.

1.3. Yatırım Fonlarının Kuruluşu

Fon kurmak için öncelikle "*Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi"* Başkanlığı'ndan izin almak gerekmektedir. Başvuru formunda fonun adı, miktarı ve amacı yazılması gerekmektedir. Ayrıca kurucu şirket hakkında şu bilgiler verilmelidir:

- Şirketin genel tanıtımı,
- Şirketin ortaklık ve sermaye yapısı,
- Şirketin bağlı ortaklıkları,
- Şirketin yetkili kişileri,
- Tebliğde belirtilen kurucu nitelikleri.
- Sonra kurulacak fon hakkında şu bilgiler verilir:
- Fonun genel özellikleri,
- Fon portföyünün içeriği,
- Portföy yönetim stratejisi,
- Fon kurulu üyeleri ve denetçisi.

Son olarak fonun yönetim ve saklama hizmetlerini sağlayacak kurumlar hakkında şu bilgiler verilir:

- Yönetici şirketin tanıtımı,
- Saklayıcı kurumun tanıtımı.

Fon kurucusu, fonun kurulması için gerekli olan tüm adımları tamamladığında, "*Sermaye Piyasası Kurulu*" da fonla ilgili olarak daha önce herhangi bir başvuru yapılmış mı, ek süre istenmiş mi gibi konuları araştırmaya başlamaktadır. Araştırma sonucunda, fonun kurulmasını engelleyecek bir durum tespit edilmezse, fon kurucusundan Fon Kurulu ve Fon İçtüzüğü (Bu belge, fon kurucusu ile katılma belgesi sahiplerinin arasındaki hukuki ilişkiyi, işlemlerin nasıl yapılacağını ve katılma belgesi sahiplerinin fon kurucusuna vekalet verdiklerini gösteren bir belgedir) istenir ve fonun kurulması için son onay verilir. Fon İçtüzüğü SPK tarafından onaylandıktan sonra 6 işgünü içinde fon kurucusunun merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret siciline kaydedilir ve "*Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde*" yayınlanır. Fonun denetimini

yapacak kişiler seçilir ve fon birimi oluşturulur. Fon kurucusu, fonun yönetimini üstlenecek kurumu belirler ve onunla bir sözleşme imzalar. Sermaye Piyasası Kurulu TEBliği Seri VII, No: 10'a göre bu sözleşmede aşağıdaki konuların en azından bulunması gerekmektedir.

- Yönetici kuruluşun adı ve adresi,
- Fonun ve kurucunun adı ve adresi,
- Sözleşmenin süresi,
- Portföy yönetimi hizmetinin kapsamı ve ilkeleri,
- Yöneticinin alacağı ücret ve ödeme şartları,
- Portföy yönetimi hizmetini verecek kişiler ve görev tanımları, bunların değişmesi halinde uyulacak kurallar,
- Fon portföyünün menkul kıymet türleri ve risk tercihleri, varsa,
- Fon portföyüne alım satım işlemlerinde fon kurulunun onayının gerekip gerekmediği ve işlemler hakkında fon kuruluna bilgi verilmesine ilişkin esaslar,
- Fon portföyüyle ilgili nakit akışlarına ilişkin esaslar,
- Muhasebe hizmetlerine ilişkin esaslar,
- Sözleşmenin feshedilmesine ilişkin şartlar.

Bu işlemi tamamladıktan sonra, katılma belgelerinin halka arz edilmesi veya tahsisli olarak satılması için "*Sermaye Piyasası Kurulu'na*" başvurulmalıdır. Katılma belgesi, fonun pay sahiplerinin kurucuya karşı haklarını gösteren ve fona ne kadar payla katıldıklarını belirten bir değerli evrak niteliğindedir. Kayıtlı değer olarak saklanır. A tipi fonların katılma belgeleri, içtüzüklerinde kurucu dışındaki aracı kuruluşlar tarafından alınıp satılabilmesi öngörülenler hariç, menkul kıymet sayılmamaktadır. (Ek ikinci cümle: Seri: VII, No: 37 sayılı Tebliğ ile) Serbest yatırım fonları ve borsa yatırım fonları dışında kalan fonların kuruluş ve kayda alma işlemleri birlikte yapılır ve sonuçlandırılır. Kayda alma belgesi, fon içtüzüğünün Ticaret Siciline tescil edildiğini gösteren belgenin Kurul'a sunulmasından sonra verilir.

Kayıt belgesi almak için başvuranların 30 gün içinde sonuçlanacağını bilmeleri gerekmektedir. Bu süre içinde eksiklikleri tamamlamaları istenirse, bu süre hesaba katılmaz. Sermaye Piyasası Kurulu, kayıt belgesi başvurusunu değerlendirirken aynı zamanda izahnameyi de onaylamaya başlamaktadır. İzahname, kayıt belgesinden önce onaylanır ve kurucunun merkezinin bulunduğu yerdeki Ticaret Siciline tescil edilip Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayınlanır. Bu işlem kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde yapılmalıdır. Tasarruf sahiplerine verilecek sirkülerde izahnamenin tescil edildiği tarih yer almaktadır.

Özel fonlarda TTSG'nde yayımlanan izahname, içtüzükte belirtilen kişi ve kuruluşlara, serbest yatırım fonlarında ise nitelikli yatırımcılara satıştan sonra 6 iş günü içinde iadeli taahhütlü posta ile ulaştırılır.[22]

Sirkülerin tescili sonrasında 10 işgünü içerisinde, Türkiye genelinde en az iki günlük gazetede Türkiye baskısıyla duyurulur. Katılma belgeleri, sirkülerde belirtilen şartlara uygun olarak ve ilan tarihinden itibaren, ilan edilen yer veya yerlerde bu TEBliğ'in 36'ncı maddesi ikinci fıkrada yer alan fiyat hesaplama yöntemine göre tasarruf sahiplerine sunulur.

Özel fonlarda, katılma paylarının başlangıçta belirlenen kişi ve kuruluşlara satışı, izahnamenin tescil ve TTSG'nde ilan edilmesinden sonraki 10 iş günü içinde tamamlanır ve satış sonuçları Kurul'a 6 iş günü içinde sunulur. Serbest yatırım fonlarında ise, nitelikli yatırımcılara katılma paylarının satışına, izahnamenin tescil ve TTSG'nde ilan edilmesinden sonraki 10 iş günü içinde başlanır.[23]

Yatırımcılardan alınan katılma belgelerinin karşılığı olan paralar, belirlenen varlıklara yatırılmak üzere, içtüzükte belirtilen şekilde, en fazla 3 iş günü içinde kullanılmalıdır. Garantili ve koruma amaçlı yatırım fonlarında, talep toplama süreci varsa, bu süre talep toplamanın bittiği günden itibaren başlamaktadır.[24]

[22] Pay Tebliği Seri: VII, No:29 sayılı Tebliğ, 22.06.2013
[23] Pay Tebliği Seri: VII, No: 29 sayılı Tebliğ 22.06.2013
[24] Pay Tebliği Seri: VII, No: 33 sayılı Tebliğ 22.06.2013

1.4. Yatırım Fonlarının Fiyatlandırması

Katılma belgeleri aracılığıyla halka arz veya tahsisli satış yoluyla elde edilen nakitler, fon portföyünü oluşturmak için kullanılmaktadır. Portföy kurulduktan sonra, portföy yönetimi süreci başlamaktadır.

Kurucu ve yönetici şirket, fonun yönetimine ilişkin iç kontrol sistemini, risk yönetim sistemini de kapsayacak şekilde kurmak zorundadır. Risk yönetim sistemi, fonun karşı karşıya kalabileceği ana riskleri belirlemeyi, risk tanımlarını periyodik olarak gözden geçirmeyi ve önemli gelişmeler doğrultusunda güncellemeyi, maruz kalınan riskleri tutarlı bir şekilde değerlendirmek için riskin toplam portföy ve bireysel araçlar seviyesindeki farklı yönlerini karşılaştırmaya imkân verecek bir risk ölçüm mekanizması oluşturmayı içermektedir.[25]

Fonun değeri, portföyündeki varlıkların toplam değerine göre belirlenir. Fonun alacak ve borçları, portföy değerine eklenir veya çıkarılır. Alacak ve borçlar, fonun yatırım yaptığı varlıklarla ilgilidir. Fon portföy değeri, her gün yeniden hesaplanır ve fonun birim fiyatını belirler.[26]

Fonun alacakları, şu kalemlerden meydana gelir:

- Satılan hisse senetlerinin değeri, takas gününde hesaba yatırılır,
- Hisse senetleri temettü öder, bedelsiz pay verir veya sermaye artırımına katılır,
- Fonun nakit bakiyesi faiz getirir.

Fonun borçları, fonun yönetimi, işlemleri ve yükümlülükleri için ödediği çeşitli ücret ve vergilerdir. Bunlar şunlardır:

- Fon Yönetim Ücreti: Bu ücret, fonun kurucusuna fonun yönetimi için ödenir. Genellikle fon giderlerinin en büyük kısmını oluşturur. Fonun toplam

[25] Pay Tebliği Seri: VII, No:33 sayılı Tebliğ 22.06.2013
[26] Sermaye Piyasası Kurulu, "Menkul Kıymet Yatırım Fonları", (Çevrimiçi) http://www.spk.gov.tr/ digermenuler/handle .aspx?action=showheaders&id=1&submenuheader=0.

değerinin belli bir yüzdesi olarak her gün hesaplanır. Fon içtüzüklerinde ve izahnamelerinde belirtilir.

- Aracılık Komisyonları: Bu komisyonlar, fonun menkul kıymet alım satımı yapması durumunda aracı kuruluşlara ödenir. Fon varlıklarıyla karşılanır. Fonun uygulayacağı komisyon oranları izahnamelerinde yer alır.
- Noter Ücretleri: Bazı belgelerin noter onayı gerektirdiği durumlarda, noter ücretleri de fon varlıklarıyla ödenir.
- Tescil ve İlan Giderleri: Fonun ticaret siciline tescil edilen belgeleri ve gazetelerde yayınlanan yatırımcı duyurularının giderleri de fon varlıklarıyla karşılanır. Ancak reklam amaçlı ilanların giderleri fon kurucularına aittir.
- Sigorta Ücretleri: Fonun varlıklarının veya bunları temsil eden belgelerin nakli sırasında sigorta ücretleri de fon varlıklarıyla ödenir.
- Bağımsız Denetim Ücreti: Fonun 6 aylık ve yıllık mali tablolarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmesi gerektiği için, bu kuruluşlara ödenen ücretler de fon varlıklarıyla karşılanır.
- Saklama Ücreti: Fonun varlıklarının saklayıcı kuruluşlarda saklanması için ödenen ücretlerdir.
- Fonun Yükümlüsü Olduğu Vergiler: Fonun vergi yükümlülükleri de fon varlıklarıyla ödenir.

Fon toplam değerini bulmak için, yukarıda sıralanan gelir kalemlerinin toplanıp, gider kalemlerinin çıkarılması gerekmektedir.[27] Katılma belgelerinin nominal değeri bulunmamaktadır. Fon pay değeri, fonun toplam değerinin piyasada dolaşan katılma belgelerinin sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

B tipi fonlarda, katılma payı alım-satım işlemleri için içtüzükte belirtilen kurallara göre hareket edilmektedir. Alım-satım emri verildikten sonra ilk fiyat hesaplamasında bulunan pay fiyatı esas alınmalıdır. İçtüzükte yer alması şartıyla, aynı gün içinde iki farklı fiyat ilan edilebilir.[28]

[27] Pay Tebliği Seri: VII, No: 16 sayılı Tebliğ 22.06.2013.
[28] Pay Tebliği Seri: VII, No:33 sayılı Tebliğ 22.06.2013.

Serbest yatırım fonlarının pay fiyatları ayda en az bir defa belirlenmek ve fon katılımcılarına duyurulmak zorundadır. Bu fonların içtüzüklerinde katılma paylarının fona geri verilmesi için pay fiyatlarının ilan edildiği süreden daha uzun ve farklı süreler öngörülebilir. Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının pay fiyatları ayda en az iki defa hesaplanmak ve yayınlanmak zorundadır.

Yatırım fonlarının fiyatlandırılması, yatırımcıların karar vermesinde önemli bir rol oynamaktadır. Yatırım fonlarının fiyatlandırılması, fonun içerdiği varlıkların değerini ve riskini yansıtacak şekilde yapılmalıdır. Bu nedenle, A Tipi yatırım fonunun fiyatını hesaplarken, Hisse Senedi, Tahvil ve Gecelik (O/N) repo oranlarını ve piyasa koşullarını göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

1.5. Yatırım Fonu Yönetim İlkeleri

Yatırım fonlarının yönetimi, yatırımcıların güvenini kazanmak ve korumak için titizlik ve dikkat gerektiren bir süreçtir. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği Seri VII, No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişki Esaslar Tebliği, Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler başlıklı 41. Maddeye göre:

Yatırım fonlarının yönetiminde şu ilkelere riayet edilmesi gerekmektedir:

- Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını eşit şekilde önemsemek ve korumak durumundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında ayrımcılık yaparak veya bir tarafın zararına olacak şekilde işlemlerde bulunamaz.
- Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında güvenilir ve somut bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine bağlı kalmak durumundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına temel oluşturan araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici tarafından muhafaza edilmesi gerekmektedir.
- Fon portföyüne asla piyasa değerinin üzerinde varlık alınamaz ve portföyden bu değerin altında varlık satılamaz. Piyasa bedeli borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar

için ise işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır.

- Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa aracılığıyla yapılması gerekmektedir. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından bu Tebliğin 43/b maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçları bu hükme tabi değildir.[29]

Fon portföyüne aynı gün valörü ile alım veya satım yapılması gerektiğinde, BIST Tahvil ve Bono piyasasının işlem saatlerine bağlı kalınmalıdır. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı bu işlem saatleri dışında gerçekleşirse, BIST' in belirlediği işlem kurallarına uygun davranılmalıdır.

- Fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, yönetici, fonun müşteri numarasıyla aracı kuruluşun BIST' de işlem yapmasını sağlamak zorundadır.
- Yönetici fonun varlıklarını yönlendirirken, ihraççı veya aracı kurumlarla ilişkilerinde her zaman şeffaf ve tarafsız olmalıdır. Eğer yönetici, fon adına yaptığı alım satım işlemleri karşılığında kendi lehine bir menfaat elde ediyorsa, bunu kurucuya derhal bildirmek zorundadır. Bu şekilde, yöneticinin fonun çıkarlarına aykırı davranmadığından emin olunabilmektedir.
- Yönetici, fon portföyündeki varlıkları kendi veya başkalarının yararına alıp satamaz. Fon adına emir verirken dikkatli ve akıllıca davranmalıdır. Fon adına gerçekleştirilecek alım satımlarda sözleşmede belirtilen genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uygun hareket edilmek zorunludur.
- Fon portföyünün belli bir kazanç elde edeceğinin kesin bir şekilde taahhüt edilmesi mümkün olmamaktadır. Bu, fonun performansına bağlı olarak değişebilecek bir olasılıktır. Fon portföyü, yatırımcıların risk ve getiri beklentilerine uygun olarak belirlenmiş kriterlere göre yönetilmektedir.

[29] Pay Tebliği Seri: VII, No: 33 sayılı Tebliğ 22.06.2013.

- Fon kurulu üyeleri, kurucu, yönetici ve fon yönetimine ilişkin mesleki veya görevsel nedenlerle sahip oldukları bilgileri, kendi yararlarına veya başka bir kişinin yararına kullanamazlar.

1.5.1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tek başlarına ulaşamayacakları bir risk dağılımı sağlar. Bireylerin sınırlı portföyleri ile yeterli çeşitlendirme yapmaları zordur. Riski azaltmak için çeşitlendirme, profesyonel yönetim ve korunma gibi stratejiler ve işlemler gereklidir. Bu işlemler karmaşık ve maliyetlidir. Bireysel yatırımcının bu işlemlere vakit ayırması mümkün olabilir ama çok zahmetli olacaktır. Profesyonel para yöneticileri, portföyün varlık dağılımını risk veya zaman odaklı olarak yapabilirler. Yatırım fonları, çok sayıda kişinin katkısıyla büyük portföyler oluşturur ve böylece çeşitlendirmeyi en üst düzeye çıkarır. Optimal varlık dağılımı, hisse senedi, tahvil, nakit gibi farklı yatırım seçenekleri arasında riski en aza indirecek şekilde yapılmaktadır. Yatırım fonları hem aynı hem de farklı yatırım araçları içinde çeşitlendirme yaparak, portföye düşük maliyetle yeni varlıklar ekler ve tüm pay sahiplerinin bu fırsatlardan faydalanmasını sağlamaktadır. Bu nedenle, yatırım fonları riskin dağıtılması ilkesinin güzel bir uygulama olmaktadır.[30][31]

1.5.2. Profesyonel Yönetim İlkesi

Menkul kıymet piyasalarına girmek isteyen yatırımcılar, bu alanda yeterli bilgiye sahip olmalıdırlar. Profesyonel yönetim, yatırım kararlarında kazanç ve risk dengesini, alım satım masraflarını, sektördeki yasal ve idari kuralları göz önünde bulundurmalıdırlar. Portföy yönetim stratejisi, fon kurulurken içtüzükte belirlenir ve izin alındıktan sonra ticaret siciline kaydedilir. Daha sonra izahnamede yatırımcılara duyurulur. Halka arz edilen fonların yönetimi, günlük ve haftalık raporlarla denetlenmektedir. Bu süreç, profesyonel bir bilgi birikimi gerektirmektedir. Fon kurucu ve yönetici şirketler, performanslarını arttırmak için portföy yöneticilerini

[30] Davis, Gerald F., "A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re- concentration in the United States", **European Management Review**, 5(1), 2008, s.11-21.
[31] U.S. Securities and Exchange Commision, "Asset Allocation", (Çevrimiçi) http://www.sec.gov/investor/pubs /assetallocation.htm.

titizlikle seçmektedirler. Yatırımcıların yapması gereken ise, bu alanda uzmanlaşmış portföy yöneticilerinin elindeki fonlara güvenmek olmalıdır.[32]

1.5.3. İnançlı Mülkiyet İlkesi

Yatırım fonu, katılma belgesi alan yatırımcıların biriktirdiği paralarla oluşturulan ve bu paraların ulusal ve uluslararası piyasalarda altın ve diğer değerli madenlere yatırım yaparak portföy yönetimi yapan bir mal varlığıdır. Yatırım fonunu kuran ve yöneten kurum, yatırımcılara inançlı mülkiyet ilkesi gereği, fonun sahibi olduğunu belgeleyen katılma belgelerini verir. Yatırımcılar bu belgelerle fonun mülkiyet hakkını kuruma devrederler. Bu devir, fonun kurallarını içeren inanç sözleşmesi ile yapılır. Yatırımcılar, fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini de kuruma bırakırlar. Kurum ise yatırımcıların haklarını gözetmek ve savunmakla yükümlüdür. Kurum, fonun yönetimini başka bir kuruma devredebilir, ancak bu durumda da fonun iç denetim ve bağımsız denetim mekanizmaları ile izlenmesini sağlamalıdır.[33]

Kurucu, bu inançlı sözleşme uyarınca elde ettiği mülkiyet hakkını, yasal, idari ve içsel kurallara uygun şekilde kullanmaya mecburdur.[34]

1.5.4. Mal Varlığının Korunması İlkesi

Fon, kurucunun mal varlığından bağımsız bir tüzel kişilik değildir. Ancak, kurucunun başka işlerden kaynaklanan zarar veya borçları nedeniyle fon varlığına karşı tarafın rehin veya haciz hakkı yoktur. Fonlar, tasarruf sahiplerinin adına ayrı hesaplarda tutulur. Bu şekilde, tasarruf sahiplerinin birikimleri yasal olarak korunur. Piyasa dalgalanmaları nedeniyle yatırım değerindeki değişimlere karşı portföyün doğrudan korunması sınırlıdır, ancak riski dağıtmanın çeşitli yolları vardır. Buradaki esas amaç, mal varlığının korunması olmaktadır.[35]

---

[32] Gremillion, Lee, **Mutual fund industry handbook: A comprehensive guide for investment professionals** (Vol. 1), John Wiley & Sons, 2005.
[33] Ural, Mert, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi,** Ankara, Detay Yayıncılık, 2010, s.15.
[34] Burçak Yıldız Destanoğlu, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri,** Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2004, s.124
[35] Dyson, Paul Henry Charles **Growth study of the Canadian mutual fund industry** (Doctoral dissertation, University of British Columbia), s.25, 1969.

1.5.5. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi

Yatırım fonlarının temel ilkesi, tasarruf sahiplerinin paralarını menkul kıymetlere yatırarak kâr sağlamaktır. Bu paralarla oluşturulan portföy hem kısa hem de uzun vadeli stratejilere göre yönetilebilmektedir. Kısa vadeli stratejilerde kârı en üst düzeye çıkarmak için alım satım yapılmaktadır. Uzun vadeli stratejilerde ise sermayeyi en üst düzeye çıkarmak için hisse senetlerine yatırım yapılmaktadır. Hisse senetleri, sermaye artırımı ve temettü geliri sağlayarak portföyün değerini artırmaktadır. Bu stratejilerin temelinde temel analizler yatmaktadır. Yatırım fonları, ticari bir mal varlığı olarak kâr odaklıdır. Bu nedenle, portföyü oluşturan varlıkların etkin bir şekilde yönetilmesi, fonun uzun vadede başarılı olmasının sebebidir.

1.6. Dünyada Fon Kavramı ve Gelişimi

Menkul kıymet yatırım fonlarının tarihi, çeşitli gelişmelere tanıklık etmiştir. Tarih sahnesinde ilk yatırım fonu organizasyonunun temeli, 19. yüzyılda Belçika Kralı I. William tarafından "Société Générale de Belgique" adı altında atıldı. Akabinde, 1800'lerin ortalarında İngiltere ve İskoçya'da gelişme gösterdi. Örnek olarak İngiltere'de devlet, demiryolu şirketlerine kendi hisselerini ödünç vermeye başladı. İngiltere'de ilk yatırım fonları, 1850'lerin ortalarında ortaya çıktı ve 1862 ve 1867 yıllarında yasal bir temele kavuşturuldu. Kısa bir süre sonra, 1868'de Londra'da "The Foreign and Colonial Government Trust" adında bir fon kuruldu. 1886 yılında ise Londra Borsası'nda işlem gören 12 yatırım fonu bulunmaktaydı.[36]

Yatırım fonlarının ortaya çıkışıyla ilgili farklı ülkelerde farklı isimlerle anılan birçok örnek bulunmaktadır. İngiltere'de "Unit Trust", Amerika'da "Mutual Fund", Fransa'da "Fonds Commun de Placement", İsviçre'de "Anlagefonds" ve Almanya'da "Investmentfonds" olarak adlandırılan yatırım fonları, geçmişe uzanan köklü bir geçmişe sahiptir. Bu fonların ortaya çıkış tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır.[37] Tarihte ilk yatırım fonunun ne zaman ve hangi fon olduğu konusunda çeşitli kaynaklarda farklı ifadeler bulunmaktadır. Bu konuda tam bir mutabakat olmamakla

[36] Ahmed Parvez Seth Anderson, "Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings," 2005, s. 3.
[37] Karslı, a.g.e, s. 37.

birlikte, farklı ülkelerde farklı fonlarla ilişkilendirilen örnekler sunulmuştur. Örneğin, bazı kaynaklarda Belçika Kralı I. William tarafından 19. yüzyılda kurulan "Société Générale de Belgique" adlı fonun ilk yatırım fonu olduğu ifade edilirken, diğer kaynaklarda İngiltere'deki fonların öncülük ettiği belirtilmektedir. Bu tür tarihsel detaylar konusunda kesin bir bilgi olmadığı için, ilk yatırım fonunun tarihçesi hakkında farklı ifadelerin bulunduğunu belirtmek önemlidir.[38]

Amerika'da yatırım fonlarının gelişimi, Avrupa'ya kıyasla daha geç tarihlere denk gelmektedir. Bununla birlikte, Amerika'da yatırım fonları, tasarruf kanalları için birincil bir araç olarak öne çıkmıştır. Bu nedenle, yatırım fonları ABD'de büyük bir popülerlik kazanmış ve önemli gelişmeler göstermiştir. Araştırmalar, Massachusetts Hospital Hayat Sigortası Şirketi'nin ilk yatırım fonu olarak kabul edildiğini ve katılımcılar adına yatırım yaptığını ortaya koymuştur. Ancak, küçük yatırımcılara çeşitlendirilmiş bir portföy sunmak amacıyla kurulan kapalı uçlu yatırım şirketinin, New York Stock Trust adı altında 1889'da temellerinin atıldığı da belirtilmektedir.[39]

ABD'de kurulan ilk resmi yatırım fonu 1924'te "Massachuhusetts Investors Trust" isimli yatırım fonu olarak karşımıza çıkmaktadır.[40] Amerika'da, yatırım fonlarının gelişimi açısından önemli bir adım olan ilk kapalı uçlu yatırım fonu ise 1921 yılında "*The International Securities Trust of America*" adıyla kurulmuştur.[41] Kapalı uçlu fonlar, inançlı mülkiyet esasına dayalı olarak kurulmuşlardır. Açık uçlu ve kapalı uçlu fonlar arasındaki temel fark ise açık uçlu fonların tüzel kişilik esasına göre kurulurken, kapalı uçlu fonların ise inançlı mülkiyet esasına göre kurulmasıdır. Bu fark, fonların işleyişine ve yatırımcılarla ilişkilerine etki etmektedir. Kriz dönemlerinde insanların artan enflasyon ve tasarruflarını yönlendirmek için yatırım enstrümanı arayışı bugün olduğu gibi 1929 Büyük Buhranında da karşımıza çıkmaktadır ve 1929 Büyük Buhranına gelene kadar artan fon sayısı kriz döneminde

[38] Gündoğdu, a.g.e. s. 7.
[39] Seth Anderson and Parvez Ahmed, a.g.e. s. 4-5
[40] Cheikh Saleck, "Yatırım Fonları Risk Ve Getiri Analizi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama" (Dokuz Eylül Üniversitesi, 2018), s. 12.
[41] Kadir Yıldırım, "Finansal Küreselleşme Açısından Yatırım Fonlarının Etkinliği" (Marmara Universitesi, 2009), s. 81.

yavaşlama gösterse de 2. Dünya savaşından sonra hızla artış göstermeye devam etmiştir.

Yatırım fonlarının faaliyetleri, 1933 ve 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu ile yasal bir düzenlemeye tabi tutulmuştur. Bu dönemde, bankalar da fon şirketleri gibi aracılık hizmeti fonksiyonunu yerine getirmeye başlamışlardır. Başlangıçta, bankalar yatırım fonlarını mevduata rakip olarak görmüş ve çekimser bir tutum sergilemiştir. ABD'de bankalar, menkul kıymet portföyü oluşturma ve aracılık gibi fonksiyonları gerçekleştirmemekte ve yatırım fonlarının rolünü üstlenmemektedir. Özellikle 1980'lerden sonra, Para Piyasası Yatırım Fonları önemli bir rol oynamış ve özellikle belirsizlik dönemlerinde başarı elde etmiştir. Bu fonlar, kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetlere yatırım yapmasıyla dikkat çekmektedir. Amerika'da bu gelişmiş fonlar, bankaları zor durumda bırakmıştır. Ancak 1982 yılında bankalara para piyasası mevduat hesabı açma yetkisi verilmesi, bankaların tasarrufları yeniden kendilerine çekme imkânı sağlamıştır.[42]

İslami Finans Hizmetler Kurumu (IFSB- Islamic Financial Services Board) 2002 yılında Malezya'da kurulmuştur. Kurulma amacı faizsiz bankacılığı sorgulamak ve denetlemek olmuştur. 2006 yılında ise İslami Yatırım Bankası kurulmuştur. Çağımızda faizsiz finansmanın ve katılım bankalarının gelişmesi yalnızca İslam ülkeleri ile kısıtlı olmamaktadır. Hollanda, Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Danimarka, İngiltere, Almanya ve Japonya gibi ülkeler başta olmak üzere dünyanın çoğu ülkesinde buna benzer faizsiz kurumlar faaliyette bulunmaktadır.

Günümüzde tasarruf sahiplerinin dünya sahnesinde, artan teknolojik alt yapı ve bilgiye ulaşmanın kolay olması ile birlikte fon kıyasının rahatça yapabilmesi ve insanların fon yatırımın talebinin gün geçtikte artması kaçınılmaz gözükmektedir.

21. yüzyıl ile birlikte katılım bankacılığı hareketi sistematik bir biçimde işlemeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafınca talep edilen fon miktarını karşılamada zorluk çeken ABD, söz konusu harekete destek sağlayarak finansman kaynağı oluşumuna katkı sağlamıştır. Müslüman örgütlenmesiyle 1981 yılında

[42] Yıldırım, a.g.e, s. 81.

İsviçre'de kurulmuş olan Dar Al-Maal Al-İslami holdingiyle bahsi geçen açığın kapatılması amaçlanmıştır.[43]

Dünya kapsamında İslami bankaların büyümesi ve gelişmesinde Körfez ülkelerinin petrol üretimiyle sağlamış oldukları fonlar ciddi miktarda katkı sağlamıştır. Suudi Arabistan, Bahreyn, Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri, Katar ve Umman Körfez İş Birliği Konseyi'ni meydana getirmişlerdir. İslami Finansal Hizmetler Kurulu tarafınca sağlanmış olan bilgiye bağlı olarak 2019 yılından beri İslam finans sektörünün dünya çapındaki büyüklüğünün %44,9'luk oranı Körfez İş Birliği Konseyi'ne aittir[44]

MENA şeklinde isimlendirilmiş olan İran, Lübnan, Mısır, Irak, Yemen, Cezayir, Libya, Suriye, Fas, Tunus ve Ürdün İslami finans payının %34,4 kadarına sahiptir. Güneydoğu Asya ülkeleri olan Mynamar, Tayland, Doğu Timor, Filipinler, Vietnam, Endonezya, Singapur, Kamboçya ve Brunei %16,9 oranına, Afrika ülkeleriyse %0,8'lik orana sahiptir. Bahsi geçenlerin haricinde Amerika ve Avrupa'da İslam finans dünyasında oran %3'lük seviyededir[45]

İslam finans sektörünün %1,3'ünü İslami sigorta, %2,8'ini İslami fonlar, %24,2'sini sukuk ve%71,7 kadarını İslami bankacılık kapsamaktadır. Söz konusu oranlar varlık şeklinde ifade edildiği zaman sırası ile 27,7 milyar USD, 61,5 milyar USD, 530,4 milyar USD ve 1 trilyon 571 milyar USD tutarları görülmektedir[46]

1.7. Türkiye'de Fon Kavramı ve Gelişimi

Türkiye'deki yatırım fonlarının gelişimi, gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça yavaş bir süreçte gerçekleşmiştir. Bu yavaş gelişmenin temel nedeni, Türkiye'deki finansal piyasaların teknik ve yasal altyapı eksiklikleriyle karakterize olmasıdır. Bu eksiklikler, yatırım fonlarının etkin bir şekilde gelişmesini engellemiştir. Türkiye'de

[43] Yunus Emre Kahraman, "Katılım bankacılığının Türkiye'deki gelişimi ve geleceği." **Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi** 4.10 2020, s. 55-71.
[44] Mohd Ma'Sum Billah, "Islamic financial services board and its regulatory functions in the Islamic financial industry." **Islamic Financial Products: Principles, Instruments and Structures**, 2019, s. 10.
[45] Mohd Ma'Sum Billah, a.g.m., s. 12.
[46] Billah, a.g.m., s. 10

yatırım fonlarının popülaritesi ve etkinliği için daha fazla düzenleme ve altyapı geliştirme çabalarının gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu sayede, finansal piyasaların daha sağlam bir temele oturtulması ve yatırım fonlarının gelişimi için daha uygun bir ortam oluşturulması hedeflenmiştir. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerdeki insanların tasarruf davranışları, sermaye piyasalarının gelişmesinin önündeki en büyük engellerdendir. Türkiye' de yaşayan insanların tasarruf yetersizliği de menkul kıymet piyasalarının gelişmesini geciktirmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye'de yeni bir dönem başlamış ve ekonominin her alanında serbestleşmeye yönelik politikalar izlenmeye başlanmıştır. Bu çerçevede, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılmasının ardından 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş ve 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (IMKB) faaliyete geçmiştir. Yatırım fonları da bu gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan bir enstrüman olarak ön plana çıkmıştır. SPK'nın 1982 yılında yürürlüğe girmesine rağmen, ilk yatırım fonuna ait katılma belgesi 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiştir. SPK'dan önce ise 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık faaliyeti yürüten MEBAN (Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.) bünyesinde bir fon kurulmuş ve bu fonun katılma belgeleri piyasaya sürülerek tedavül edilmiş ve hatta belgelerin değer artışları her ay gazeteler aracılığıyla kamuoyuna duyurulmuştur. Ancak, bu girişim başarılı olmamış ve gerçek anlamda Menkul Kıymet Yatırım Fonu (MKYF) olarak kabul edilememiştir.[47]

Bu başlangıç gelişmelerinden sonra, 12.12.1986 tarihinde yayınlanan Seri VII, No:1 sayılı "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği" Resmi Gazete 'de yayımlanmıştır. Ardından 1987 yılında ilk menkul kıymet yatırım fonu olan Türkiye İş Bankası A.Ş. B Tipi Likit Fon 13.07.1987 tarihinde 10 milyar TL sermaye ile faaliyete geçmiştir.[48]

Türkiye'de 1990'lar ve 2000'ler boyunca yatırım fonları çeşitlenmiş ve sayıca artmıştır. Bu dönem, aynı zamanda Türkiye'nin finansal piyasalarının uluslararası standartlara uyum sağlama çabalarının yoğunlaştığı bir dönem olmuştur. Çeşitli

[47] Yıldırım, a.g.e, s. 49.
[48] Gündoğdu, a.g.e s. 9.

türdeki yatırım fonları, bireysel ve kurumsal yatırımcılara geniş bir yelpazede yatırım seçenekleri sunmuş ve sunmaktadır.

Günümüzde, Türkiye'de yatırım fonları sektörü hem yerel hem de global ekonomik koşulların etkisi altında, dinamik bir yapıya sahiptir. Finansal teknolojilerin (FinTech) gelişimi, yatırımcı davranışları üzerinde önemli bir etkiye sahip olmuş ve yatırım süreçlerini daha etkin ve erişilebilir hale getirmiştir.

Türkiye'de yatırım fonları piyasasının tarihsel gelişimi, ekonomik politikalar, düzenleyici çerçeveler, piyasa katılımcılarının davranışları ve teknolojik gelişmeler gibi birçok faktörün etkileşimiyle şekillenmiştir. Bu süreç, Türkiye'nin finansal piyasalarının derinleşmesine ve genişlemesine önemli katkılarda bulunmuştur.

Güncel olarak 2023 yılı sonunda Türkiye'deki 581 adet Yatırım Fonunun büyüklüğü 677 Milyar TL seviyesine ulaşırken ortalama aylık ortalama işlem hacmi 154.8 Milyar TL seviyesindedir, 283 adet Bireysel Emeklilik fonunun ise 2023 yıl sonu büyüklüğü 623 Milyar TL olurken aylık ortalama işlem hacmi 1.5 Milyar TL seviyesindedir.

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZSİZ FİNANS SİSTEMİ

İslami finans hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli bir ekonomik kavram haline gelmiştir. Faizsiz finans/bankacılık olarak da bilinen bu sistem, İslami hukukun etik ve moral prensiplerine dayanmaktadır. İslami finansın temel amacı, sosyal adaleti sağlamak ve ekonomik kalkınmayı teşvik etmek için faizsiz, etik ve risk paylaşımına dayalı bir finans modeli oluşturmak şeklinde de tanımlanabilmektedir.

İslami finans, dünya üzerinde bulunan geleneksel finans sistemlerinden temel ilkeler ile ayrılmaktadır. Ana unsur olarak, İslami finans, faiz veya riba'nın kesinlikle yasaklandığı bir sistemdir. İkincisi, İslami finans, "gharar" veya belirsizlik ve "maysir" veya kumar gibi belirli uygulamaları da yasaklar. Bu ilkeler, tüm İslami finans uygulamalarının temelini oluşturmaktadır.

Dünya genelinde, İslami finans sektörü hızla büyümekte ve genişlemektedir. Bu büyüme, özellikle Müslüman nüfusu yüksek olan ülkelerde, tüketicilerin finansal işlemlerinde İslami prensiplere uyma taleplerinin artmasına paralel olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, İslami finans aynı zamanda Müslüman olmayan tüketiciler arasında da popülerlik kazanmıştır, çünkü bu sistem, sadece temel ilkelerinden olan faiz ve belirsizlikten uzak durmakla kalmayıp aynı zamanda toplum içerisinde, riski azaltma ve sosyal adaleti teşvik etme, gelir dağılım eşitliği, kaynakların ortaklık yoluyla çoğaltılması, gibi değerleri vurgulamaktadır.

2.1. Faizsiz Finans İlkeleri

Dünyada ve Türkiye'de genel olarak kabul edilen ve katılım finans esasları olarak değerlendirilebilecek temel ilke ve prensipler aşağıda bilgi amaçlı olarak kısaca özetlenmektedir:

- **Faizsizlik**

İslam hukuku, bilinen diğer adıyla Şeriat, faiz uygulamasını, ya da İslam terminolojisindeki karşılığıyla "riba"yı kesin bir dille yasaklar. Riba, herhangi bir ekstra değer veya ödemenin, o ödemenin veya değerin karşılığı olmaksızın bir işlem sonucunda alındığı durumu ifade eder. Bu noktada, İslami finans prensiplerine göre hareket eden finansal kurumlar, hiçbir şekilde faiz içeren işlemlerde yer alamazlar, bu tür işlemlere aracılık yapma hakkına da sahip olamazlar. Bu prensip, doğrudan müşterilerle olan etkileşimlerde ve diğer finansal kurumlarla yapılan işlemlerde geçerli olmak üzere, bireysel ve kurumsal tüm müşterilere sunulan hizmetler ve ürünler için evrensel bir ilkedir. İslami finansın bu yaklaşımı, sosyal adaleti, risk paylaşımını ve ekonomik faaliyetlerin herkes için faydalı olmasını vurgulayan etik ve ahlaki değerlerini yansıtır. Bu bağlamda, faizin her türlüsü, İslami finansın temel prensiplerine aykırı kabul edilir, çünkü faiz uygulamaları genellikle taraflardan birinin diğerine göre daha büyük bir avantaj elde etmesini sağlar, bu da sosyal adalet anlayışıyla çelişir. Faizsiz işlemler sayesinde, İslami finans müşterilere daha şeffaf ve adil bir hizmet sunarken, finansal kuruluşların kaynaklarını toplum hizmetine ve etik değerlerle uyumlu projelere yönlendirmesini sağlar. Bu sayede İslami finans, etik ve ekonomik hedeflerini bir arada tutmayı başarır.[1]

- **Garar ve Cehaletın Olmaması**

"Garar" ve "cehalet", görünüşte benzer konular olmasına rağmen, İslam hukuku bakış açısından sözleşmelerin geçerliliğini belirleyen hayati faktörlerdir. Garar, elde edilip edilemeyeceği belirsiz olan bir öğeyi ifade ederken, cehalet, bir mal,

[1] Suna Akten Çürük, "İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri," Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi , 2013, s. 17-20.

hizmet, koşul veya durumun özelliklerinin tam olarak bilinmediği durumlarda ortaya çıkar, yani sonuç belirsiz olmamakla birlikte nitelikleri tam anlaşılmamıştır. Bu noktada, İslami finans bağlamında, garar bir sözleşmedeki bir madde, koşul veya konunun varlığına dair belirsizliği yansıtırken, cehalet ise bir sözleşmedeki bir madde, koşul veya konunun özelliklerine dair belirsizliği temsil eder. Sözleşmelerde garar ve cehaletin bulunmaması gerekliliği, potansiyel bilgi eşitsizliği ve anlaşmazlık durumlarını en aza indirgemeyi hedefler.[2]

- **Kumarın Olmaması**

İslam hukuku, kumarı, bir tarafın kazancının diğer tarafın kaybı ile sonuçlandığı, yani sıfır toplamlı ve tamamen şansa dayanan bir aktivite ya da işlem sonucunda elde edilen geliri ifade eder. Finansal anlaşmalarda temel hedeflerden biri, anlaşmanın konusunu oluşturan faaliyetin her iki taraf için de fayda yaratmasıdır. Bu bağlamda, kumar esasına dayalı her türlü ürün, işlem ve uygulama, bir tarafın diğerine karşı haksız bir avantaj elde etmesine neden olur. Bu nedenle, İslami finans modelinde, kumarın yasaklanması, spekülasyon ve türev ürünlerin kullanımının da yasaklanmasına yol açmıştır.[3]

- **Riske ve Sorumluluğa Dayalı Kazanç**

Her sözleşme, temelinde taşıdığı belirli bir risk faktörü ile birlikte gelir. Bu durum, hukuki anlaşmaların doğasından kaynaklanan bir durumdur ve genellikle kontrol edilemez. Ancak, bir sözleşmedeki potansiyel risklerin sadece bir taraf tarafından alınması ya da işlemlerin bu doğrultuda şekillendirilmesi gibi durumlar, başlangıçta yasal olan sözleşmeleri hukuken kabul edilemez bir hale getirebilir. Bu durum sözleşmenin her iki tarafının da bir dereceye kadar risk taşımasının gerekliliği, sözleşmelerin özünde bulunan temel bir unsurdur ve hukuken korunmaktadır. Bu nedenle, bir tarafın risk taşımaması koşulu, sözleşmenin özüne aykırıdır ve anlaşmayı geçersiz kılar. Dahası, İslam hukuku perspektifinden bakıldığında, risk taşımayan bir gelirin meşru kabul edilmesi söz konusu olamaz. Bu, İslam hukukunun, her türlü ticari

[2]Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi, "Katılım Finans Strateji Belgesi," 2022, s. 8.
[3] Finans Ofisi, s.8.

faaliyette adil ve dengeli bir risk dağılımını teşvik eden ve koruyan özgün prensiplerinden biridir. Bu nedenle, İslam hukuku bağlamında, sözleşmelerin dikkatlice yapılandırılması ve her iki tarafın da adil bir şekilde risk taşıması gerekliliği, taraflar arasındaki anlaşmazlıkları en aza indirgemeye yardımcı olurken, aynı zamanda İslami prensiplere uyumu da sağlar.[4]

- **Yasaklanmış Faaliyetler**

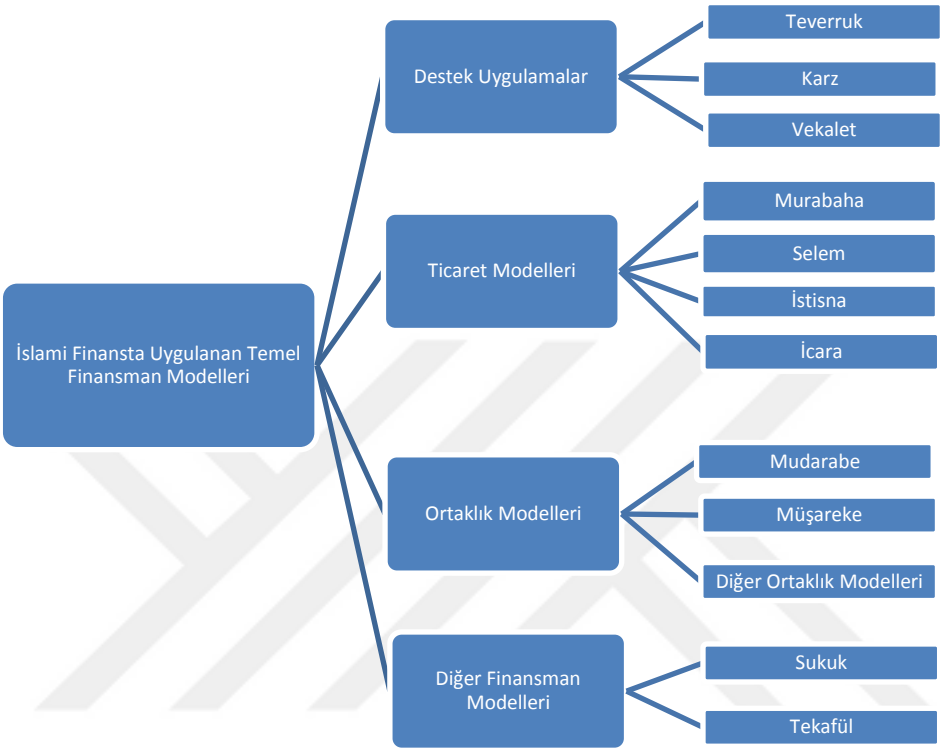
İslam, etik ve ahlaki kurallara aykırı olan çeşitli eylemleri yasaklamıştır. İslam hukuku, iş uygulamalarını tanımlar ve genel iş etiği kurallarını belirler. Bu çerçevede, alkol, uyuşturucu ve tütün üretimi ve ticareti, ahlaka aykırı yayınlar, dini açıdan uygun görülmeyen turizm ve eğlence aktiviteleri, domuz eti satışı gibi faaliyetlerin yapılması yasaktır. Hem Türkiye'deki hem de global İslami Finans kurumlarının bu tür alanlarda faaliyet göstermesi prensip olarak yasaklanmıştır. Bu yasaklar, İslam hukukunun ticaret ve finans etiği kurallarının bir parçasıdır ve İslami finans kurumları, iş modellerini bu etik ve ahlaki kurallarla uyumlu bir şekilde düzenlemekle yükümlüdürler.[5]

2.2. İslami Finansta Finansal Enstrümanlar

İslami Finans'ta kullanılan tüm finansman yöntemlerinin kökeni İslam Hukuku'na dayanmaktadır ve her birinin kendine özgü uygulama şekilleri ve doğuş sebepleri bulunmaktadır. Bu yöntemlerin çeşitliliği ve her birinin farklı hedeflere hizmet etmesi, sektördeki önemli bir boşluğu doldurarak bütünleştirici bir rol oynamıştır. Özellikle, İslami kesimlerin kullanılmayan fonlarının reel ekonomiye aktarılması, sektöre makro düzeyde katkı sağlamıştır. Bu, İslami Finans'ın kapsamlılığını ve geniş kapsamlı yaklaşımını yansıtmaktadır. Her bir finansman modeli, kendine has bir amaca hizmet ederken, aynı zamanda İslami prensiplere uygun

[4] Finans Ofisi, s.8.
[5] Finans Ofisi, s.8.

olması ve İslami toplulukların finansal kaynaklarını etkin bir şekilde kullanmasını sağlaması bakımından önemlidir.[6]



Şekil 2.1: İslami Finansta Yer Alan "Finansal Yöntemler"

2.2.1. Destek Uygulamalar

2.2.1.1. Teverruk

Teverruk, temelde likidite krizine çözüm olabilecek bir mekanizma olup, "gümüş arama" veya "likit arama" anlamına gelen bir terimdir. Alternatif adları arasında "Ters Murabaha" veya "Emtia Murabahası" da bulunur. Bu sistemde, esasında bir müşteri, finansal ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla belirli bir malı vadeli ve yüksek bir fiyata satın alır. Malın teslimatını takiben, müşteri, önceden yüksek

[6] Ayşe Celebcioğlu, "Türkiye'de Islami Finansın Tarihi Ve Kullanılan Finansman Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi," Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2017, s. 71.

tutarda ödeme yaptığı miktarın kendinde (borç olarak) kalması şartıyla, aynı malı daha düşük bir fiyatla ve peşin olarak geri satın alır. Bu süreç, müşterinin nakit ihtiyacını hızlı bir şekilde karşılayarak likidite sorununu gidermeyi hedefler.[7]

2.2.1.2. Karz

Karz terimi, İslam ekonomisinde belirli bir süre sonra geri ödenmesi gereken borcu ifade eder ve genellikle bir şeyin benzerinin, belirli bir zaman kısıtlaması olmaksızın, ileride aynı miktarda geri ödenmek üzere verilmesini temsil eder. Karz sözleşmesi çerçevesinde, kreditör, bir nakit tutarı veya tüketilebilir bir varlığı, hiçbir ek bedel olmaksızın, borçlunun kullanımına sunar ve bu, ileride tam olarak geri alınacaktır. Bu ödünç verme süreci, fazladan bir ücret olmaksızın borç verme ve almanın temelini oluşturur.[8]

2.2.1.3. Vekalet

Vekalet, köken olarak "koruma" ve "muhafaza etme" anlamlarını taşırken, modern finans terminolojisinde, bir bireyin, kabul edilen bir topluluk üzerinde kendisi adına başka bir kişiyi temsilci olarak atadığı bir durumu ifade eder. Günümüz pazarında, vekalet genellikle acentelik anlaşmasının bir biçimi olarak görülür ve İslami finans uygulamalarında, murabaha, selem, istisna ve icare gibi finansman tekniklerinin ön koşul aşamalarında yer alır. Vekalet sözleşmesi kapsamında, müşteri kendi birikimlerini finans kurumuna devreder. Bu kurum, bir yatırım uzmanının rolünü üstlenir ve müşterinin birikimlerini yönetir. Bu süreç, birikimlerin etkin bir şekilde değerlendirilmesine yardımcı olurken, müşterinin finansal hedeflerine ulaşmasını kolaylaştırır.[9]

[7] Celebcioğlu, a.g.e, s. 155.
[8] S. B. ve Dikgöz Arzova, "Karz-ı Hasen Ekonomik ve Sosyal Boyutu 1.Uluslararası Sigortacılık" (Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Ankara., 2018), s. 8.
[9] Celebcioğlu, a.g.e, s. 65.

2.2.2. Ticaret Modelleri

2.2.2.1. Murabaha

İslami Finans kurumları tarafından sağlanan bu tür bir finansman modeli, işletmelerin operasyonel gereksinimlerini karşılamak için tasarlanmıştır. İşletme, İslami Finans kurumundan bir tür "kredi" alır, ancak bu, geleneksel anlamda bir kredi değildir. İşletmenin ihtiyaç duyduğu mal, gayrimenkul veya hizmet bedelleri, finans kuruluşu tarafından doğrudan satıcıya ödenir. Bu durumda, işletme, ilgili finans kurumuyla olan borcunu ödeme yükümlülüğü altına girer. Bu işlem, İslam hukukunda faizin yasaklanması nedeniyle, geleneksel bankacılık sisteminden farklı bir yaklaşım sunar. İslami Finans kurumları, işletmelerin operasyonel ihtiyaçlarını karşılamak için bu tür araçları kullanırken, aynı zamanda İslam hukukunun gereklerine uygun hareket ederler.[10]

2.2.2.2. Selem (İleriye Dönük Satın Alma)

Selem, tamamen veya kısmen nakit ödemenin anlaşma sırasında gerçekleştirildiği ve alışverişin tamamlandığı bir satın alma işlemidir. Ancak, satın alınan varlığın teslimi belirlenen bir tarihe kadar ertelenmiştir. Bu modern faizsiz bankacılık uygulamasında, İslami hukuk bilginleri paralel selem işlemine izin vermişlerdir. Paralel selemde, finans sağlayıcı çift rol oynar. Bir yandan, ilk anlaşmanın satıcısı olarak hareket ederken, diğer yandan başka bir kişiyle yapılacak anlaşmada, ilk sözleşmedeki özelliklere sahip malların alıcısı konumundadır. Bu işlem, İslami finans prensipleri çerçevesinde tasarlanmış ve uygulanmış bir mekanizmadır ve hem alıcı hem de satıcı için faydalar sağlar.[11]

2.2.2.3. İstisna (Siparişe Dayalı Satın Alma)

"İstisna", selem tipi bir alım-satım anlaşması olmakla birlikte, selem'den belirli yönlerden ayrılmaktadır. Bu anlaşmada, satıcı belirlenmiş özelliklere ve fiyata göre bir

[10] Atilla Yanpar, **İslâmi Finans İlke Araç Ve Kurumları**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2014, s. 154.
[11] Mustafa Mürsel Eskici, "Türkiye'de Katılım Bankacılığı Uygulaması Ve Katılım Bankaları'nın Müşteri Özellikleri" (Süleyman Demirel Üniversitesi, 2007), s. 72.

malın inşası veya üretimini taahhüt eder ve bu işlem tamamlandığında alıcıya teslim eder. Farklı olarak, ödeme zorunlu olarak peşin yapılmasını gerektirmez ve taksitle ödeme kabul edilir. Ayrıca, bu tür bir anlaşmanın finansal aracılığı da mümkündür. Ancak, finansal aracı tarafından ayrı bir kişi ile ikinci bir istisna anlaşmasının (paralel istisna) yapılabilmesi için, malın teslimini alacak olan tarafın izni gereklidir. Bu durumda, finansal aracı ilk anlaşma kapsamında bir varlığın üretimini veya inşasını üstlenir ve ikinci anlaşma kapsamında bu işlemi başka bir taraf gerçekleştirebilir.[12]

2.2.2.4. İcare

İcare, kavramsal olarak "bir varlığın kullanım haklarının belirli bir ücret karşılığında devri" veya "belirli bir yararın, kararlaştırılan bir bedel karşılığında transferi" anlamına gelir.[13] Bu, genellikle bir malın veya hizmetin belirli bir süre için kullanılabilmesi için belirlenen bir ücret karşılığında kiralanması durumunda uygulanır.

İcare uygulamasında, kiralanan mülkün mülkiyeti kiracıya devredilmez; bunun yerine, mülk, kira süresi boyunca kiracının emanetinde kalır. Eğer kiralanan varlık, kusurlu veya kasıtlı bir hareket sonucunda zarar görürse, kiracının bu zararı tazmin etmesi beklenir. Ancak, kiracının kontrolü dışında ortaya çıkan zararlar için kiraya veren taraf sorumluluk taşır. Bu, İcare'yi geleneksel kiralama yönteminden ayıran belirli bir özelliktir. Geleneksel kiralama anlaşmalarında, genellikle bu iki durum arasında bir ayrım yapılmazken, İcare uygulamasında bu iki durum ayrı ayrı değerlendirilir.[14]

[12] Eskici, a.g.e, s. 73.
[13] Diyanet İşleri Başkanlığı İlmihali, 2.cilt: 378
[14] Mohammed Obaidullah, "Islamic Financial Services" (King Abdulaziz University Jeddah, 2005), s. 89.

2.2.3. Ortaklık Modelleri

2.2.3.1. Mudarabe

Mudaraba, İslam finansında sıklıkla başvurulan bir ortaklık modelidir ve bu durum genellikle bir tarafın sermayeye, diğer tarafın ise finansman ihtiyacına sahip olduğu durumlarda gerçekleşir. Mudaraba, temelde bir emek-sermaye ortaklığı olarak işlev görür. Bu yapıda, banka veya sermaye sahibi, yatırımın gerçekleşmesi için gereken finansal kaynakları tamamen sağlar. İşletme sahibi veya girişimci ise, projenin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi için kendi emeğini ve uzmanlığını kullanır. Elde edilen kâr, sermaye sahibi ve girişimci arasında, anlaşmaya başlangıçta dahil olan belirli oranlarda bölüştürülür. Ancak, zarar durumunda, sermaye sahibi veya banka, girişimcinin herhangi bir bilinçli hatası olmadığı sürece, tüm zararı karşılamak zorundadır. Bu durum, işletme sahibinin projeye emek ve yetenek sağladığı, ancak finansal riski taşımadığı bir yapıyı ifade eder. Bu, zararın sermaye sahibi tarafından üstlenilmesi gerektiği prensibini doğrular. Mudaraba, hem tarafların yararına hem de genel ekonomik refahın artması için sağlam bir finansal yapı sağlar.[15]

2.2.3.2. Müşareke

Müşareke, literatürde "ortaklık etmek" veya "bir şirketin sermayesine iştirak etmek" anlamına gelir. Bu terim, finans dünyasında genellikle birden fazla tarafın bir işletmeye veya projeye sermaye yatırarak pay sahibi olduğu bir ortaklık biçimini temsil eder.[16] Müşareke sözleşmesi bağlamında, tüm taraflar kendi sermayelerini ortak bir girişime getirerek hissedar hâline gelirler. Bu tür bir anlaşmanın özünde, kâr ve zararın eşitlikçi bir şekilde paylaşılması prensibi yatar. Kâr, genellikle sözleşmeyle önceden belirlenen koşullara göre dağıtılırken, olası zararlar da sermaye paylarına göre bölüştürülür. Bu, her bir ortağın riski ve potansiyel getiriyi orantılı olarak taşıdığı bir yapıyı oluşturur. Müşareke, tarafların finansal katılımları ve işletme deneyimlerini birleştirerek işletmeyi büyütme ve genel başarıyı artırma potansiyeli sağlar. Bu model,

[15] Rodney Wilson, "Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities," **Humanomics**, 24, no. 3, 2008.

[16] Mustafa Uçar Mustafa, "Özel Finans Kurumlarında Fon Temini Ve Tahsisi'nin Muhasebeleştirilmesi," İstanbul, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 1987, s. 129.

eşit paylaşım ve risk yönetimi prensiplerini içerdiği için genellikle adil ve etik bir finansal düzen olarak kabul edilir.[17]

2.2.4. Diğer Finansman Modelleri

2.2.4.1. Sukuk

Sukuk, literatürde "sertifika veya belge" anlamına gelirken, terim olarak "istek üzerine ticari işlem yapılabilen İslami katılım belgesi" anlamına gelmektedir. Faiz içermemesi ve İslami hukuka göre kabul edilebilir bir faaliyet konusunu temsil etmesi nedeniyle, sukuk İslami finans dünyasında güvenle kullanılan bir menkul kıymettir. İslami finansın perspektifinden bakıldığında, sukuk; ticari bir varlığın, menkul kıymetlere dönüştürülerek sertifikalar aracılığıyla satılmasını temsil eder. Bu sertifika veya belgeleri alan yatırımcılar, bu varlığın sahipliğine, ellerinde bulunan sertifika veya belgelerin oranında sahip olurlar. İslami finans kurumları tarafından kullanılan çeşitli finansman metodları, "murabaha", "istisna", "icâre", "muşarake", "selem", "mudarabe" gibi, her biri için ayrı bir sukuk sözleşmesi ve uygulama metodu bulunmaktadır. Bu finansman tekniklerinden en yaygın olarak kullanılanı "icâre sukuk" olarak bilinir.[18] Sukuk türleri ikiye ayrılmaktadır:

Endekslendiği Esasa Göre Sukuk Türleri

Endekslendiği esasa göre sukuk türleri üçe ayrılmaktadır. Bu sukuklar, varlığa endeksli sukuk, bilanço endeksli sukuk ve proje endeksli sukuktur.

- **Proje Endeksli Sukuk**

Proje endeksli sukuk, mevcut bir projeye özgü, ihraç edilmiş olan sukuk yolu ile finansmanın sağlanması durumudur. Bir başka deyişle sukuk, ihraç yolu ile elde edilen finansman bir projeye transfer edilmektedir. Bu duruma, Katar Hükümeti tarafından 2003'te Doha'da kurulmuş olan Hamad Sağlık Kenti'nin yapımı gayesi ile ihtiyaç duyulan kaynağın sağlanması amaçlı Katar devletinin Katar Global Sukuk'un

[17] Serkan Kervan, "İslami Finans Ve Türkiyede İslami Finans Araçlarının Tercih Edilmesinde Etkili Olan Faktörler" (Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi, 2018), s. 57.
[18] Celebcioğlu, a.g.e., s.69.

çıkartılması örnek olarak gösterilebilmektedir. Bu doğrultuda Katar devletinde sınırlı sorumlu özel amaçlı şirket (SPV/VKİ) kurulmuştur. Ardından HMC adına araziyi SPV devralmıştır. 2010 yılının Ekim ayına kadar 700 milyon $ miktarında icaraya bağlı olarak sertifikalar çıkartmıştır[19]

Proje endeksli sukukun ihracındaki amaç, büyük projelere finansman sağlamaktır. Söz konusu projelere örnek olarak, hükümetin stratejik siyasi gelişme, yerel sanayileştirme, kamu hizmeti gelişimi, alt yapı geliştirmeleri verilebilmektedir. Bahsi geçen projelerin gerçekleştirilebilmesi için özel amaçlı bir şirketin kurulması gerekmekte ve sukuk ihracı proje şirketi tarafından sağlanmaktadır[20]

- **Varlık Endeksli Sukuk**

Varlık endeksli sukuk, finansman ihtiyacı duyan şirketin elinde bulunan varlıktan gelecekte kazanabileceği getirinin hakkının yatırımcılara satılıyor olmasıdır. Kazanç sağlayacak varlığın belli bir süre ile kazancını sukuk finansmanı aracılığı ile yatırımcılara transfer edilmesidir. Varlığından dolayı sermaye gereksinimi duyan taraf, kazanacağı gelirini daha kısa sürede kazanmak amaçlı sukuk ihracına yönelim gösterebilmektedir. Sukuk ihracının yapılabilmesi açısından özel amaçlı şirketin bahsi geçen varlığa ait bütün varlıkları satın alarak ihraca aracı olması gerekmektedir [21]

Varlık endeksli sukuka, Bahreyn havalimanının genişletilmesi amaçlı ihracı yapılan 250 milyon $ değerindeki beş yıllık icara sukuk örnek olarak gösterilebilmektedir. Malezya Hükümeti icara sukuk cinsinden 600 milyon $ değerinde sertifikaları piyasaya sürmüştür. Malezya hükümeti tarafınca SPV'ye devredilen arazinin kazanç hakkı yatırımcılara beş sene için tekrardan satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altına alarak yatırımcılarına değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir[22].

[19] Numan Orhan. "Borsa analiz tekniklerinin islâmi finans aracı sukukta uygulanabilirliği". Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017.
[20] Orhan, a.g.e s.90
[21] Bade Orhan, "Sukukun yapısı ve işleyişinin analizi". Yüksek Lisans Tezi, Baskent University, 2018
[22] Gökhan Özdemir. "Modern bir finansal araç olarak sukukun teorik ve hukuki altyapı yönüyle incelenmesi", Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019.

- **Bilanço Endeksli Sukuk**

Bilanço endeksli sukuk, bir tek projenin yerine birden fazla projenin finansmanı amacı ile gerekli olan sermaye isteğinin ödenmesi amaçlı çıkartılmış olan sukuk modelidir. 2003'te İslam Kalkınma Bankası'nın piyasaya sürdüğü sukuk örnek olarak gösterilebilmektedir. Banka, üye olan ülkelerin türlü projelerinde ihtiyaç duydukları fon isteğini karşılamak amaçlı 2008 yılında vadeli olarak 400 milyon $ sukuk ihracında bulunmuştur[23].

Dayandığı Finansman Modeline Göre Sukuk Türleri

Sukuk, türü ve yapısına bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. On dört sukuk türü AAOIFI tarafından tanımlanmıştır. Ancak söz konusu sukuk türlerinin tamamı uygulama esnasında kullanılmamaktadır.

Uygulamada genellikle kullanılmakta olan sukuklar dört başlık altında incelenmektedir. Bu sukuklar, ortaklık sözleşmesine dayalı sukuk, kira sözleşmesine dayalı sukuk, ortaklık sözleşmesine dayalı sukuk ve vekalet sözleşmesine dayalı sukuklardır.

- **Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

Mudaraba, muşaraka, hibrit sukukları ortaklık sözleşmesine dayalı sukuklardır. Söz konusu sukuklar, büyük sermaye yatırım projelerinin fon sağlamasında, kâr-zarar ortaklığına dayalı projelerin fon sağlamasında kullanılmaktadırlar.

- **Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

İcara sukuku kira sözleşmesine dayalı sukuktur. Söz konusu sukuk, maddi duran varlıkların menkul kıymetleştirilmesinde kiralanan varlıklarda kullanılmaktadır.

[23] Mehmet Kömürcü. "Katılım bankacılığı ve Sukuk: Türkiyede yapılmış olan Sukuk ihraçları". Yüksek Lisans Tezi, Finans Enstitüsü, 2018.

- **Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

Murabaha, istisna, selem sukukları satış sözleşmesine dayalı sukuklardır. Söz konusu sukuklar, maliyet artı kâr marjına dayalı, inşaat ve özel varlıkların imalatı için mobilizasyon maliyetinde ve satış öncesi malların ya da emtianın gelecekteki teslimde kullanılmaktadırlar.

- **Vekâlet Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

Vekalet sukuku, vekalet sözleşmesine dayalı sukuktur. Söz konusu sukuk, yatırımların yönlendirilmesi için fon sağlamada vekalet vermeye dayalı olarak kullanılmaktadır.

2.2.4.2. Tekafül

Tekâfül bir nevi" İslami Sigortacılık" anlamına gelmektedir.[24] İslam hukukunda, riba (faiz), gharar (belirsizlik) ve kumar (şans oyunları) içeren uygulamaların yasak olduğu kabul edilir. Bu sebeple, geleneksel sigortacılık modeli İslamiyet tarafından kabul görmemektedir. Ancak, bu durum İslami Finans kurumlarının, yardımlaşma ve dayanışmayı temel alarak, sigortacılığı İslam hukukuyla uyumlu bir modelle gerçekleştirmesine engel olmamıştır. Takaful, bu yeniden yapılandırılmış modelin örneğidir. Bu yapıda, poliçe sahipleri, bir sigorta havuzuna prim ödeme yoluyla doğrudan katılırlar. Bir risk gerçekleştiğinde, bu havuzdan tazminat ödemeleri yapılır. Bu yöntem, müşteriler arasındaki yardımlaşma ve dayanışma ilkesine dayanır ve bu sayede İslam hukukuna uygun bir yapıya sahip olur. Dolayısıyla, Takaful, İslami hukukun gereklerine uyan ve sigortacılık gereksinimlerini karşılayan bir finansal çözüm olarak kabul edilir.[25]

[24] (Çevrimiçi) "https://www.katilimbulteni.com/tekaful-nedir/," https://www.katilimbulteni.com/tekaful-nedir/.
[25] Celebcioğlu, a.g.e., s. 69.

2.3. Faizsiz Enstrümanların Dünyada Kullanımı

Faizsiz finans, semavi dinlerin faize bakış açısına uygun bir şekilde tasarlanmış bir finansal sistemdir. İslam dininde faiz haram kılınmıştır ve bu ilkeye dayanarak faizsiz finans sistemi oluşturulmuştur. Bu sistem, geleneksel bankacılık sistemine katılmak istemeyen inançlı kesimin ekonomik faaliyetlere katılmasına imkân tanır. Küresel faizsiz finans sistemi, bankacılık, sukuk, faizsiz fonlar ve tekafül gibi çeşitli alanları kapsamaktadır. Gelişen Doğu ekonomilerinin küresel ekonomideki payının artması, faizsiz bankacılık sektörünü desteklemektedir. Faizsiz bankacılığın özellikle Müslüman nüfusun yoğun olduğu ülkelerde büyüyeceği tahmin edilmektedir, ancak sukuk piyasasında diğer ülkelerin de rolü artmaktadır. Bu durum, faizsiz finansın küresel bir öneme sahip olduğunu göstermektedir. Faizsiz finans sektörü, faizsiz finansal ürünleri tercih eden yatırımcıların yanında alternatif yatırım fırsatları arayan yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. Küresel faizsiz finans sisteminin büyüklüğü konusunda uluslararası kuruluşlar farklı rakamlar vermektedir. İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) tarafından yapılan hesaplamaya göre, 2019 yılı sonunda küresel faizsiz finans sistemi 2,44 trilyon ABD Doları büyüklüğe erişmiştir. Bu durum, faizsiz finansın dünya çapında önemli bir ekonomik güç olduğunu ortaya koymaktadır.[26]

Kredili işlemlerin faizsiz olarak yapıldığı tarihi örnekler, insanlık tarihinin ilk dönemlerine kadar uzanmaktadır. Bu işlemler başlangıçta mal değişimi şeklinde gerçekleşirken, daha sonra nakit para kullanılmıştır. Bankacılık tarihinin gelişimi incelenirken kredi işlemleri gerçekleştiren kurumların birçoğunu bu işlemi faizsiz olarak gerçekleştirildiğine ulaşılmaktadır.[27]

Hâkim İktisadi Düşünce (HİD), Adam Smith'in 1776'da yazdığı "*Milletler Servetinin Doğası ve Sebepleri Üzerine Bir Araştırma*" adlı eserde ortaya çıkmıştır. Bu düşünce akımının önde gelen isimleri arasında "*Jean-Baptiste Say, David Ricardo, Leon Wallras, Alfred Marshall, John Stuart Mill*" gibi ekonomistler yer almaktadır.

[26] Celebcioğlu, a.g.e., s. 69-72.
[27] Didar Ustaoğlu, "Türkiye'de katılım bankacılığı, sektördeki yeri ve önemi", Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2014.

HİD, ekonomik krizlerle karşılaştığında bazı eleştirilere maruz kalmış anca alternatif bir model bulunamadığı için kendini yenileyerek egemenliğini korumuştur. 1929'daki büyük buhran HİD'in ilk büyük sınavı olmuştur ancak Keynes'in yaptığı eleştiriler ve katkılar sayesinde HİD ayakta kalmayı başarmıştır. 1973'te petrol kriziyle başlayan ve stagflasyon olarak adlandırılan yeni bir kriz ortaya çıkmıştır. Bu krizin üstesinden gelmek için Friedman liderliğinde "*Monetarist İktisat*" ekolü ortaya çıkmış ve çözüm önerileri sunmuştur.[28]

20. yüzyılda, Karl Marx'ın iktisadi düşünceleri, kapitalist ve liberal sistemlere karşı bir alternatif olarak Doğu Avrupa, Rusya ve Çin gibi bazı ülkelerde hayata geçirilmeye çalışılmıştır. Ancak bu deneyimler başarılı olamamış ve bu ülkeler de 1990'larda küresel iktisadi düzene uyum sağlamak zorunda kalmıştır. Bu durum, komünist, kapitalist ve liberal sistemlerin sürdürülebilirliğinin ne derece sağlıklı olduğu sorusunu gündeme getirmiştir. Bu soruya cevap arayanlar arasında, İslam ekonomisinin yeni bir iktisadi paradigma oluşturabileceğini savunanlar da vardır. İslam ekonomisi, 1970'lerden itibaren özellikle İslam bankacılığı şeklinde uygulama alanı bulmuştur. Bu uygulamanın modern, organize ve bilinçli bir şekilde ilk örneği ise Suudi Arabistan'da Kral Faysal bin Abdülaziz tarafından gerçekleştirilmiştir.[29]

Kalkınma sürecinde olan ülkeler, bu süreç için gerekli olan sermayeyi Birleşik Devletlerden istemek zorunda kalmıştır. Fakat ABD hükümeti, bu istekleri karşılamakta güçlük çekeceğini düşünerek, Dünya Bankası bünyesinde faaliyet gösteren ve gelir düzeyi nispeten yüksek olan kalkınmakta olan ülkelere kredi veren Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) modelini esas almıştır. Bu çerçevede, Asya ve Afrika'da ve ayrıca İslam dünyasını da kapsayan bir bölgede kalkınma bankalarının kurulmasına öncü olmuştur. Böylece hem bölgedeki kamu finansmanının sağlanması hem de ABD'ye yönelik kredi talebinin azaltılması amaçlanmıştır. Bu bağlamda; Afrika ve Asya'da oluşturulan kalkınma bankalarına benzer şekilde, 1973 yılında Suudi Arabistan'da hayata geçirilen "*İslam Kalkınma Bankası*" (İKB), İslam

[28] Şakir Görmüş, "İslam İktisadı İnsanlık için Bir İhtiyaç mı?", **International Journal of Islamic Economics and Finance Studies**, 1(2), 2015, 53-68.
[29] Görmüş, a.g.e., s.56.

ülkelerinde birçok kamu projesine önemli bir finansman kaynağı olmuş, ancak sadece kamu taleplerine yönelik olmasına rağmen ihtiyacı tam olarak karşılayamamıştır.[30]

Faizsiz bankacılık sistemi ilk olarak resmi şekil aldığında, finans dünyası bu sistemin katı ilkeleri, karmaşık işleyişi ve zor uygulanabilir enstrümanları yüzünden başarılı olamayacağını iddia etmiştir. 1970-2000 yılları arasında sistem kendini geliştirmeye çalışmış ancak çok fazla büyüyememiştir. 2000 yılından sonra ise birçok İslam ülkesinin bu sisteme destek vermesi ve yatırım yapması sayesinde faizsiz bankacılığa inanan ve ilkelerine bağlı kalanların sayısı artmıştır. Sistem sadece işlevsel değil, aynı zamanda sosyal adalet, ahlaki değerler ve üretim gibi konularda da klasik bankalarla kıyaslandığında insanların faizsiz bankacılığa olan ilgisini daha da güçlendirmiştir.[31]

Faizsiz sistem, sadece İslami coğrafyada değil, uluslararası piyasalarda da kendini kabul ettirmeye başlamıştır. Müslüman olmayan ülkelerde bile faizsiz finans enstrümanlarına ilgi artmaktadır. Bunun nedeni, sistemin adil gelir dağılımını desteklemesi ve sosyal sorumluluk bilincini yükseltmesidir. Bu bağlamda, "*HSBC, Sociate Generale, Citibank, Morgan Stanley, Bank of America, Goldman Sachs*" gibi büyük bankalar faizsiz sistemle uyumlu şubeler açmış veya faizsiz finans ürünleri geliştirmiştir. Böylece sektördeki yenilikleri yakından takip ederek faizsiz ürünlerin çeşitliliğini artırmışlardır. Alman bankaları da faizsiz bankacılığa yönelmiş ve Commerzbank ve Deutsche Bank gibi kurumlar Müslüman nüfusun yoğun olduğu ülkelerde faizsiz sistemle çalışabileceklerini duyurmuşlardır.[32]

Faizsiz finans sistemi, 1970'lerden beri gelişmekte olan bir olgudur. İslami finans, faizsizlik ilkesiyle hem dini hassasiyetlere hem de gerçek ekonomiye katkı sağlamaktadır. Bu sistemin, sadece Arap sermayesinin ya da atıl kaynakların değerlendirilmesi için değil, aynı zamanda kendi içinde tutarlı ve sağlam bir sistem olarak bankacılık sektöründe yer alması gerekmektedir. Bunun için hem yasal hem de

---

[30] Gökhan Sümer, Fatih Onan, "Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 17 (3), 2015, 296-308.

[31] Güray Küçükkocaoğlu, İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları, 2012.

[32] Rüveyda Ebru Türkmenoğlu, "Katılım bankacılığı ve Türkiye'deki finansal Yapı", Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005, s.38.

teknik altyapının güçlendirilmesi ve faizsiz finansın bir dogma değil, bir tercih olduğu anlayışının yaygınlaştırılması önemlidir.[33]

Faizsiz finans son yıllardaki gelişimi, global finansal sistemde önemli bir yer bulmasına neden olmuştur. Faizsiz finansal ürünlerin çeşitliliği ve etik yatırım ilkelerine olan uyumuyla bu sistemin, küresel finans piyasalarında önemli bir rol oynamaya başladığını bilinmektedir.[34] Teknolojik yenilikler ve dijital platformların gelişimi, faizsiz finansal hizmetlerin daha geniş kitlelere ulaşmasını ve daha kolay erişilebilir hale gelmesini sağlamıştır.[35] Özellikle, Avrupa Birliği'nde faizsiz bankacılığın gelişimi, bu finansal sistemin sadece İslam dünyasında değil, global çapta kabul gördüğünün bir göstergesidir.[36]

Çevre, Sosyal ve Yönetişim (ÇSY) ilkeleriyle uyumlu faizsiz finansal ürünlerin yükselişi, bu ürünlerin sürdürülebilir ve etik yatırımlar arayan yatırımcılar için cazip hale geldiğini belirtmektedir. Bu ürünler, özellikle sukuklar ve İslami fonlar, çevre dostu ve sosyal sorumluluk projelerine finansman sağlamada önemli bir rol oynamıştır.[37]

Sonuç olarak, faizsiz finans, özellikle 2020'lerde, geleneksel finansal sistemlerle rekabet edebilecek bir yapıya bürünmüş ve küresel finansal sistem içerisinde önemli bir konum kazanmıştır. Bu sistemin ilerleyen yıllarda da büyümeye ve gelişmeye devam edeceği öngörülmektedir ve bu gelişim hem İslami hem de global finans piyasalarında çeşitliliği ve finansal hizmetlere erişimi artırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır.

[33] Melikşah Utku, Faizsiz Bankacılığın Hızlı Yükselişi, 2006.
[34] El-Gamal, 2006. Islamic Finance: Law, Economics, and Practice; Iqbal ve Mirakhor 2007, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice.
[35] Warde, I. (2000). Islamic Finance in the Global Economy. Edinburgh University Press.
[36] Khan ve Porzio 2010, Islamic Banking and Finance in the European Union: A Challenge.
[37] Visser 2009, Islamic Finance: Principles and Practice.

2.4. Faizsiz Enstrümanların Türkiye'de Kullanımı

Türkiye'de İslami finans, ülkedeki Müslüman nüfusun büyük çoğunluğuna rağmen yeterli ilgi görmemiştir. Ancak son yıllarda tanınırlığının artmasıyla birlikte İslami finansa olan ilginin arttığı söylenebilir. Faizsiz finans sisteminin temelleri, 1980'lerin başında dini nedenlerle finansal sistemin dışında kalan kesimin mevduatlarının ekonomiye kazandırılması, uluslararası fonların çekilmesi ve bankacılık sektörünün çeşitlenmesi için atılmıştır. Ülkemize sermaye akımının ve çeşitliliğinin artırılması amacıyla yasa ve uygulamalarda yapılan değişiklikler ile faizsiz finans için gerekli alt yapının oluşturulması, faizsiz finansın ülkemizde hızlı bir şekilde büyümesini desteklemiştir. İslami finans Türkiye'de katılım bankaları aracılığıyla uygulanmaktadır. 2023 yılsonu itibariyle ülkemizde 1455 şubeyle faaliyet gösteren 6 katılım bankası bulunmaktadır; "*Albaraka, Emlak, Kuveyt Türk, Türkiye Finans, Vakıf, Ziraat Katılım Bankaları.*" İslami finansın Türkiye'de gelişimini etkileyen faktörler arasında siyasi, ekonomik, sosyal ve kültürel unsurlar sayılabilir. Siyasi alanda, İslami değerlere yakın bir hükümetin iktidara gelmesi, İslami finansın desteklenmesi ve teşvik edilmesi için önemli bir adım olmuştur. Ekonomik alanda, küresel krizlerin etkisiyle geleneksel finans sisteminin sorgulanması ve alternatif arayışları, İslami finansın avantajlarını ortaya çıkarmıştır. Sosyal alanda, Müslüman nüfusun dini hassasiyetleri ve bilinç düzeyinin artması, İslami finansa olan talebi artırmıştır. Kültürel alanda, Türkiye'nin İslam dünyasıyla olan ilişkilerinin güçlenmesi ve bölgesel liderlik rolünün pekişmesi, İslami finansın yaygınlaşmasına katkı sağlamıştır.[38]

Türkiye'de faizsiz finansın tarihi üç önemli kurumla başlamıştır. Bunlar; *Adapazarı İslam Ticaret Bankası, Devlet Sanayi İşçi ve Yatırım Bankası ve Özel Finans Kurumlarıdır.* Özel Finans Kurumları, bugün Katılım Bankaları olarak bilinen ve faizsiz finansın en yaygın şekli olan kurumların öncüleri olmuştur. Dünyada İslami Finans olarak tanımlanan bu kurumlar, Türkiye'de Katılım Bankacılığı adını almıştır. Özel Finans Kurumları, ülkemizdeki ilk İslami Finans kuruluşları olarak kabul edilirken, diğer iki bankanın da uygulamalarıyla onlara benzediği için faizsiz finansın

[38] Sümer ve Onan, a.g.e., s.42.

tarihinde yerlerini almışlardır. Ancak bu bankalar, İslami finansın misyonunu tartışmalarına rağmen uzun ömürlü olamamışlardır ve faizsiz bankacılığın başlangıcı olarak Özel Finans Kurumları öne çıkmıştır.[39]

1980'li yılların başlarında Türkiye ekonomisi büyük bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Hükümet, ekonomik istikrarı sağlamak ve dış kaynaklara olan bağımlılığı azaltmak için "24 Ocak Kararları" adı verilen bir dizi reform paketi açıklamıştır. Bu reformlar kapsamında, özellikle İslam ülkelerinden gelen Arap sermayesinin Türkiye'de yatırım yapmasını teşvik etmek için Özel Finans Kurumlarına (ÖFK) Bankalar Kanunu çerçevesinde faaliyet izni tanımıştır. Bu kurumlar, ülke ekonomisine katılamayan kaynakları ticari faaliyetlere aktarmak ve 1970 sonrasında petrol zengini olan Arap ve Ortadoğu ülkelerinin fon fazlasından faydalanmak amacıyla 1985 yılında ilk ÖFK kurulduktan sonra Türkiye'nin finans sektöründe yer almaya başlamışlardır.[40]

Bu konuda, ülkemizde faizsiz bankacılık 16.12.1983 tarihinde çıkarılan 83/7506 sayılı "*Özel Finans Kurumları Kurulması; Faaliyetleri ve Tasfiyelerine İlişkin Esas ve Usullere Dair Finans Kurulu Kararı*" ile resmiyet kazanmıştır. Bu kararla birlikte, faizsiz yöntemle bankacılık hizmeti sunacak ilk kurum Albaraka Türk Özel Finans Kurumu olurken, onu aynı yıl Faisal Kurumu, 1991 yılında Anadolu Özel Finans Kurumu, 1995 yılında İhlas Özel Finans Kurumu ve 1996 yılında Asya Özel Finans Kurumu faaliyete geçmiştir. Özel Finans Kurumları, 1983 yılındaki Bankalar Kurulu Kararı ile başladıkları faaliyetlerine 1999 yılında; 4389 sayılı "Bankalar Kanunu" ile daha güçlü yasal bir zemine kavuşmuştur. Bu kanun, bankaların çalışma şekilleri ile kuruluş, devir, tasfiye ve denetleme gibi hususları düzenlerken, kredi işlemlerinin milli hedeflere uygun ve etkin bir şekilde kullanılmasını, finans piyasalarına istikrar ve güven sağlanmasını, mevduat sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasını amaçlamıştır. Finans piyasalarında güven ve istikrar sağlanması için gerekli düzenlemeler de bu kanunla hayata geçirilmiştir.[41]

---

[39] Mücahit Özdemir ve Hakan Arslan, **Türkiye'de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politiği**, İstanbul: SETA Yayınları, 2017. s.17.

[40] Türkiye Katılım Bankaları Birliği, tkbb.org.tr, 2023.

[41] Mustafa Yurttadır ve Hayati Demirbaş, "Türkiye'de bulunan katılım bankaları ve özel sermayeli mevduat bankalarının finansal performanslarının karşılaştırılması". **İGÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(2), 2017, 89-117.

2001 yılında Türkiye'de meydana gelen ekonomik kriz sonucunda 17 banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmiş ve faaliyetlerine son verilmiştir. Bu dönemde, Özel Finans Kurumları arasında yer alan İhlas Finans da kapatılmış ve İslami finans sektörü büyük bir darbe almıştır. Aynı yıl, Özel Finans Kurumları Birliği (ÖFKBİR) adında yeni bir kuruluş oluşturulmuştur. Bu kuruluş, Özel Finans Kurumları tarafından toplanan fonlara, TMSF benzeri bir 'Güvence Fonu' sağlayarak, yatırımcıların haklarını korumayı amaçlamıştır. Böylece, olası krizlerde bankaların daha az zarar görmelerine katkıda bulunulmuştur.

Katılım bankaları, 19/10/2005 tarihinde 25983 sayılı 5411 Bankacılık Kanununda "*Katılım Bankası*" olarak tanımlanmıştır. Bu kanunla birlikte, katılım bankaları, Bakanlar Kurulu Kararı ile özel bir statüye sahip olan özel finans kurumlarından ayrılmış ve Bankacılık Kanununa göre faaliyet gösteren bankalar haline gelmiştir. Bu değişim, katılım bankacılığının ülkemizdeki gelişimi ve önemi için bir dönüm noktası olmuştur. Ayrıca, "*Özel Finans Kurumları Birliği*" adlı meslek örgütü de "*Türkiye Katılım Bankaları Birliği*" olarak yeniden adlandırılmıştır.

TMSF ile birleştirilen Güvence Fonu, Türkiye'de İslami Bankacılığın önemini vurgulayan bir adımdır. Bu fon sayesinde, İslami Bankacılık sektörüne Devlet tarafından sağlanan altyapısal destek artmıştır. Güvence Fonu, İslami Bankacılık prensiplerine uygun olarak çalışan bankaların güvenilirliğini ve istikrarını artırmayı amaçlamaktadır. Bu da sektörün gelişimine ve rekabet gücüne katkı sağlamaktadır.[42]

Türkiye'deki İslami finans, 2000'li yılların başından itibaren hızla büyümeye başlamıştır Bu gelişim, dünya genelinde İslami finansın popülerleşmesiyle paralel bir şekilde ilerlemiş ve Türkiye'nin kendi iç gelişmeleri tarafından da desteklenmiştir. Sektörün genişlemesi, Türkiye'nin finans piyasasına yeni ve çeşitli finansal araçlar kazandırmıştır.

Türkiye'de faaliyet gösteren katılım bankaları, varlıklarını ve finans piyasasındaki paylarını sürekli artırmakta ve bankaların sunduğu yenilikçi ürün ve hizmetlerle desteklenmektedir. Türkiye Bankalar Birliği'nin raporları, katılım

[42] Temel Hazıroğlu, **Katılım Ekonomisi Yeni Zihin, Yeni İktisat**, İstanbul, İz Yayıncılık, 2018, s.6-7.

bankacılığının finans sektöründeki önemli konumunu ve büyüme oranlarını detaylı şekilde ortaya koymaktadır.[43]

Türkiye'de İslami finans sektörünün büyümesine katkıda bulunan bir diğer önemli etken ise sektörü destekleyen yasal düzenlemelerdir. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu gibi kurumlar, İslami finansal ürünlerin geliştirilip piyasaya sürülmesine olanak tanıyacak düzenlemeler yapmaktadırlar ve sektörün düzenli bir şekilde gelişimini teşvik etmektedirler.

Türkiye, İslami finans konusunda uluslararası iş birliklerine ve yatırımlara açık bir tutum sergileyerek, bu alanda dünya çapında tanınır hale gelmeyi hedeflemektedir. İstanbul Finans Merkezi projesi, Türkiye'yi uluslararası bir finans merkezi olarak konumlandırmayı ve İslami finans alanında küresel bir aktör haline getirmeyi amaçlamaktadır. Bu tür girişimler, Türkiye'nin İslami finans piyasasındaki etkinliğini ve rekabet gücünü artırmaktadır.[44]

[43] Türkiye Bankalar Birliği
[44] Sefer Gül, 2021, İstanbul Finans Merkezi Projesinin Türkiye'de İslami Finansa Katkısı.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FON VE PERFORMANS ÖLÇÜMLERİ

Birikimlerini değerlendirmek isteyen finansal yatırımcılar, nakit parayı tercih etmek yerine çeşitli finansal ürünler, menkul kıymetler veya gayrimenkuller arasından seçim yapabilirler. Nakit para enflasyon nedeniyle zaman içinde alım gücünü yitirirken, diğer yatırım araçları değer artışı sağlayabilir. Bu nedenle, tasarruflarını nakit olarak tutmak yerine yatırıma yönlendirmek daha akıllıca bir stratejidir.

Birikimlerini değerlendirmek isteyen kişiler için menkul kıymet yatırım fonları bir seçenek olabilmektedir. Bu seçeneği tercih edenler, birikimlerini kendileri yönetmek yerine, portföy yönetim şirketlerine emanet etmektedirler. Portföy yönetim şirketleri, katılımcılarla yaptıkları anlaşmalar doğrultusunda, birikimleri en iyi şekilde değerlendirmeye çalışmaktadır.[1]

Menkul kıymet fonları, katılımcıların biriktirdikleri paralarla oluşturulan yatırım araçlarıdır. Fonların yönetim şekli, katılımcıların gelirlerini ve geleceklerini etkilediği için çok önemlidir. Fon yöneticileri, müşterilerini memnun etmek ve kaybetmemek için fonların performansını sürekli izlemek zorundadır. Fonlarda yaşanan sorunlar veya kayıplar hızlı bir şekilde tespit edilmeli ve fon dağılımı buna göre ayarlanmalıdır. Bu yüzden, fonların performans analizinin yapılması hem katılımcılar hem de fon yöneticileri için faydalı bir uygulamadır.[2]

Performans değerlendirmesi çok yönlü ve çok boyutlu bir kavramdır. Bu yüzden, kesin bir ölçüt veya kıstas bulunmamaktadır. Portföy yönetiminin ana amacı, getiri ile risk arasında uygun bir denge sağlamaktır. Risk ve getiri birbiriyle ilişkilidir. Risk yükseldikçe beklenen getiri de yükselmekte, risk düştükçe beklenen getiri de düşmektedir.[3]

---

[1] Emre Aydın ve Ersin Kaplan, "Bireysel Emeklilik Sisteminin Vergi Uygulamaları Bakımından Değerlendirilmesi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, 2014, 93-114.
[2] Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2020.
[3] Levent Aydın, "Tükiyede'ki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi", Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Istanbul, 2018.

Portföylerindeki risk faktörünü göz önünde bulunduran katılımcılar, elde edecekleri getiriyi en yüksek seviyeye çıkarmak isterler. Bu nedenle, alınan risk ile elde edilen getiri arasındaki ilişkiyi hesaplayarak başarının ölçülmesi gerekmektedir.[4]

Bu bölümde, fon performansını değerlendirmek için kullanılan getiri ve risk hesaplamalarının temelleri anlatılacaktır. Ardından, literatürdeki farklı fon performansı ölçütleri tanıtılacak ve avantajları ve dezavantajları tartışılacaktır.

3.1. Getiri Ölçüm Yöntemleri

Getiri, yatırım yapılan bir varlıktan elde edilen kazançtır. Portföy getiri ölçümü, yatırımın başlangıç ve bitiş değerleri arasındaki farkın, başlangıç değerine oranlanmasıyla bulunur. Fakat getiriyi sadece bu şekilde hesaplamak yeterli değildir, çünkü yatırımın taşıdığı risk de göz önünde bulundurulmalıdır

Literatürde fon getirilerini hesaplamak için 4 farklı yöntem vardır. Bunlardan biri Mutlak Getiri, diğerleri ise Geometrik Getiri, Logaritmik Getiri ve Ortalama Getiri yöntemleridir.[5]

3.1.1. Mutlak Getiri

Yatırım yapılan bir varlığın fiyatındaki değişim mutlak getiri olarak adlandırılır ve belirli bir zaman diliminde gerçekleşir. Mutlak getiri, varlığın başlangıç ve bitiş fiyatları arasındaki değişimi gösterir. Mutlak getirinin formülü:

$\boldsymbol{Getiri}$=X Varlığının Fiyatı$_{t+1}$−X Varlığının Fiyatı$_t$

Bu formülde, t zamanını temsil eder. t+1 ise bir sonraki zaman dilimidir. X varlığının fiyatı$_t$, t zamanında varlığın fiyatıdır. X varlığının fiyatı$_{t+1}$ ise t+1 zamanında varlığın fiyatıdır.

[4] Mehmet Arslan, **A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, No. 2, Ankara, 2005.

[5] Suat Teker, Emre Karakurum ve Osman Tav, "Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 9, 2008, 89-105.

3.1.2. Göreli Getiri

Göreli getiri, bir yatırım aracının belirli bir zaman dilimindeki değer değişimini gösteren bir ölçüttür. Göreli getiri formülü, yatırım aracının başlangıç ve bitiş fiyatları arasındaki yüzde farkı hesaplamak için kullanılır. Göreli getiri, yatırım performansını karşılaştırmak için kullanışlı bir araçtır. Göreli getirinin formülü:

$$\boldsymbol{Getiri} = \frac{\text{x Varlığının Fiyatı}_{t+1} - \text{x Varlığının Fiyatı}_{t}}{\text{x Varlığının Fiyatı}_{t}}$$

3.1.3. Logaritmik Getiri

Bir varlığın logaritmik getirisi, belirli bir zaman diliminde yatırım yapılmış olan varlığın logaritmik fiyatındaki farkı ifade eder. Logaritmik getiri, varlığın fiyatının zaman içinde nasıl değiştiğini ölçer. Logaritmik getiri formülü:

$$\boldsymbol{Getiri} = \ln(\text{X Varlığının Fiyatı}_{t+1}) - \ln(\text{X Varlığının Fiyatı}_{t})$$

Bu formülde, X varlığının fiyatı$_t$, birinci zaman periyodundaki varlığın fiyatını, X varlığının fiyatı$_{t+1}$ ise ikinci zaman periyodundaki varlığın fiyatını gösterir. Logaritmik getiri, varlığın fiyatındaki yüzde değişimi ifade eder ve farklı olarak, zaman periyodları arasında tutarlı ve karşılaştırılabilir bir ölçü sağlar.

3.1.4. Geometrik Getiri

Geometrik getiri, bir yatırımın toplam kazancını ölçmek için kullanılan bir yöntemdir. Geometrik getiri, yatırımın başladığı ve bittiği noktalar arasındaki değişim oranını bulmak için kullanılır. Bu yöntem, yatırımın süresini dikkate alarak, yatırımın ortalama kazancını belirlemeye yardımcı olur. Geometrik getiri, yatırımın nasıl gittiğini anlamak ve başka yatırımlarla karşılaştırmak için kullanılan faydalı bir analiz yöntemidir.

$$\boldsymbol{Getiri} = \sqrt[12]{1 + {}^{0}/_{0}\,\text{Yıllık Oran}_{t}} - 1$$

3.2. Risk Ölçüm Yöntemleri

Risk, bir yatırımın gerçekleştiği zaman elde ettiği getirinin önceden tahmin edilen getiriden ne kadar farklı olabileceğini ifade eder. Risk algısı ve portföy riski kişiden kişiye değişir. Bir emeklilik fonu, yeterli geliri sağlayamama riskiyle karşı karşıya olabilir. Portföy yöneticisi, portföyünün endekse göre performansını takip ederken riski ölçerken bireysel yatırımcı, zarar etme ihtimalini risk olarak algılayabilir.[6]

Getirilerin riske göre ayarlanması, fon performansının doğru bir şekilde değerlendirilmesi için önemlidir. Bu amaçla, literatürde çeşitli risk ölçüm yöntemleri bulunmaktadır. Bu bölümde, bu yöntemlerden en yaygın kullanılan ikisi olan standart sapma ve beta katsayısı anlatılacaktır.

3.2.1. Standart Sapma Yöntemi

Standart sapma, bir fonun ortalama getirisinden ne kadar sapabileceğini ölçen bir risk göstergesidir. Standart sapma ne kadar yüksekse, fonun getirisi o kadar değişkendir. Standart sapma ne kadar düşükse, fonun getirisi o kadar istikrarlıdır.

$$\text{ss} = \sqrt{\sum_{\text{i=1}}^{\text{n}} \frac{1}{\text{gözlem sayısı} - 1} (Getiri_{\text{i}} - \text{Beklenen Getiri})^2}$$

3.2.2. Beta Katsayısı Yöntemi

Beta katsayısı, bir menkul kıymetin piyasa getirisine ne kadar bağlı olduğunu gösteren bir risk göstergesidir. Bir varlığın beta katsayısı, piyasa getirisinin ortalamasından ne kadar sapabileceğini belirler. Çeşitlendirilmiş bir portföyün beta katsayısı 1'dir. Beta katsayısı 1'den büyük olan varlıklar, piyasa getirisinden daha fazla

[6] Mehmet Atan, Sibel Atan, Burcu Halıcı, "Portföy Seçim Problemi Üzerine Karşılaştırmalı Alternatif Yaklaşımlar", **Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi**, No.2, 2018, 24-37.

dalgalanır. Beta katsayısı 1'den küçük olan varlıklar ise piyasa getirisinden daha az etkilenir.

$$\beta = \frac{\mathrm{cov}_{\mathrm{i,piyasa}}}{\sigma^2_{\mathrm{piyasa}}}$$

3.3. Toplam Risk Temelli Yöntemler

Fon performansını değerlendirmek için standart sapmaya dayalı farklı metotlar kullanılmaktadır. Bu kısımda bu metotlardan üç tanesi ele alınmıştır. Bunlar: "*Sharpe oranı, M2, performans indeksi (Modigliani metodu) ve Sortino*" oranıdır.

3.3.1. Sharpe Oranı

1966 senesinde Nobel ödüllü "*William Forsyth Sharpe*" tarafından ortaya atılan model, kurucusunun ismiyle anılır ve literatürde sıkça kullanılmaktadır. Model, risksiz faiz oranıyla karşılaştırıldığında riskin getirdiği ek kazancı belirlemeye yarayan bir göstergedir. Sharpe, piyasa ile tüm menkul kıymetler arasında doğrusal bir bağlantı olduğunu savunur. Bu bağlantı basit doğrusal regresyon yöntemiyle gösterilebilir.[7]

Markowitz modeli gibi çok fazla değişkenle hesap yapmak yerine, fonun ve menkul kıymetlerin getirileri arasındaki bağlantıyı en basit şekilde ölçmek için kullanılmaktadır.[8]

Bu yaklaşım, Sharpe tarafından geliştirilen ve bir yatırımın beklenen getirisini, riskini ve piyasa getirisini ilişkilendiren Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeline (CAPM) dayanmaktadır. Bu model, yatırımcıların riskten kaçınan rasyonel bireyler olduğunu ve yatırımlarının adil fiyatını belirlemek için riske göre düzeltilmiş getiri oranın kullandıklarını varsayar. Sharpe eşitliği şöyle ifade edilebilir:

[7] Özgür Demirtaş & Zülal Güngör, "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, 2004, 103-109.
[8] Kutlay Urun, "Stokastik Baskınlık Testi İle Portföy Optimizasyonu: BİST-30 Endeksine Uygulanması", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2016.

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\text{Ortalama Portföyünün Getirisi} - \text{Ortalama Faiz Oranı}}{\text{Portföyün Standart Sapması}}$$

Sharpe oranı, yatırımcının risksiz faiz oranından elde ettiği fazladan getirinin, yatırımın riskiyle nasıl ilişkili olduğunu gösteren bir ölçüttür. Risk, portföyün standart sapmasıyla ölçülür. Sharpe oranı ne kadar yüksekse, yatırımcının aldığı risk karşılığında elde ettiği getiri de o kadar yüksektir.

Portföyün getirisini piyasa getirisine göre değerlendirmek için Sharpe oranı kullanabilmektedir. Bu oran, portföyün risk-ayarlı getirisini göstermektedir. Sharpe oranı ne kadar yüksekse, portföyün piyasaya göre ne kadar iyi olduğu anlamına gelmektedir. Mevcut Sharpe oranı piyasa portföyünün Sharpe oranından büyükse, portföyün piyasadan daha fazla getiri sağladığı söylenebilir. Mevcut Sharpe oranı piyasa portföyünün Sharpe oranından küçükse, portföy piyasadan daha az getiri sağlamış demektir.

Sharpe oranı, yatırımcıların riskli varlıklara yatırım yaparken elde ettikleri getirinin, risksiz faiz oranından ne kadar fazla olduğunu gösteren bir performans ölçüsüdür. Bu oran, yatırımcıların risk alarak elde ettikleri fazladan getiriyi, riskin standart sapması ile bölerek hesaplanır. Sharpe oranının yüksek olması, yatırımcının riskli varlıklardan daha yüksek getiri sağladığı anlamına gelmektedir. Sharpe oranının kullanılmasının avantajları arasında, basit ve kolay olması, farklı yatırım araçlarını karşılaştırmaya imkân vermesi ve getiri verisine dayalı olması sayılabilir.

3.3.2. M^2 Oranı

M^2, piyasa portföyünün riskine eşitlenmiş risklerle farklı portföylerin getirilerini karşılaştırmak için kullanılan bir performans ölçüsüdür. M^2 ölçüsü, değerlendirilmek istenen portföylerin risklerini piyasa portföyüne göre ayarlayarak performanslarını hesaplar. Başka bir deyişle, risk seviyesini standartlaştırmak için sapmayı eşitlemeyi amaçlar. Özetle, risk ve getiri arasındaki ilişkiden yararlanır.[9]

[9] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 8. Baskı, Ekin Kitapevi, Bursa, 2017.

M^2 performans ölçütü, portföyün piyasa riskine göre ayarlanmış Sharpe oranını temel almaktadır. Bu oran, portföyün risksiz faiz oranından ne kadar fazla getiri sağladığını göstermektedir. M^2, bu oranı piyasanın standart sapması ile çarparak portföyün piyasa ile karşılaştırılabilir bir getiri düzeyine ulaşmasını sağlamaktadır. M^2 ne kadar yüksekse, portföy performansı o kadar iyi olmaktadır.

$$M^2 = \text{Risksiz faiz oranı} + \left(\text{Shape Oranı} * \sigma_{\text{piyasa portföy getirileri}}\right)$$

3.3.3. Sortino Oranı

Bu model, Frank A. Sortino tarafından 1994 yılında ortaya konmuştur. Yatırımcının en az kabul edebileceği getiri düzeyi olan minimum kabul edilebilir getiri oranını kullanarak hesaplanır.

Sortino oranı, bir portföyün risk-ayarlı performansını ölçmek için kullanılan bir göstergedir. Sharpe oranı gibi, portföy getirisinin riskten arındırılmış bir birim oynaklığa bölünmesiyle hesaplanır. Ancak Sortino oranı, portföyün aşağı yönlü riskini yansıtmak için paydada sadece minimum kabul edilebilir getiri (MAR) altında kalan getirilerin standart sapmasını kullanır. Bu şekilde, portföyün yukarı yönlü oynaklığından cezalandırılmaz.[10]

Portföyün başarısını ölçmek için, portföy getirisinin beklenen minimum getiriden ne kadar fazla olduğunu ve bunun aşağı yönlü risk ile ne kadar ilişkili olduğunu gösteren bir oran kullanılır. Bu orana Sortino oranı denir ve portföy getirisi ile beklenen minimum getiri arasındaki farkın aşağı yönlü standart sapmaya bölünmesiyle bulunur. Sortino oranı ne kadar yüksekse, portföy o kadar başarılıdır.[11]

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\text{Portföyün getirisi} - \text{Risksiz faiz oranı}}{\text{Kısmi standart sapma}}$$

[10] Jai Govind Singh, "Sortino Ratio Based Portfolio Optimization Considering EVs and Renewable Energy in Microgrid Power Market", **IEEE Transactions on Sustainable Energy**, No.8, 2017, 217-229.
[11] Sortino ve Van der Meer, "Downside risk", **The Journal of Portfolio**, 17, No.4, 1991, 27-31.

3.4. Sistematik Riske Göre Ölçüm Yöntemleri

Finansal piyasaların yanı sıra tüm ekonomiyi etkileme potansiyeli olan risklere sistemik riskler denir. Bu riskler sosyal, politik veya ekonomik faktörlerden kaynaklanabilir ve müdahale edilmesi zor veya imkânsız olabilir. Sistemik olmayan riskler ise şirketlerin veya sektörlerin kendi özellikleriyle ilgili olan ve yönetilebilen risklerdir. Bu bölümde, literatürde sıkça kullanılan dört temel sistemik risk ölçüsüne dayanan bir model ele alınmıştır.

3.4.1.Treynor Oranı

Treynor oranı, portföy performansını değerlendirmek için kullanılan bir göstergedir. Bu oran, Jack L. Treynor tarafından 1965 yılında geliştirilmiştir ve Sharpe oranına benzer bir mantığa dayanmaktadır. Treynor oranı, portföyün piyasa getirisine göre ne kadar fazla veya az getiri sağladığını gösterir. Bu amaçla, portföyün aşırı getirisini (riskten arındırılmış faiz oranından çıkarılan portföy getirisi), portföyün sistemik riskini ölçen betaya böler. Beta, portföyün piyasayla olan ilişkisini ifade eden bir katsayıdır ve portföy ile piyasa getirileri arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına bölünmesiyle hesaplanır.[12]

Sistematik risk, piyasa hareketlerine bağlı olarak Portföy getirisinde oluşan dalgalanmayı ifade eder. Bu riskin birimi, Portföyün aşırı getirisinin piyasa aşırı getirisine bölünmesiyle elde edilen Treynor oranıdır. Bu oran ne kadar yüksekse, Portföyün piyasaya göre daha fazla getiri sağladığı anlamına gelir. Treynor oranı sadece sistemik riski dikkate alırken, sistemik olmayan riski ihmal eder.[13]

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{\text{Portföyün getirisi} - \text{Risksiz Menkul Kıymet Getirisi}}{\text{Beta}}$$

Treynor oranını yorumlamak için bazı önemli noktalara dikkat etmek gerekmektedir, bunlar;

[12] Deniz Sevinç ve Aykut Yakar, "Türkiye'deki Pay Senedi Yatırım Fonlarının Performans Analizi", **Anadolu Üiversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol.20, No.2, 2019, 112-129.
[13] Teker, Karakurum, & Tav, a.g.e, 89-105.

- Beta değeri, bir yatırımın piyasa riskine karşı duyarlılığını ölçer. Beta'nın pozitif olması, yatırımın piyasa ile aynı yönde hareket ettiği anlamına gelir. Eğer beta negatif ise, yatırımın piyasa ile ters yönde hareket ettiği anlamına gelir. Treynor oranı ise, yatırımın piyasa riskine göre getirisini ölçer. Treynor oranı, beta değerine bölünmüş aşırı getiri olarak hesaplanır. Bu nedenle, beta'nın pozitif olması gerekmektedir. Aksi durumlarda Treynor oranı doğru sonuç vermez.

- Treynor oranları arasındaki farkın büyüklüğü önemli değildir. Örneğin, bir fonun Treynor oranı 0,1 iken, diğerinin 0,5 olması, birincinin ikinciden beş kat daha kötü olduğu anlamına gelmez. Sadece ikincinin birinciden daha iyi performans gösterdiği sonucunu verir.

3.4.2.Treynor Kare (T^2) Oranı

(T^2) Oranı, portföyün sistemik riskine göre getirisini ölçen bir performans göstergesidir. Treynor oranı, portföyün piyasa risk primi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, portföyün beta katsayısına bölerek hesaplar. Treynor Kare Oranı ise bu farka portföyün risksiz faiz oranını da ekler ve böylece portföyün risk düzeltilmiş getirisini daha doğru bir şekilde yansıtır. Treynor Kare Oranı, genellikle yüzde olarak ifade edilir ve formülü şöyledir:

$$T^2 = \text{Treynor Oran} - (\text{Pazar Portföyünün Getirisi} - \text{Risksiz Menkul Kıymet Getirisi})$$

3.4.3. Jensen’s Alfa Oranı

Jensen’s Alfa Oranı, Dr. Michael Jensen'in 1968 yılında ortaya koyduğu bir performans ölçütüdür. Bu ölçüt, beklenen getiriler ile gerçekleşen getiriler arasındaki farkı gösterir. Jensen’s Alfa oranı, fonun pazar getirisine göre ne kadar fazla veya az getiri sağladığını belirler. Matematiksel olarak, fonun pazar getirisine göre regresyon

analizi yapılır ve elde edilen sabit terim alfa olarak adlandırılır. Aşağıdaki formül ile hesaplanabilir.[14]

$$\text{Alfa} = \text{Portföy Getrisi} - [\text{Risksiz Getiri Oranı} + \beta(\text{Piyasa Getirisi} - \text{Risksiz Getiri Oranı})]$$

Portföyün getirisinin piyasa getirisinden ne kadar farklı olduğunu gösteren Alfa, portföyün başarısını ölçmek için kullanılır. Alfa pozitifse, portföy piyasadan daha iyi performans göstermiş, negatifse daha kötü performans göstermiş demektir. Jensen's oranı ise portföyün piyasa doğrusuna göre konumunu belirtir. Portföyün piyasa doğrusunun üzerinde olması, portföyün aldığı riskin karşılığında yüksek getiri sağladığı anlamına gelir. Bu durumda portföyün performansı yüksek kabul edilir.

Fonun performansını değerlendirmek için piyasa riskini çıkardığımızda, elde ettiğimiz rakam pozitifse fonun başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Bu yöntem sadece sistemik riskleri dikkate alır ve diğer risk faktörlerini ihmal eder.

3.4.4. Değerleme Oranı

Jensen's Alfa oranı, bir yatırımın piyasa getirisine göre fazla veya eksik performans gösterdiğini ölçen bir istatistiktir. Ancak, bu oran yalnızca sistematik riski dikkate alır ve sistematik olmayan riski ihmal eder. Bu, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirerek sistematik olmayan riski azaltabilecekleri varsayımına dayanır. Bu varsayım gerçekçi olmayabilir ve yatırımcıların gerçek risk tercihlerini yansıtmayabilir. Bu nedenle, Değerleme Oranı adlı yeni bir oran geliştirilmiştir. Bu oran, Jensen's Alfa oranını sistematik olmayan riskle bölerek, yatırımın birim risk başına getirisini hesaplar. Bu şekilde, Değerleme Oranı, sistematik olmayan riski de göz önüne alarak daha doğru bir performans ölçüsü sağlar.

$$\text{Değerler Oranı} = \frac{\text{Jensen's Alfa}}{\sqrt{\text{Portföyün Sistematik Olmayan Riski}}}$$

[14] Melek Bayraktar & Mine Aksoy, "Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Analizi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, No.86, 2020, 153-184.

3.5. Performans Değerleme Ölçüm Karşılaştırma

Tabloda 6 farklı risk türünün literatürde yer aldığı ve 7 farklı fon performansı değerleme yöntemine göre karşılaştırmalı performansı görülmektedir.

Tablo 3.1: .Kriterlere Göre Fon Performansının Karşılaştırılması [15]

Fon Performans Değerleme Yöntemleri	Sistematik Risk	Sistematik olmayan risk	Aşağı yönlü risk	Karşılaştırmalı perf. Göstergesi	Tek başına perf. Göstergesi	Yönetici performansı
Sharpe	x	x		x		
M^2 Performans Ölçütü	x	x			x	
Sortino	x	x	x	x		
Treynor	x		x	x		
T^2 Performans Ölçütü	x			x		
Jensen Alfa	x				x	x
Değerleme Oranı	x	x		x		x

Literatürde kullanılmakta olan 3 yöntem şöyle açıklanabilir:

Sharpe Ölçütü: Bu yöntem, yatırımın fazla getirisinin riskini standart sapma ile ölçer. Yani, yatırımın getirisi risksiz faiz oranından ne kadar fazlaysa ve bu getiri ne kadar istikrarsızsa, Sharpe ölçütü o kadar düşük olur. Sharpe ölçütü ne kadar yüksekse, yatırımın performansı o kadar iyidir.

Treynor Ölçütü: Bu yöntem, yatırımın fazla getirisinin çeşitlendirilemeyen riskini beta ile ölçer. Yani, yatırımın getirisi risksiz faiz oranından ne kadar fazlaysa ve yatırımın piyasa hareketlerine ne kadar duyarlıysa, Treynor ölçütü o kadar düşük olur. Treynor ölçütü ne kadar yüksekse, yatırımın performansı o kadar iyidir.

Jensen Performans Ölçütü: Bu yöntem, yatırımın beklenen getirisinin gerçekleşen getirisinden ne kadar farklı olduğunu beta ile ölçer. Yani, yatırımın gerçekleşen getirisi beklenen getirisinden ne kadar fazlaysa ve yatırımın piyasa

[15] Teker, Karakurum, ve Tav, a.g.e, s.96.

hareketlerine ne kadar duyarlıysa, Jensen performans ölçütü o kadar yüksek olur. Jensen performans ölçütü ne kadar yüksekse, yatırımın performansı o kadar iyidir. Sharpe ve Treynor ölçütleri ortalama değerleri kullanırken, Jensen performans ölçütü dönemsel değerleri kullanmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FON YILLIK PERFORMANS GELİŞİMLERİ

Bu çalışmada, katılım fonları ile geleneksel fonların yönetim performanslarının karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla, Türkiye'de faaliyet gösteren katılım ve geleneksel fonların 2019-2023 yılları arasındaki getiri, risk, Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen's Alpha değerleri Microsoft Excel uygulaması üzerinden formüller ile hesaplanmış ve istatistiksel olarak test edilmiştir. Yapılan testlerin ardından, ortalama sonuçlar elde edilmiştir. Elde edilen ortalamaya göre fonların ortalamanın altında ya da üstünde kaldıkları hakkında değerlendirmeler yapılmıştır. Bunların haricinde gerekli analizlerin sonunda fonların risk değerleri hesaplanmış ve incelemeye alınmıştır. Risk analizi yapılan fon yatırımlarının yıllara göre yatırım miktarları verilmiş ve yorumlanmıştır. Sharpe, Treynor ve Jensen's Alpha oranlarına göre hesaplanmış olan fon değerlerinin grafikleri çıkartılmış ve bu değerlere göre korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Elde edilen korelasyon sayılarına göre sonucun anlamlı ya da anlamsız olduğu hakkında incelemeler yapılmıştır. Çalışmanın sınırlılıkları ve gelecek araştırmalar için öneriler de tartışılmıştır.

Risksiz getiri olarak TLREF ve market getirisi olarak BIST100 kullanılmıştır. Çok daha getirili fonlar vardır ama 5 yıllık verisi olmaması sebebi ile karşılaştırması yapılamamıştır.

Tablo 4.1: TEFAS ve BEFAS Değerleri

	DONEM	ISLEM HACMI	GUNLUK ORTALAMA HACIM	NET TAKAS TUTAR
MENKUL KIYMET FONLARI	2023-01	108,694,211,862	4,940,645,994	28,931,246,258
	2023-02	81,521,444,179	4,076,072,209	23,616,174,896
	2023-03	114,684,041,157	4,986,262,659	32,947,281,365
	2023-04	110,315,022,397	5,806,053,810	25,192,108,458
	2023-05	129,642,292,815	6,173,442,515	32,923,969,770
	2023-06	118,064,781,639	6,213,935,876	25,997,250,882
	2023-07	164,100,937,602	7,814,330,362	40,723,858,239
	2023-08	219,325,358,096	9,969,334,459	52,187,851,137
	2023-09	198,586,249,864	9,456,488,089	51,208,603,241
	2023-10	190,199,097,765	8,645,413,535	42,149,407,202
	2023-11	210,178,047,362	9,553,547,607	52,593,347,025
	2023-12	213,134,338,200	10,149,254,200	47,274,976,499
	ORTALAMA	154,870,485,245	7,315,398,443	37,978,839,581

	DONEM	ISLEM HACMI	GUNLUK ORTALAMA HACIM	NET TAKAS TUTAR
BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI	2023-01	1,121,895,802	50,995,264	261,432,919
	2023-02	647,700,886	32,385,044	165,237,185
	2023-03	749,616,776	32,592,034	187,210,835
	2023-04	726,260,217	38,224,222	194,486,833
	2023-05	695,104,645	33,100,221	170,048,297
	2023-06	909,866,229	47,887,696	210,142,332
	2023-07	1,341,546,101	63,883,148	358,350,803
	2023-08	2,213,648,479	100,620,385	576,221,285
	2023-09	2,435,843,752	115,992,560	653,698,859
	2023-10	2,768,151,734	125,825,079	661,991,470
	2023-11	2,154,753,445	97,943,338	452,424,676
	2023-12	2,554,082,490	121,622,976	485,842,862
	ORTALAMA	1,526,539,213	71,755,997	364,757,363

Bu çalışmada, yalnızca yurt içinde işlem gören hisse senetlerine yatırım yapan fonların performansını değerlendirmek için yıllık net fiyat verileri ve hisse senedi portföy dağılımları kullanılmıştır. Veri kaynağı olarak TEFAS'ın web sitesindeki tarihsel verilerden yararlanılmıştır. Yukarıdaki tablolarda 2023 yılına ait TEFAS ve BEFAS'a ait değerler verilmiştir.

4.1. Hisse Senedi Yoğun Fonların Performansları

Hisse senedi, modern finansal piyasalarda bireysel ve kurumsal yatırımcıların en çok tercih ettiği sermaye piyasası aracıdır. Hisse senedi alım satımında yatırımcılar, işletmelerin mali durumu, işletmenin gelecekteki performansı, işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün durumu ve büyüme potansiyeli, makroekonomik ortam gibi birçok faktörü dikkate almaktadır. Bu faktörler, hisse senedi fiyatlarını etkileyen temel unsurlardır. Bu nedenle, hisse senedi yatırım fonları da portföy yönetimi yaparken bu faktörleri analiz ederek yatırım kararları vermektedir. Fon yöneticileri, sektörel analizler yaparak hangi sektörlerin daha avantajlı olduğunu belirlemekte ve bu sektörlerdeki işletmelere yatırım yapmaktadır. Bazı hisse senedi ağırlıklı fonlar ise portföylerinde belli sektörlere daha fazla ağırlık vererek sektörel yoğunlaşma sağlamaktadır. Tabloda kalın olarak renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Çalışmaya dahil edilen fonlar, adlarında "*Hisse Senedi Yoğun Fon*" ifadesi bulunan ve 2019-2023 yılları arasında fiyat verisi olan 55 adet yatırım fonudur. Bu fonlardan isminde ‘’yabancı’’ ibaresi bulunan, sektör ve endeks odaklı ‘’tematik’’ fonlar ihmal edilerek ve yalnızca 30 tanesi değerlendirilmiştir.

Tablo 4.2: İncelenen Hisse Senedi Yoğun Fonlar

GMR	Inveo Portföy İki. His. Sen.
MAC	Marmara Cap. Por. Yön. His. Sen.
EID	Qinvest Portföy His. Sen.
ST1	Strateji Portföy Bir. His. Sen.
TKF	Tacirler Portföy His. Sen.
HVS	HSBC Portföy His. Sen.
ACC	İstanbul Portföy Dördüncü His. Sen.
FPH	Fiba Portföy His. Sen.
GL1	Azimut Portföy Bir. His. Sen.
UPH	Ünlü Portföy His. Sen.
AHI	Atlas Portföy Bir. His. Sen.
YDI	Yapı Kredi Port. İki. His. Sen.
FYD	QNB Finans Portföy Bir. His. Sen.
GHS	Garanti Portföy His. Sen.
TYH	TEB Portföy His. Sen.
ICF	ICBC Turkey Portföy His. Sen.

EC2	Global Md Portföy Bir. His. Sen.
TI2	İş Portföy Hisse Sen.
KYA	Kare Portföy His. Sen.
GAF	Inveo Portföy Bir. His. Sen.
OHB	Oyak Portföy Bir. His. Sen.
TLH	Aura Portföy His. Sen.
DAH	Deniz Port. His. Sen.
AK3	Ak Portföy His. Sen.
YHS	Yapı Kredi Port. Bir. His .Sen.
TZD	Ziraat Portföy His. Sen.
ACK	İstanbul Portföy His. Sen.
RBH	**Albaraka Portföy Katılım His. Sen.**
ZPE	**Ziraat Portföy Katılım His. Sen.**
MPS	**Aktif Portföy Katılım His. Sen.**

Tablo 4.2'deki fonların portföy bilgileri ilgili fonun KAP adresinden alınmıştır. Sektör sınıflandırmasına ilişkin bilgi de KAP' taki listeden elde edilmiştir.

Tablo 4.3: İncelenen Hisse Senedi Yoğun Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri

Fon Kodu	Fon Adı	Risk Değeri	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
GMR	Inveo Portföy İki. His. Sen.	6	73.34	89.93	29.71	228.91	53.15	2,177.38
MAC	Marmara Cap. Por. Yön. His. Sen.	7	75.02	92.70	26.71	282.60	28.97	2,075.91
EID	Qinvest Portföy His. Sen.	6	71.85	63.33	26.37	222.18	77.05	1,999.11
ST1	Strateji Portföy Bir. His. Sen.	7	58.15	57.02	24.27	296.28	30.71	1,589.34
TKF	Tacirler Portföy His. Sen.	7	67.70	110.16	34.07	146.61	38.89	1,581.38
HVS	HSBC Portföy His. Sen.	6	45.55	45.35	45.77	235.58	59.19	1,571.07
ACC	İstanbul Portföy Dördüncü His. Sen.	6	73.35	28.86	35.22	231.19	62.02	1,551.87
FPH	Fiba Portföy His. Sen.	6	61.90	69.26	27.65	192.62	51.79	1,496.48
GL1	Azimut Portföy Bir. His. Sen.	6	50.87	54.08	26.52	224.35	60.40	1,479.07
UPH	Ünlü Portföy His. Sen.	6	43.02	58.65	34.66	202.03	62.27	1,433.77
AHI	Atlas Portföy Bir. His. Sen.	6	34.06	45.58	43.58	270.40	40.30	1,383.92
YDI	Yapı Kredi Port. İki. His. Sen.	6	51.63	50.02	31.81	189.15	58.43	1,307.52
FYD	QNB Finans Portföy Bir. His. Sen.	6	38.29	36.73	44.17	224.34	56.10	1,297.49

GHS	Garanti Portföy His. Sen.	6	41.04	31.46	39.77	221.81	60.04	1,264.42
TYH	TEB Portföy His. Sen.	7	36.11	31.89	35.88	216.61	70.81	1,257.52
ICF	ICBC Turkey Portföy His. Sen.	7	36.55	29.88	20.54	272.70	61.40	1,200.26
EC2	Global Md Portföy Bir. His. Sen.	7	37.55	23.49	28.22	188.54	101.99	1,197.90
TI2	İş Portföy Hisse Sen.	6	33.94	27.76	21.37	232.77	78.88	1,170.47
KYA	Kare Portföy His. Sen.	7	35.82	37.43	37.52	216.57	53.03	1,169.02
GAF	Inveo Portföy Bir. His. Sen.	6	56.39	23.33	23.78	196.45	69.02	1,105.64
OHB	Oyak Portföy Bir. His. Sen.	6	40.43	36.79	32.22	202.98	49.71	1,080.41
TLH	Aura Portföy His. Sen.	6	46.70	26.55	16.11	271.76	37.32	1,055.12
DAH	Deniz Port. His. Sen.	6	37.07	30.78	27.25	204.29	59.25	1,019.34
AK3	Ak Portföy His. Sen.	6	37.81	22.00	26.16	178.83	84.39	1,019.00
YHS	Yapı Kredi Port. Bir. His .Sen.	6	28.67	33.89	37.70	166.52	64.70	956.51
TZD	Ziraat Portföy His. Sen.	6	27.08	26.47	25.47	226.66	43.07	917.25
ACK	İstanbul Portföy His. Sen.	6	44.38	30.56	19.36	125.78	45.42	663.66
RBH	**Albaraka Portföy Katılım His. Sen.**	**6**	**40.41**	**100.58**	**28.65**	**182.21**	**39.08**	**1,392.99**
ZPE	**Ziraat Portföy Katılım His. Sen.**	**6**	**47.79**	**72.88**	**33.23**	**180.03**	**43.21**	**1,325.93**
MPS	**Aktif Portföy Katılım His. Sen.**	**6**	**56.27**	**87.96**	**20.51**	**155.60**	**41.92**	**1,224.79**

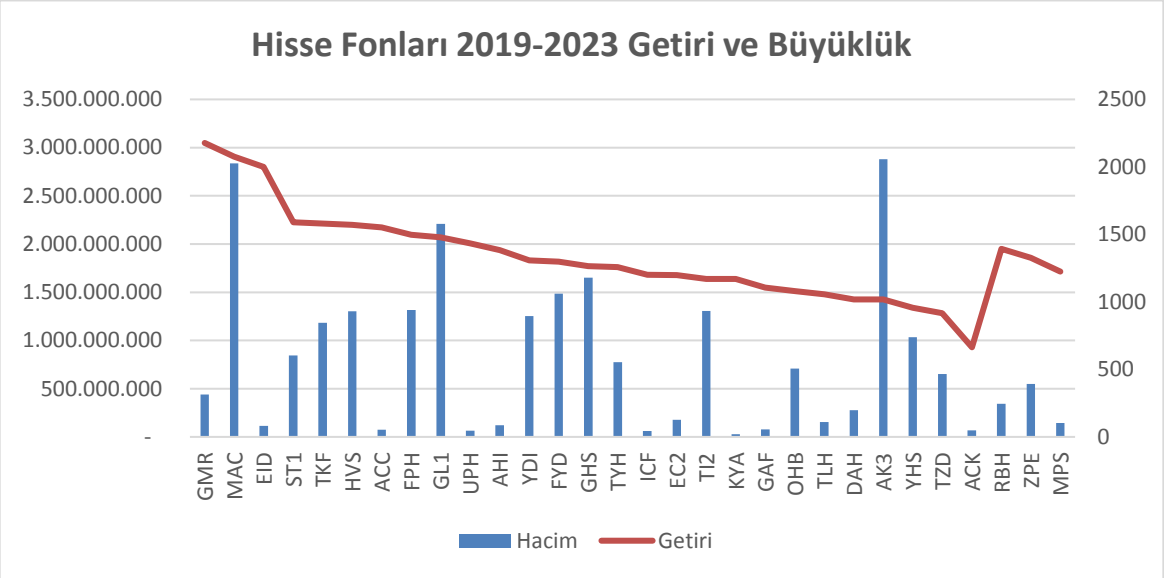
KATILIM ORTALAMA	**48.16**	**87.14**	**27.47**	**172.61**	**41.41**	**1,314.57**
GELENEKSEL ORTALAMA	**47.56**	**44.96**	**30.44**	**217.35**	**57.71**	**1,334.11**
TÜM FONLAR ORTALAMA	**47.62**	**49.18**	**30.14**	**212.88**	**56.08**	**1,332.15**

Referans Adı	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
TLREF	20.45	10.92	17.83	13.12	18.98	111.87
Altın	33.72	55.82	74.92	40.07	82.83	799.59
Euro	10.21	36.07	66.3	32.59	63.49	438.21
Dolar	12.41	24.98	80.26	39.59	57.53	459.06
BIST 100 Getiri Endeksi	29.69	30.86	30.05	206.5	39.26	718.47

Tablo 4.2'de 5 yıllık getirileri ile birlikte sunulan Hisse senedi fonlarına ait MPS fonu dışındaki tüm fonların risk değerleri MAC, ST1, TKF, TYH, ICF, EC2 VE KYA fonlarının 7, diğer fonların 6'dır. Risk değerine göre en yüksek sınıflardan olan hisse senedi fonları ile Piyasa'daki diğer referans enstrümanların getirileri karşılaştırıldığında, değerlendirilen tüm hisse senedi fonlarının getirileri 5 yıllık süreçte piyasa enstrümanlarından daha yüksek getiriler elde etmiştir. Buna göre değerlendirilen fonlar arasında Katılım fonları arasında en yüksek getiriyi RBH-

Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi fonu elde ederken, Geleneksel fonlar içerisinde GMR- Inveo Portföy İkinci Hisse Senedi fonu elde etmiştir.

Grafik 4.1: Hisse Fonları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği



Grafik 4.1'de Hisse senedi fonlarının 2023 büyüklükleri ile 5 yıllık getirileri kıyaslandığında 2023 yılında en büyük fon büyüklüğüne ulaşan fon AK3 ve MAC olurken, fon büyüklüğü ile getiri arasındaki en az makas MAC fonunda olduğu görülmektedir.

4.1.1. Hisse Senetlerinin Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Sharpe oranı, bir fonun risksiz faiz oranına göre ne kadar fazla getiri sağladığını ve bunu yaparken ne kadar risk aldığını ölçen bir performans göstergesidir. Bu oran, fonun aşırı getirisinin (fonun getirisi eksi risksiz faiz oranı) standart sapmaya bölünmesiyle hesaplanır. Standart sapma, fonun getirisinin ortalama değerinden ne kadar saptığını gösteren bir risk ölçüsüdür. Sharpe oranı yüksek olan bir fon, düşük olan bir fona göre daha iyi performans göstermiş demektir. Ancak bu oranlar arasındaki fark, performans farkının büyüklüğünü ifade etmez, sadece hangi fonun daha verimli olduğunu belirtmektedir.

Tabloda, 30 hisse fonunun 2019-2023 döneminde yıllık ve kümülatif bazda Sharpe oranları bulunmaktadır. Sharpe oranı, bir yatırımın risk-ayarlı getirisini ölçen

bir göstergedir. Yüksek Sharpe oranı, yatırımın riski karşılığında daha fazla getiri sağladığı anlamına gelmektedir. Tablodaki veriler, hisse fonlarının bu dönemde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.4: Hisse Senetleri Sharpe Oranları

SHARPE							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
EID	Qinvest Portföy His. Sen.	**45%**	**33%**	6%	**137%**	**28%**	**43%**
GMR	Inveo Portföy İki. His. Sen.	**47%**	**45%**	**9%**	**152%**	15%	**42%**
MAC	Marmara Cap. Por. Yön. His. Sen.	**43%**	**43%**	6%	**161%**	4%	**37%**
ACC	İstanbul Portföy Dördüncü His. Sen.	**62%**	11%	**14%**	**147%**	**19%**	**37%**
GL1	Azimut Portföy Bir. His. Sen.	**28%**	**28%**	6%	**142%**	**20%**	**37%**
UPH	Ünlü Portföy His. Sen.	21%	**34%**	**12%**	120%	**20%**	**35%**
TKF	Tacirler Portföy His. Sen.	**44%**	**57%**	**11%**	102%	8%	**35%**
FPH	Fiba Portföy His. Sen.	**32%**	**36%**	7%	111%	16%	**35%**
HVS	HSBC Portföy His. Sen.	19%	20%	**16%**	**128%**	**17%**	**33%**
YDI	Yapı Kredi Port. İki. His. Sen.	**29%**	**25%**	**9%**	115%	**18%**	**33%**
AHI	Atlas Portföy Bir. His. Sen.	10%	22%	**17%**	**160%**	10%	**32%**
TYH	TEB Portföy His. Sen.	13%	13%	**12%**	**132%**	**25%**	**32%**
FYD	QNB Finans Portföy Bir. His. Sen.	15%	17%	**18%**	**130%**	16%	32%
GHS	Garanti Portföy His. Sen.	17%	13%	**14%**	**127%**	**19%**	31%
ICF	ICBC Turkey Portföy His. Sen.	13%	12%	2%	**160%**	**19%**	30%
TI2	İş Portföy Hisse Sen.	11%	11%	2%	**138%**	**28%**	30%
EC2	Global Md Portföy Bir. His. Sen.	13%	8%	7%	103%	**39%**	29%
ST1	Strateji Portföy Bir. His. Sen.	**28%**	**24%**	4%	**139%**	4%	29%
OHB	Oyak Portföy Bir. His. Sen.	17%	16%	**10%**	114%	14%	28%
KYA	Kare Portföy His. Sen.	12%	16%	**13%**	114%	15%	28%
AK3	Ak Portföy His. Sen.	15%	7%	6%	96%	**30%**	28%
GAF	Inveo Portföy Bir. His. Sen.	**26%**	7%	4%	105%	**22%**	27%
DAH	Deniz Port. His. Sen.	13%	12%	6%	115%	**19%**	27%
YHS	Yapı Kredi Port. Bir. His .Sen.	7%	15%	**14%**	103%	**19%**	26%
ACK	İstanbul Portföy His. Sen.	22%	13%	1%	101%	15%	25%
TLH	Aura Portföy His. Sen.	19%	8%	-1%	**164%**	7%	25%
TZD	Ziraat Portföy His. Sen.	5%	9%	6%	**147%**	10%	25%
RBH	Albaraka Portföy Katılım His. Sen.	**24%**	**54%**	7%	120%	9%	**35%**
ZPE	Ziraat Portföy Katılım His. Sen.	**28%**	**39%**	**10%**	117%	11%	**34%**
MPS	Aktif Portföy Katılım His. Sen.	**37%**	**44%**	2%	97%	11%	**32%**
Ortalama Sharpe		**24%**	**23%**	**8%**	**127%**	**17%**	**32%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TZD, TLH, ACK, YHS, DAH, AK3, KYA, OHB, EC2, TI2, ICF, GHS, FYD, TYH, AHI, HVS ve UPH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TZD, TLH, YHS, DAH, GAF, AK3, OHB, TI2, GHS, FYD ve HVS fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

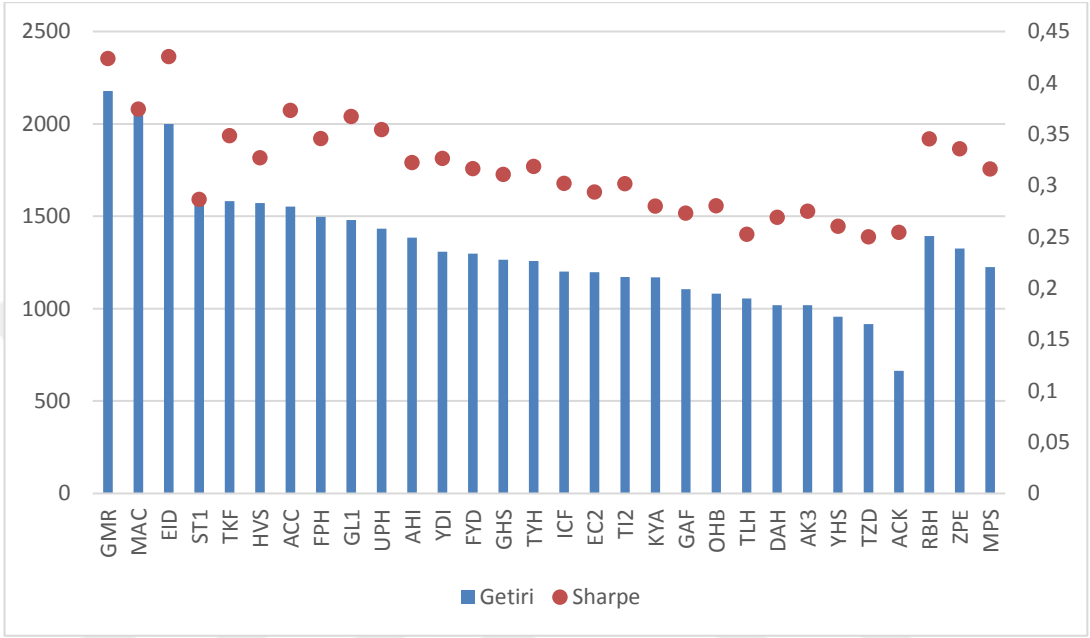
2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar MPS ve RBH fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TZD, TLH, ACK, YHS, DAH, AK3, KYA, OHB, EC2, TI2, ICF, GHS, FYD, TYH, AHI, HVS ve ACC fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ZPE, MPS ve RBH fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise ACK, YHS, DAH, GAF, AK3, KYA, OHB, EC2, YDI FPH, TKF, UPH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ZPE, MPS ve RBH fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TZD, TLH, ACK, KYA, OHB, ST1, FYD, AHI, FPH, TKF, MAC ve GMR fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı aralık dahilinde geleneksel

fonlar açısından ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TZD, TLH, ACK, YHS, DAH, GAF, AK3, KYA, OHB, ST1, EC2, TI2, ICF, GHS ve FYD fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.2: Hisse Senedi Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği

Grafiğe göre Sharpe oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.89 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.1.2. Hisse Senetlerinin Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Fonun sistematik riski ile ölçülen Treynor oranı, fonun piyasa getirisine göre ne kadar iyi performans gösterdiğini belirleyen bir yöntemdir. Fonun Beta katsayısı, piyasa hareketlerine karşı fonun duyarlılığını ifade eder. Hisse fonlarının Treynor oranları yıllık ve kümülatif olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir. Treynor oranları oldukça yüksek sonuçlar verdiği için değerlendirme yapılırken değerler 100'e bölünerek hesaplama yapılmıştır.

Tablo 4.5: Hisse Senetleri Treynor Oranları

TREYNOR							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
KYA	Kare Portföy His. Sen.	3%	-10%	**10%**	-46%	**20%**	**72%**
EID	Qinvest Portföy His. Sen.	**23%**	-45%	**2%**	-105%	**67%**	**56%**
TKF	Tacirler Portföy His. Sen.	-21%	-66%	-302%	-124%	**5%**	**53%**
MAC	Marmara Cap. Por. Yön. His. Sen.	**51%**	**29%**	**2%**	-307%	-7%	**51%**
ST1	Strateji Portföy Bir. His. Sen.	6%	-12%	**3%**	**361%**	-365%	**49%**
FPH	Fiba Portföy His. Sen.	**13%**	-19%	**3%**	-64%	**12%**	**44%**
EC2	Global Md Portföy Bir. His. Sen.	2%	-5%	**29%**	-53%	**25%**	**37%**
UPH	Ünlü Portföy His. Sen.	5%	-20%	**4%**	-53%	**15%**	**37%**
ACC	İstanbul Portföy Dördüncü His. Sen.	**28%**	-3%	**3%**	**129%**	**17%**	**36%**
TZD	Ziraat Portföy His. Sen.	1%	**132%**	**6%**	-86%	**31%**	**31%**
GAF	Inveo Portföy Bir. His. Sen.	**9%**	-3%	**1%**	-34%	**9%**	**25%**
HVS	HSBC Portföy His. Sen.	3%	**15%**	**10%**	-42%	**10%**	**24%**
AHI	Atlas Portföy Bir. His. Sen.	2%	-15%	**7%**	-253%	**8%**	**22%**
YHS	Yapı Kredi Port. Bir. His .Sen.	1%	-5%	**3%**	-33%	**9%**	20%
TYH	TEB Portföy His. Sen.	2%	-51%	**5%**	-98%	**15%**	19%
FYD	QNB Finans Portföy Bir. His. Sen.	2%	**15%**	**18%**	-214%	**14%**	19%
GHS	Garanti Portföy His. Sen.	2%	**103%**	**5%**	-74%	**12%**	19%
AK3	Ak Portföy His. Sen.	2%	**10%**	**2%**	-78%	**29%**	18%
YDI	Yapı Kredi Port. İki. His. Sen.	7%	**10%**	**5%**	-83%	**10%**	18%
GL1	Azimut Portföy Bir. His. Sen.	4%	**10%**	**2%**	-1999%	**40%**	18%
ICF	ICBC Turkey Portföy His. Sen.	2%	**18%**	**1%**	-397%	**19%**	17%
OHB	Oyak Portföy Bir. His. Sen.	3%	-86%	**3%**	-60%	**7%**	17%
ACK	İstanbul Portföy His. Sen.	4%	**48%**	**2%**	**105%**	**13%**	16%
DAH	Deniz Port. His. Sen.	2%	-31%	**3%**	-66%	**8%**	16%
TI2	İş Portföy Hisse Sen.	2%	**11%**	**1%**	-260%	**15%**	15%
TLH	Aura Portföy His. Sen.	6%	**99%**	**0%**	**138%**	**5%**	11%
GMR	Inveo Portföy İki. His. Sen.	**78%**	-21%	**33%**	-94%	**55%**	-229%
RBH	Albaraka Portföy Katılım His. Sen.	**10%**	**23%**	**2%**	-37%	**8%**	**28%**
ZPE	Ziraat Portföy Katılım His. Sen.	7%	**14%**	**3%**	-42%	**9%**	**20%**
MPS	Aktif Portföy Katılım His. Sen.	**16%**	**23%**	**1%**	-30%	**6%**	**22%**
Ortalama Treynor		**9.2%**	**5.5%**	**-4.5%**	**-133.3%**	**4.0%**	**20.0%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon ZPE fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TLH, TI2, DAH, ACK, OHB, ICF, GL1, YDI, AK3, GHS, FYD, TYH, YHS, AHI, HVS, TZD, UPH, EC2, ST1, TKF ve KYA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

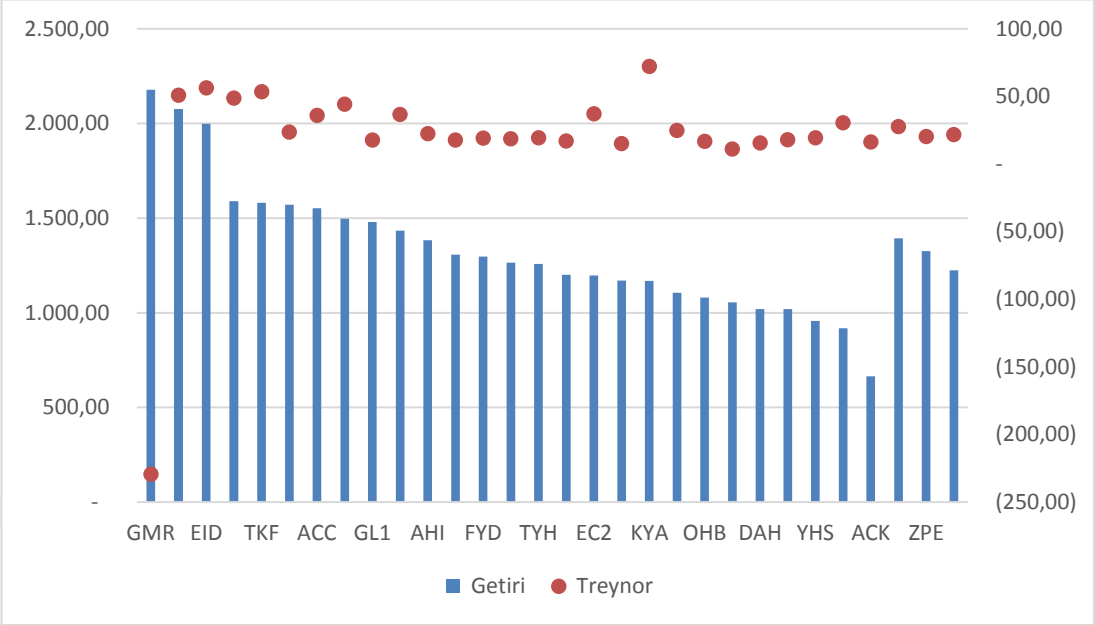
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise GMR, DAH, OHB, TYH, YHS, AHI, GAF, ACC, UPH, EC2, FPH, ST1, TKF, EID ve KYA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ZPE, MPS ve RBH fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon ise TKF fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında değerlendirilen katılım ve geleneksel fonların bir çoğu negatif değer göstermiştir, Treynor değerinin anlamlı bir şekilde değerlendirilebilmesi için pozitif değerde olması gerekmektedir, ilgili yılda katılım fonlarının tamamı negatif değer göstermişken, geleneksel fonlar arasında pozitif değer gösteren fonlar TLH, ACK, ACC, ve ST1 fonlarıdır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise ST1 ve MAC fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise GMR, TLH, TI2, DAH, ACK, OHB, ICF, GL1, YDI, AK3, GHS, FYD, TYH ve YHS fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.4: Hisse Senedi Fonlarının Treynor Oranları Grafiği

Grafiğe göre Treynor oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı -0.30 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.1.3. Hisse Senetlerinin Jensen's Alfa Oranı ile Kıyaslanması

FVDM yöntemi, bir finansal varlığın beklenen getirisini, riskten arındırılmış getiri oranı, piyasa risk primi ve varlığın piyasa riski ile ilişkilendiren bir formül kullanarak hesaplar. Bu formüle göre, bir varlığın getirisi, piyasa portföyünün getirisinden daha yüksek veya daha düşük olabilir. Bu farka Jensen's Alfa denir ve varlığın piyasa portföyüne göre aşırı performansını veya düşük performansını ölçer. Aşağıdaki tabloda hisse fonlarının yıllık ve kümülatif Jensen's Alfa değerleri verilmiştir. Tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.6: Hisse Senetleri Jensen's Alfa Oranları

JENSEN'S ALPHA							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
GMR	Inveo Portföy İki. His. Sen.	**52%**	**80%**	12%	**220%**	34%	**69%**
MAC	Marmara Cap. Por. Yön. His. Sen.	**54%**	**81%**	9%	**271%**	10%	**68%**
EID	Qinvest Portföy His. Sen.	**51%**	**53%**	8%	**213%**	**58%**	**66%**
TKF	Tacirler Portföy His. Sen.	**47%**	**99%**	**16%**	135%	19%	**58%**
ST1	Strateji Portföy Bir. His. Sen.	**37%**	**47%**	6%	**282%**	12%	**58%**
HVS	HSBC Portföy His. Sen.	24%	34%	**28%**	**232%**	**40%**	**58%**
ACC	İstanbul Portföy Dördüncü His. Sen.	**52%**	19%	**17%**	**215%**	**43%**	**58%**
FPH	Fiba Portföy His. Sen.	**41%**	**59%**	10%	184%	32%	**57%**
GL1	Azimut Portföy Bir. His. Sen.	**30%**	**42%**	8%	**211%**	**41%**	**56%**
UPH	Ünlü Portföy His. Sen.	22%	**48%**	**17%**	195%	**43%**	**55%**
AHI	Atlas Portföy Bir. His. Sen.	13%	35%	**26%**	**259%**	21%	**54%**
FYD	QNB Finans Portföy Bir. His. Sen.	17%	26%	**26%**	**213%**	**37%**	52%
YDI	Yapı Kredi Port. İki. His. Sen.	**31%**	**38%**	**14%**	180%	**39%**	52%
GHS	Garanti Portföy His. Sen.	20%	21%	**22%**	**214%**	**41%**	51%
TYH	TEB Portföy His. Sen.	15%	21%	**18%**	**207%**	**51%**	51%
EC2	Global Md Portföy Bir. His. Sen.	16%	13%	10%	181%	**83%**	49%
KYA	Kare Portföy His. Sen.	15%	27%	**20%**	**211%**	34%	49%
ICF	ICBC Turkey Portföy His. Sen.	15%	19%	3%	**261%**	**42%**	49%
TI2	İş Portföy Hisse Sen.	13%	17%	3%	**221%**	**59%**	48%
GAF	Inveo Portföy Bir. His. Sen.	**35%**	13%	6%	193%	**49%**	47%
OHB	Oyak Portföy Bir. His. Sen.	19%	26%	**14%**	195%	30%	46%
AK3	Ak Portföy His. Sen.	17%	11%	8%	169%	**65%**	45%
TLH	Aura Portföy His. Sen.	26%	16%	-2%	**255%**	18%	44%
DAH	Deniz Port. His. Sen.	16%	20%	9%	196%	**40%**	44%
YHS	Yapı Kredi Port. Bir. His .Sen.	7%	24%	**20%**	161%	**45%**	43%
TZD	Ziraat Portföy His. Sen.	6%	16%	8%	**218%**	24%	41%
ACK	İstanbul Portföy His. Sen.	23%	20%	1%	111%	26%	33%
RBH	Albaraka Portföy Katılım His. Sen.	20%	**89%**	11%	177%	20%	**54%**
ZPE	Ziraat Portföy Katılım His. Sen.	**27%**	**61%**	**15%**	174%	24%	**52%**
MPS	Aktif Portföy Katılım His. Sen.	**35%**	**76%**	2%	151%	22%	50%
Ortalama Jensen's Alpha		**27%**	**38%**	**12%**	**203%**	**37%**	**52%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon RBH fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise ACK, TZD, YHS, DAH, TLH, AK3, OHB, TI2, ICF, KYA, EC2, TYH, GHS, FYD, AHI, UPH ve HVS fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HVS, ACC, AHI, FYD, GHS, TYH, EC2, KYA, ICF, TI2, GAF, OHB, AK3, TLH, DAH, YHS, TZD, ACK, fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

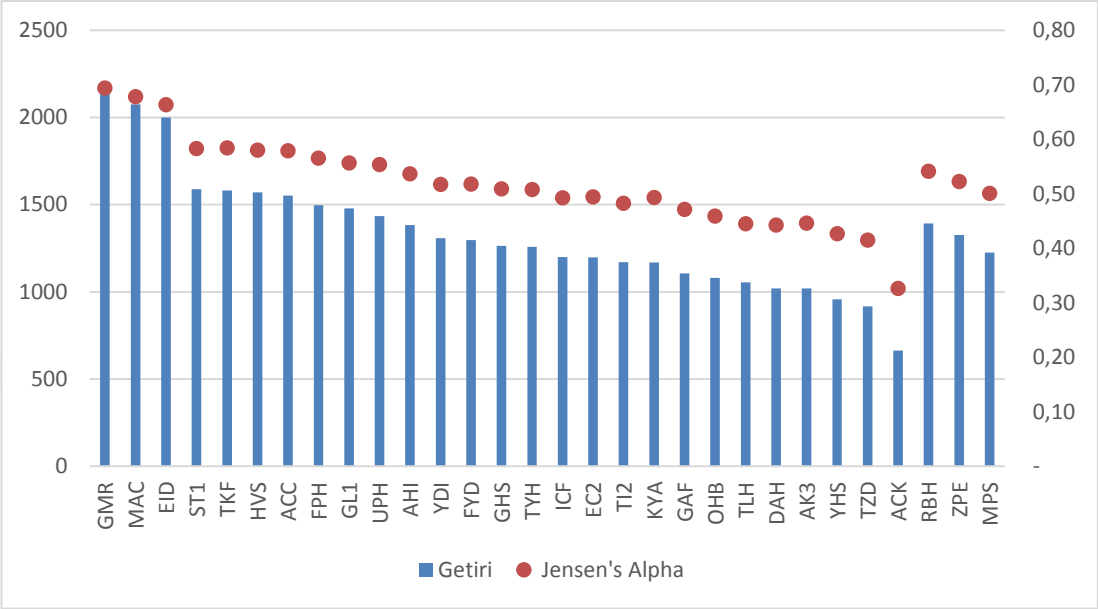
2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar MPS ve RBH fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise GMR, MAC, EID, ST1, FPH, GL1, EC2, ICF, TI2, GAF, AK3, TLH, DAH, TZD, ACK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar MPS, RBH, ZPE fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TKF, FPH, UPH, YDI, EC2, GAF, OHB, AK3, DAH, YHS, ACK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ZPE, MPS ve RBH fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise GMR, MAC, TKF, ST1, FPH, AHI, KYA, OHB, TLH, TZD, ACK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan MPS fonudur. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise FYD, YDI,

GHS, TYH, EC2, KYA, ICF, TI2, GAF, OHB, AK3, TLH, DAH, YHS, TZD, ACK fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.4: Hisse Senedi Fonlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği

Grafiğe göre Jensen's Alpha oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.99 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.2. Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonlarının Performansları

Fonun yatırım stratejisi etrafında, fon toplam değerinin minimum yüzde sekseni sürekli olarak özel sektör ve yerli kamu borçlanma araçlarından meydana gelen ve fon portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesi 25-90 gün olan Kısa Vadeli Borçlanma araçları fonudur. Bu doğrultuda, fon bahsi geçen vade yapısına uygun biçimde borçlanma araçlarına yatırım yaparak, getiri eğrisinin kısa vadeli bölümüne karşın daha fazla getiri kazanmayı hedeflemektedir. Fon portföyüne vadeye kalan gün sayısı hesaplanamayan varlıklar eklenememektedir. Sermaye piyasası ve yabancı para araçlarına yatırım yapılamamaktadır.

Tablo 4.7: İncelenen Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları

Fon Kodu	Fon Adı
GBL	Azimut Pyş Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari Fonu
IST	İstanbul Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu
OSL	Osmanli Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu
FPK	Fiba Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL)Fonu
DBK	Deniz Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu
HPT	Hsbc Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu
MPF	**Aktif Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikasi Katilim (TL) Fonu**
RBV	**Albaraka Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu**
KTV	**Kt Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu**

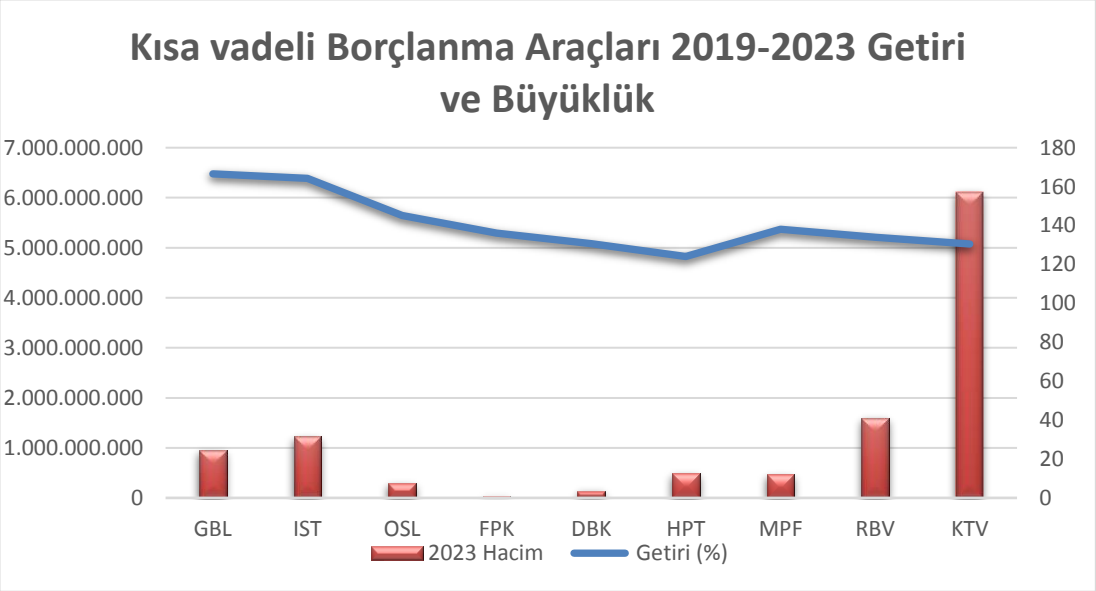
Yukarıda verilen tabloda kalın olarak renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.8: İncelenen Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri

Fon Kodu	Fon Adı	Risk Değeri	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
GBL	Azimut Pyş Kisa Vad. Borç. Araç.	2	20.94	10.91	18.75	21.62	36.26	166.56
IST	İstanbul Portföy Kisa Vad. Borç. Araç.	1	22.06	10.44	18.86	21.07	34.91	164.17
OSL	Osmanli Portföy Kisa Vad. Borç. Araç.	2	20.94	11.03	18.9	18.47	28.35	145.18
FPK	Fiba Portföy Kisa Vad. Borç. Araç.	1	19.92	9.33	17.27	18.53	28.36	136.11
DBK	Deniz Portföy Kisa Vad. Borç. Araç.	1	18.3	8.35	17.77	17.38	29.06	130.72
HPT	Hsbc Portföy Kisa Vad. Borç. Araç.	1	19.74	8.62	16.22	16.66	26.07	124.08
MPF	**Aktif Portföy Kisa Vad.Kira Sert. Kat.**	**1**	**19.68**	**9.33**	**17.82**	**19.19**	**28.4**	**138.11**
RBV	**Albaraka Portföy Kisa Vad. Kira Sert. Kat.**	**2**	**18.15**	**8.13**	**17.17**	**20.01**	**29.22**	**134.01**
KTV	**Kt Portföy Kisa Vad. Kira Sert. Kat.**	**2**	**19.22**	**7.83**	**16.97**	**18.42**	**28.19**	**130.43**

KATILIM ORTALAMA	19.02	8.43	17.32	19.21	28.60	134.18
GELENEKSEL ORTALAMA	20.32	9.78	17.96	18.96	30.50	144.47
TÜM FONLAR ORTALAMA	19.88	9.33	17.75	19.04	29.87	141.04
Referans Adı	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
TLREF	20.45	10.92	17.83	13.12	18.98	111.87
Altın	33.72	55.82	74.92	40.07	82.83	799.59
Euro	10.21	36.07	66.3	32.59	63.49	438.21
Dolar	12.41	24.98	80.26	39.59	57.53	459.06
BIST 100 Getiri Endeksi	29.69	30.86	30.05	206.5	39.26	718.47

Tablo 4.8'de 5 yıllık getirileri ile birlikte sunulan Kısa Vadeli Borçlanma araçları fonlarına ait geleneksel fonlar arasında GBL ve OSL, Katılım Fonları içerisinde RBV ve KTV fonu dışındaki tüm fonların risk değeri 1, bu fonların risk değerleri 2'dir. Risk değerine göre en düşük sınıf olan ve risksiz fonlar olarak değerlendirilen kısa vadeli fonların piyasadaki diğer referans enstrüman getirileri karşılaştırıldığında, değerlendirilen tüm kısa vadeli borçlanma araçları fon getirileri 5 yıllık süreçte TLREF oranı üzerinde getiri sağlarken geriye kalan enstrüman getirileri altında kalmıştır. Buna göre değerlendirilen fonlar arasında Katılım fonları arasında en yüksek getiriyi MPF-Aktif Portföy Kisa Vad. Kira Sertifikasi Kat. fonu elde ederken, Geleneksel fonlar içerisinde GBL- Azimut Pyş Kisa Vad. Borç. Araç. fonu elde etmiştir.



Grafik 4.5: Kısa Vadeli Borçlanma Araçları 2019-2023 Getiri ve Büyüklük Grafiği

Toplanan veriler doğrultusunda Grafik 4.5 kısa vadeli borçlanma araçları fonları 2019-2023 yıllarındaki getiri ve büyüklükleri hakkındaki grafikleri verilmiştir.

4.2.1. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Kısa vadeli borçlanma araçları fonlarının Sharpe oranları yıllık ve karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, kısa vadeli borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.9: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları

SHARPE							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
GBL	Azimut Pyş Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari Fonu	**8%**	**0%**	**20%**	**174%**	**220%**	**88%**
IST	İstanbul Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**29%**	**-20%**	**22%**	**164%**	**209%**	**87%**
OSL	Osmanli Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**7%**	**4%**	**23%**	93%	136%	**59%**
FPK	Fiba Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL)Fonu	**-12%**	**-57%**	-13%	122%	141%	45%
DBK	Deniz Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	-49%	-86%	**-1%**	100%	123%	30%
HPT	Hsbc Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	-14%	-82%	-36%	83%	106%	22%
MPF	Aktif Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikasi Katilim (TL) Fonu	-16%	-61%	**0%**	**128%**	140%	49%
RBV	Albaraka Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	-46%	-105%	-16%	**132%**	109%	35%
KTV	Kt Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	-27%	-110%	-20%	123%	140%	35%
Ortalama Sharpe		**-13%**	**-57%**	**-2%**	**124%**	**147%**	**50%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

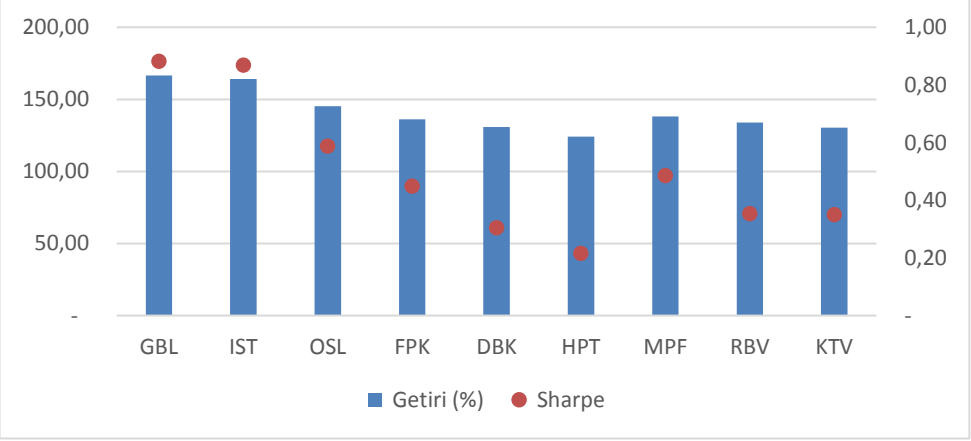
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV ve RBV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve FPK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT, DBK, FPK ve OSL fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT, DBK, FPK ve OSL fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HPT, FPK ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.6: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları Grafiği

Grafiğe göre Sharpe oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.99 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.2.2. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, kısa vadeli borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Söz konusu fonların Treynor oranları yıllık ve kümülatif olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.10: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları

TREYNOR							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
IST	İstanbul Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**-7%**	5%	**4%**	**13%**	**79%**	**25%**
GBL	Azimut Pyş Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari Fonu	**-2%**	0%	**4%**	**13%**	**76%**	**21%**
OSL	Osmanli Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**8%**	-2%	**4%**	**18%**	42%	**19%**
FPK	Fiba Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL)Fonu	**-13%**	**26%**	-3%	**14%**	**96%**	**17%**
DBK	Deniz Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	-291%	13%	**0%**	9%	48%	10%
HPT	Hsbc Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**-4%**	**40%**	-7%	7%	56%	6%
MPF	Aktif Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikasi Katilim (TL) Fonu	**24%**	16%	**0%**	**15%**	**207%**	**21%**
KTV	Kt Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	**6%**	**41%**	-4%	12%	49%	11%
RBV	Albaraka Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	**10%**	**33%**	-3%	**14%**	23%	8%
Ortalama Treynor		**-30%**	**19%**	**-1%**	**13%**	**75%**	**15%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama

Treynor değerinden küçük olan fonlar ise DBK fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

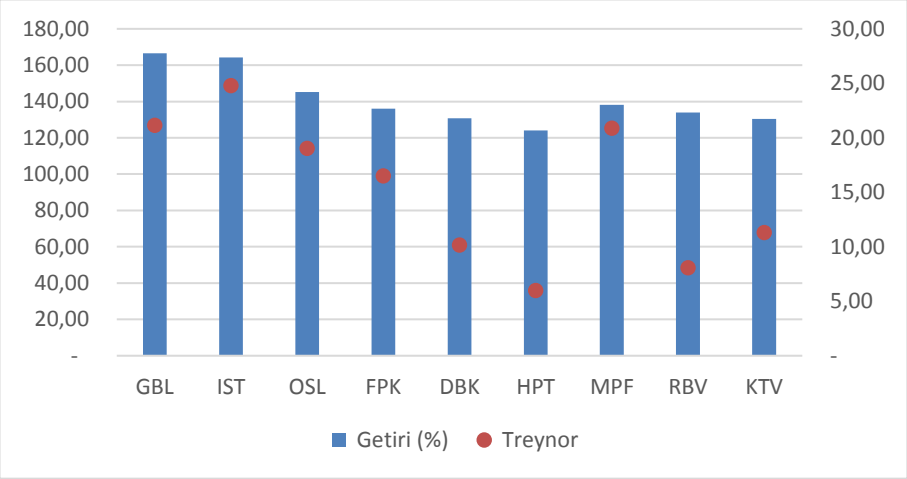
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar MPF fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise DBK, OSL, IST ve GBL fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KTV ve RBV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve FPK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KTV fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KTV ve RBV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise HPT, DBK ve OSL fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KTV ve RBV fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.7: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları Grafiği

Grafiğe göre Treynor oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.84 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.2.3. Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıda verilen tabloda kısa vadeli borçlanma araçları fonlarının yıllık ve kümülatif Jensen's Alfa değerleri verilmiştir. Verilen değerler 2019-2023 yıllarına ait olmakla beraber, karşılaştırmalı veriler de tabloda yer almaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.11: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları

JENSEN'S ALPHA							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
GBL	Azimut Pyş Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari Fonu	**0%**	**0%**	**1%**	**7%**	**17%**	**5%**
IST	İstanbul Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**2%**	**0%**	**1%**	**7%**	**16%**	**5%**
OSL	Osmanli Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**0%**	**0%**	**1%**	**5%**	9%	**3%**
FPK	Fiba Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL)Fonu	**-1%**	**-2%**	-1%	**5%**	9%	2%
DBK	Deniz Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	-2%	-3%	**0%**	3%	10%	2%
HPT	Hsbc Portföy Kisa Vadeli Borçlanma Araçlari (TL) Fonu	**-1%**	**-2%**	-2%	3%	7%	1%
MPF	Aktif Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikasi Katilim (TL) Fonu	**-1%**	**-2%**	**0%**	**5%**	9%	**3%**
RBV	Albaraka Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	-2%	-3%	-1%	**6%**	10%	2%
KTV	Kt Portföy Kisa Vadeli Kira Sertifikalari Katilim (TL) Fonu	**-1%**	-3%	-1%	**5%**	9%	2%
Ortalama Jensen's Alpha		**-1%**	**-2%**	**0%**	**5%**	**11%**	**3%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon sadece RBV fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon ise DBK fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

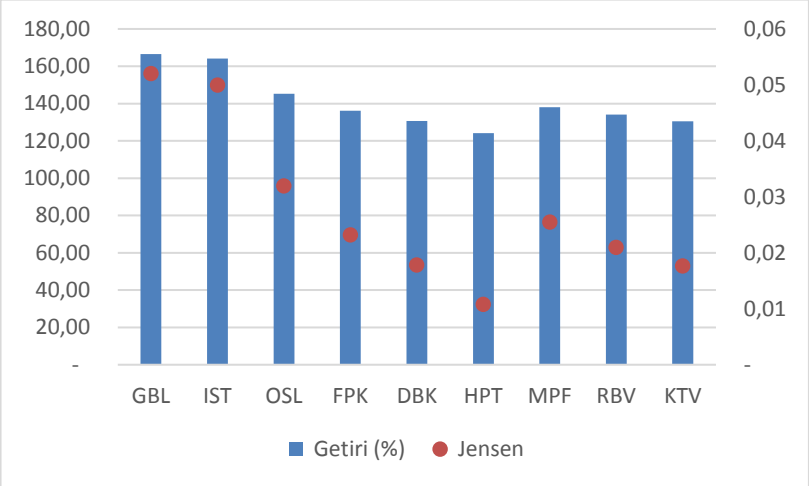
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon KTV fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise DBK fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KTV ve RBV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HPT, DBK ve FPK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon RBV fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HPT ve DBK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HPT, DBK, FPK ve OSL fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KTV, RBV ve MPF fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise GPT, DBK ve FPK fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.8: Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği

Grafiğe göre Jensen's Alpha oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 1.00 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuca göre tam pozitif doğrusal bir ilişki olduğu tespit edilmektedir.

4.3. Döviz Borçlanma Fonlarının Performansları

Fonun ana yatırım stratejisi, döviz cinsi özel sektör, Türk ya da yabancı kamu borçlanma araçlarına yatırım yaparak Amerikan Doları (USD) bazında mutlak getiri meydana getirmektir. Fon uzun, orta ve kısa vadeli yabancı ya da Türk, sektör ya da kamu borçlanma araçlarında değişik vadeler dahilinde çeşitlendirilmiş bir portföy taşımayı amaçlamaktadır. Fon, ana stratejiye destek vermek amaçlı döviz türev enstrümanlarında yatırım ya da korunma hedefli pozisyonlar alabilmekte ve arbitraj imkanlarını değerlendirebilmektedir. İncelenen döviz borçlanma araçları fonları, dövize dayalı borçlanma araçları fonları ile birlikte isminde döviz ibaresi bulunan ve yine dövize dayalı borçlanma araçlarına yatırım yapan serbest fonları kapsamaktadır.

Tablo 4.12: İncelenen Döviz Borçlanma Araçları Fonları

Fon Kodu	**Fon Adı**
DBH	Deniz Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu
FPE	Fiba Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz)Fonu
ANZ	Ata Portföy Dördüncü Serbest (Döviz) Fon
IPV	İş Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu
TPJ	Teb Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon
IDF	İş Portföy Serbest (Döviz) Fon
GPC	Garanti Portföy İkinci Serbest (Döviz) Fon
FPZ	Qnb Finans Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon
AKE	Ak Portföy Eurobond (Amerikan Doları) Borçlanma Araçları Fonu
FUB	Qnb Finans Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu
YPL	Yapı Kredi Portföy Balat Serbest (Döviz) Fon
TLE	Aura Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu
GPA	Garanti Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu
GAS	Garanti Portföy Üçüncü Serbest(Döviz) Fon
YBE	Yapı Kredi Portföy Eurobond (Dolar) Borçlanma Araçları Fonu
TPL	Teb Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu
TDG	İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu
TPZ	**Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu**
KTT	**Kt Portföy Dördüncü Katılım Serbest (Döviz) Fon**
ZPF	**Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)**
KIS	**Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu**

Tablo 4.13: İncelenen Döviz Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri

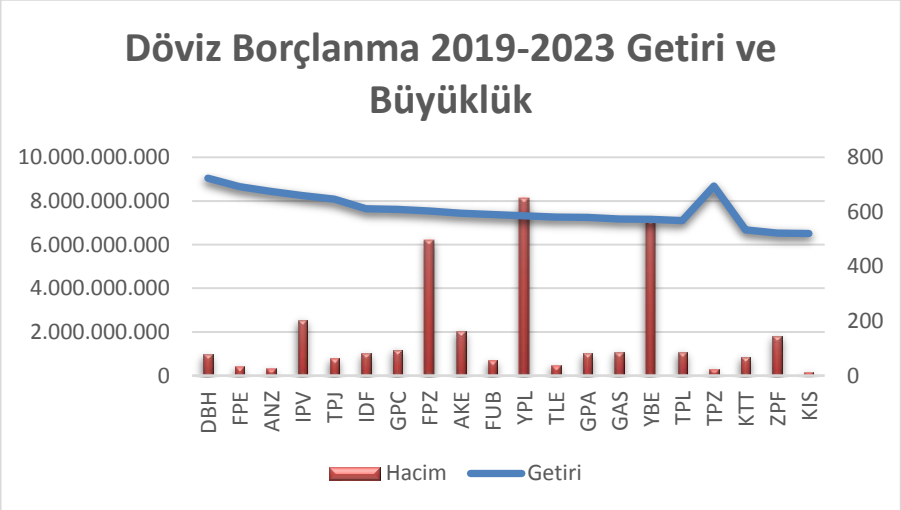
Fon Kodu	Fon Adı	Risk Değeri	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
DBH	Deniz Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	31.74	35.55	58.93	51.05	84.47	723.54
FPE	Fiba Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	28.16	34.34	69.13	44.97	80.03	692.48
IPV	İş Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	27.83	30.63	73.56	46.31	71.96	659.70
ANZ	Ata Port. Dördüncü Serbest(Döviz) Fon	6	35.15	26.03	73.77	48.04	69.82	674.57
FPZ	Qnb Finans Port. Birinci Serbest(Döviz) Fon	6	26.58	25.58	57.76	47.47	67.08	603.34
TPJ	Teb Port. Birinci Serbest(Döviz) Fon	6	30.71	27.22	73.00	47.97	68.82	646.72
FUB	Qnb Finans Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	26.50	29.25	62.07	45.56	72.44	590.96
AKE	Ak Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	26.07	32.75	58.48	43.52	76.01	595.40
YPL	Yapı Kredi Port. Balat Serbest(Döviz) Fon	6	19.20	25.48	76.45	48.85	66.79	585.53
GPA	Garanti Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	25.69	26.00	63.69	45.29	73.57	580.28
YBE	Yapı Kredi Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	26.16	28.71	59.97	40.98	76.95	572.57
IDF	İş Port. Serbest(Döviz) Fon	6	23.61	25.07	78.47	47.72	68.11	612.08
GPC	Garanti Port. İkinci Serbest(Döviz) Fon	6	25.79	30.50	67.77	39.40	77.82	609.16
GAS	Garanti Port. Üçüncü Serbest(Döviz) Fon	6	19.27	24.91	75.63	48.67	66.42	573.87
TPL	Teb Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	6	26.03	23.98	66.06	46.26	68.78	567.66
TLE	Aura Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	5	26.69	27.36	70.43	27.14	86.75	580.98
TDG	İş Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	6	22.58	30.33	71.82	25.36	60.60	475.20
TPZ	**Teb Port. Kira Sertifikaları Kat. Fonu**	**6**	**38.24**	**25.91**	**71.79**	**45.33**	**75.96**	**694.99**
KTT	**Kt Port. Dördüncü Kat. Serbest Fon**	**6**	**20.50**	**19.72**	**66.01**	**42.10**	**69.54**	**534.22**
ZPF	**Ziraat Port. Kat. Fonu**	**5**	**22.17**	**24.72**	**66.01**	**40.67**	**68.16**	**521.92**
KIS	**Qinvest Port. Kir. Sert. Kat. Fonu**	**6**	**21.96**	**18.38**	**66.01**	**41.05**	**66.50**	**520.78**

KATILIM ORTALAMA	**25.72**	**22.18**	**67.45**	**42.29**	**70.04**	**567.98**
GELENEKSEL ORTALAMA	**26.34**	**28.45**	**68.06**	**43.80**	**72.73**	**608.47**
TÜM FONLAR ORTALAMA	**26.22**	**27.26**	**67.94**	**43.51**	**72.22**	**600.76**

TLREF	20.45	10.92	17.83	13.12	18.98	111.87
Altın	33.72	55.82	74.92	40.07	82.83	799.59
Euro	10.21	36.07	66.3	32.59	63.49	438.21

Dolar	12.41	24.98	80.26	39.59	57.53	459.06
BIST 100 Getiri Endeksi	29.69	30.86	30.05	206.5	39.26	718.47

Tablo 4.13'te 5 yıllık getirileri ile birlikte sunulan Döviz Borçlanma Araçları fonlarına ait geleneksel fonlar arasında TLE, Katılım Fonları içerisinde ZPF fonu dışındaki tüm fonların risk değeri 6, bu fonların risk değerleri 5'tir. Risk değerine göre yüksek sınıf olan Döviz Borçlanma Araçlarının 5 yıllık süreçteki getirileri piyasadaki diğer referans enstrüman getirileri ile karşılaştırıldığında, geleneksel fonlar içerisinde DBH- Deniz Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu getirisi Altın dışında kalan tüm referans getirileri geçerken, Katılım fonları içerisinde en yüksek getiriyi TPZ- Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu elde etmiştir.



Grafik 4.9: Döviz Borçlanma 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği

4.3.1. Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Döviz borçlanma araçları fonlarının Sharpe oranları yıllık ve karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, döviz borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.14: Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranları

SHARPE							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
DBH	Deniz Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	**14%**	**24%**	23%	**50%**	**74%**	**32%**
FPE	Fiba Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz)Fonu	**10%**	**34%**	**25%**	48%	**72%**	**31%**
IPV	İş Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	**10%**	**30%**	**26%**	**62%**	**69%**	**30%**
ANZ	Ata Portföy Dördüncü Serbest (Döviz) Fon	**13%**	20%	**26%**	**55%**	**68%**	**29%**
FPZ	Qnb Finans Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon	5%	17%	**24%**	35%	62%	**29%**
TPJ	Teb Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon	**10%**	**25%**	**25%**	**59%**	63%	**28%**
FUB	Qnb Finans Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	**9%**	**26%**	22%	**53%**	64%	**28%**
AKE	Ak Portföy Eurobond (Amerikan Doları) Borçlanma Araçları Fonu	**8%**	**26%**	20%	**51%**	**69%**	**27%**
YPL	Yapı Kredi Portföy Balat Serbest (Döviz) Fon	-1%	19%	**27%**	**65%**	**65%**	**27%**
GPA	Garanti Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	**8%**	20%	23%	**52%**	63%	**27%**
YBE	Yapı Kredi Portföy Eurobond (Dolar) Borçlanma Araçları Fonu	**8%**	**23%**	22%	40%	62%	**27%**
IDF	İş Portföy Serbest (Döviz) Fon	1%	20%	**27%**	**61%**	**66%**	26%
GPC	Garanti Portföy İkinci Serbest (Döviz) Fon	4%	**23%**	**24%**	34%	58%	26%
GAS	Garanti Portföy Üçüncü Serbest(Döviz) Fon	-4%	**22%**	**26%**	**63%**	64%	26%
TPL	Teb Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	**8%**	17%	23%	**55%**	61%	26%
TLE	Aura Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	**8%**	17%	**24%**	18%	**77%**	25%
TDG	İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	3%	**28%**	**26%**	20%	58%	23%
TPZ	Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu	**18%**	21%	**24%**	**57%**	64%	**28%**
ZPF	Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)	2%	20%	**24%**	48%	**68%**	25%
KTT	Kt Portföy Dördüncü Katılım Serbest (Döviz) Fon	-2%	13%	**26%**	**51%**	**68%**	24%
KIS	Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu	2%	10%	**27%**	**53%**	60%	24%
Ortalama Sharpe		**6%**	**22%**	**24%**	**49%**	**65%**	**27%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TDG, GAS, YPL, FPZ, GPC ve IDF fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

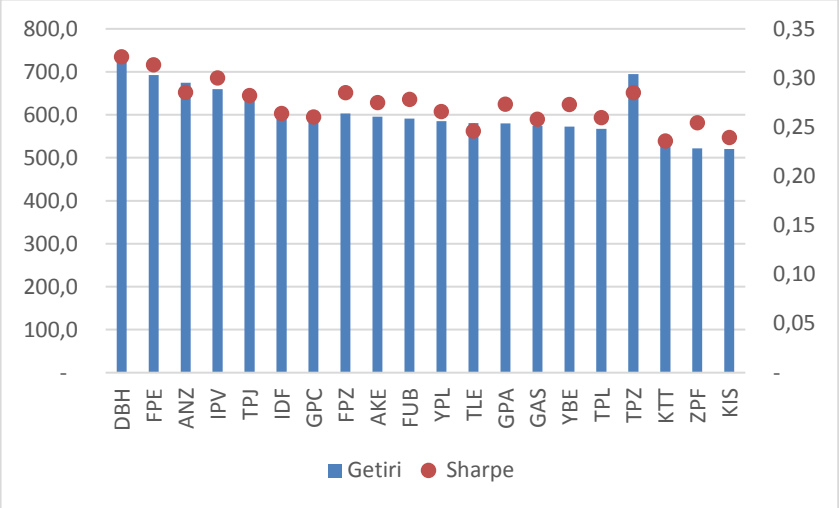
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF, KTT ve TPZ fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TPL, GPA, TLE, YPL, FPZ, IDF ve ANZ fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TPL, YBE, GPA, FUB, AKE ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon ZPF fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TDG, YBE, TLE, FPZ, GPC ve FPE fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KIS ve TPZ fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TPL, YBE, GAS, GPA, FUB, FPZ, GPC ve TPJ fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TPL, GAS, TLE, GPC ve IDF fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.10: Döviz Borçlanma Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği

Grafiğe göre Sharpe oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.88 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.3.2. Döviz Borçlanma Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, döviz borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Söz konusu fonların Treynor oranları yıllık ve kümülatif olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir. Treynor oranları değerlendirilirken hesaplamalar oldukça yüksek olduğu için 100'e bölünerek tabloya yansıtılmıştır.

Tablo 4.15: Döviz Borçlanma Fonlarının Treynor Oranları

TREYNOR							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
IDF	İş Port. Serbest Fon	0.1%	-14.6%	3.9%	10.6%	24.9%	7.3%
ANZ	Ata Port. Dördüncü Serbest Fon	1.8%	30.7%	3.3%	10.7%	30.9%	7.1%
IPV	İş Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.6%	22.1%	3.8%	7.5%	20.6%	7.0%
YPL	Yapı Kredi Port. Balat Serbest Fon	-0.4%	-153.3%	3.6%	8.6%	22.5%	6.9%
TDG	İş Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	0.6%	-28.6%	4.1%	2.6%	24.3%	6.6%
FPZ	Qnb Finans Port. Birinci Serbest Fon	0.6%	-5.0%	2.9%	3.7%	40.0%	6.5%
FPE	Fiba Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.9%	12.5%	3.2%	5.1%	24.0%	6.3%
TPJ	Teb Port. Birinci Serbest Fon	6.0%	5.8%	3.3%	6.5%	23.2%	6.2%
DBH	Deniz Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	2.3%	15.3%	2.6%	5.3%	19.6%	6.0%
FUB	Qnb Finans Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.2%	14.4%	2.8%	6.1%	26.1%	6.0%
GAS	Garanti Port. Üçüncü Serbest Fon	-0.6%	33.5%	3.2%	8.3%	21.7%	5.7%
GPA	Garanti Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.2%	5.5%	3.0%	5.9%	18.5%	5.4%
TPL	Teb Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.1%	3.9%	3.1%	6.2%	20.1%	5.4%
AKE	Ak Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.1%	7.1%	2.3%	5.9%	19.2%	5.2%
TLE	Aura Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	1.4%	3.1%	3.6%	2.5%	19.4%	5.1%
YBE	Yapı Kredi Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	1.4%	5.0%	2.4%	4.0%	20.9%	4.8%
GPC	Garanti Port. İkinci Serbest Fon	0.4%	4.9%	2.9%	3.9%	17.4%	4.6%
TPZ	Teb Port. Kira Sertifikaları Kat. Fonu	-27.8%	13.1%	3.6%	7.9%	24.0%	8.3%
KIS	Qinvest Port. Kir. Sert. Kat. Fonu	0.3%	-76.7%	4.4%	6.6%	22.5%	6.7%
ZPF	Ziraat Port. Kat. Fonu	0.4%	-18.3%	3.4%	6.0%	21.6%	6.4%
KTT	Kt Port. Dördüncü Kat. Serbest Fon	-0.4%	-22.2%	3.6%	8.0%	24.9%	6.2%
Ortalama Treynor		**-0.3%**	**-6.8%**	**3.3%**	**6.3%**	**23.2%**	**6.2%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan folar KTT ve TPZ fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise GAS, YPL ve IDF fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

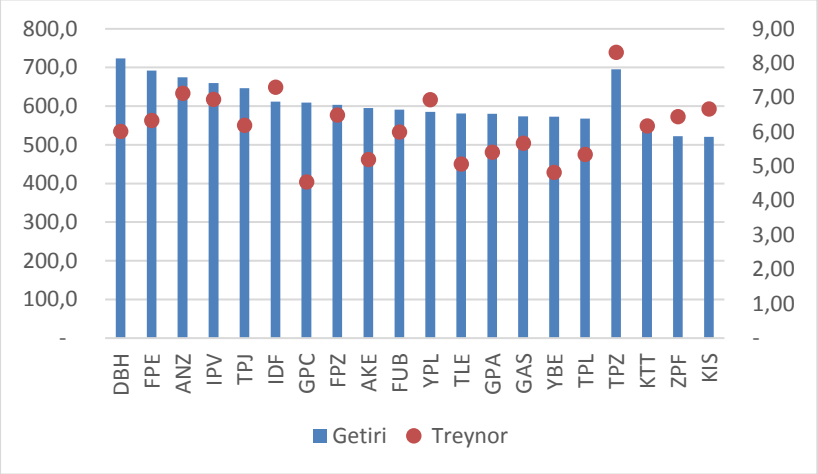
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TDG, YPL ve IDF fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TPL, YBE, GAS, FUB, AKE, FPZ, GPC, TPJ, FPE ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ZPF ve TPZ fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TPL, YBE, GPA, TLE, FUB, AKE, FPZ, GPC, FPE ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar KIS ve ZPF fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TPL, YBE, GAS, GPA, TLE, YPL, AKE, GPC, IPV ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TPL, YBE, GAS, GPA, TLE, FUB, AKE, GPC ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.11: Döviz Vadeli Borçlanma Fonlarının Treynor Oranları Grafiği

Grafiğe göre Treynor oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.27 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.3.3. Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıda verilmiş olan tabloda döviz borçlanma araçları fonlarının yıllık ve kümülatif Jensen's Alfa değerleri verilmiştir. Verilen değerler 2019-2023 yıllarına ait olmakla beraber, karşılaştırmalı veriler de tabloda yer almaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.16: Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranları

JENSEN'S ALPHA							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
DBH	Deniz Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**11%**	**24%**	40%	**26%**	**65%**	**34%**
FPE	Fiba Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**7%**	**23%**	**50%**	**21%**	**61%**	**33%**
ANZ	Ata Port. Dördüncü Serbest Fon	**10%**	15%	**55%**	**29%**	51%	**32%**
IPV	İş Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**7%**	**20%**	**55%**	**26%**	**53%**	**32%**
TPJ	Teb Port. Birinci Serbest Fon	**7%**	**16%**	**54%**	**26%**	50%	**30%**
IDF	İş Port. Serbest Fon	0%	14%	**60%**	**29%**	49%	**30%**
GPC	Garanti Port. İkinci Serbest Fon	2%	**19%**	49%	15%	**58%**	**29%**
FPZ	Qnb Finans Port. Birinci Serbest Fon	3%	15%	39%	18%	48%	**29%**
AKE	Ak Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**5%**	**21%**	40%	**21%**	**57%**	**29%**
FUB	Qnb Finans Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**6%**	**18%**	43%	**23%**	**53%**	**29%**
YPL	Yapı Kredi Port. Balat Serbest Fon	-1%	15%	**58%**	**29%**	48%	**29%**
TLE	Aura Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	**6%**	**16%**	**52%**	4%	**67%**	28%
GPA	Garanti Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**5%**	15%	45%	**23%**	**54%**	28%
GAS	Garanti Port. Üçüncü Serbest Fon	-4%	14%	**57%**	**28%**	47%	28%
YBE	Yapı Kredi Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**5%**	**17%**	41%	16%	**58%**	28%
TPL	Teb Port. Eurobond Borç. Arç. Fonu	**5%**	13%	47%	**24%**	49%	28%
TDG	İş Port. Yabancı Borç. Arç. Fonu	2%	**20%**	**53%**	4%	41%	24%
TPZ	Teb Port. Kira Sertifikaları Kat. Fonu	**18%**	15%	**53%**	**25%**	**57%**	**33%**
KTT	Kt Port. Dördüncü Kat. Serbest Fon	-2%	9%	**57%**	**23%**	50%	26%
ZPF	Ziraat Port. Kat. Fonu	1%	14%	47%	20%	49%	26%
KIS	Qinvest Port. Kir. Sert. Kat. Fonu	1%	7%	**57%**	**21%**	47%	26%
Ortalama Jensen's Alpha		**4%**	**16%**	**50%**	**21%**	**53%**	**29%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TDG, GAS, YPL, FPZ, GPC ve IDF fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

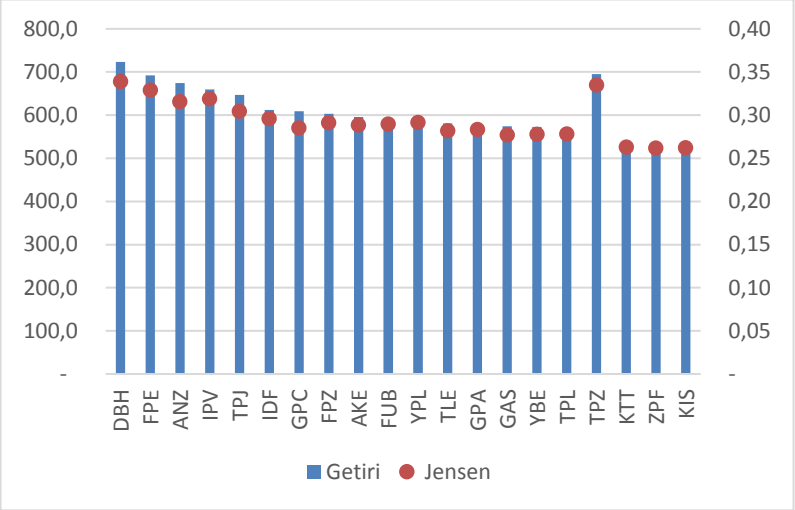
2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF, KTT ve TPZ fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TPL, GAS, GPA, YPL, FPZ, IDF ve ANZ fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon ZPF fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TPL, YBE, GPA, FUB, AKE, FPZ, GPC, ve DBH fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fon ZPF fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TLE, FPZ ve GPC fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TPL, GAS, YPL, FPZ, IDF, TPJ ve ANZ fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar KIS, ZPF ve KTT fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise TDG, TPL, YBE, GAS, GPA ve TLE fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.12: Döviz Borçlanma Fonlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği

Grafiğe göre Jensen's Alpha oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.99 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.4. Borçlanma Araçları Fonlarının Performansları

Borçlanma araçları fonları, yatırımcıların faiz getirisi sağlamak amacıyla tercih ettikleri fon türleridir. Bu fonlar, önceden belirlenmiş bir faiz oranı üzerinden borçlanma araçları satın alarak yatırım yaparlar. Bu borçlanma araçları genellikle devlet tahvilleri, hazine bonoları, şirket tahvilleri ve diğer benzeri araçlar olabilir. İncelenen Borçlanma araçları fon grubu sadece TL varlıklara dayalı borçlanma araçlarını kapsamaktadır. Aşağıda verilen tabloda kalın olarak renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.17: İncelenen Borçlanma Araçları Fonları

Fon Kodu	Fon Adı
OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu
GYK	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (Tl) Fonu
GTF	Azimut Pyş Birinci Borçlanma Araçları Fonu
GA1	Garanti Portföy Borçlanma Araçları Fonu
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (Tl) Fonu
TBV	İş Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (Tl) Fonu
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu
FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu
FIT	Fiba Portföy Borçlanma Araçları (Tl) Fonu
MPK	**Aktif Portföy Kira Sertifikası Katılım (Tl) Fonu**
YFV	**Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu**
ZPG	**Ziraat Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu**
KTN	**Kt Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu**
DPK	**Deniz Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu**
IAT	**İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu**
AIS	**Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu**
RBT	**Albaraka Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu**

Tablo 4.18: İncelenen Borçlanma Araçları Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri

Fon Kodu	Fon Adı	Risk Değeri	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	2	24.20	15.60	22.18	25.06	35.62	200.51
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	2	23.63	12.93	19.98	24.49	39.67	194.38
GYK	Inveo Portföy Borç. Arç. Fonu	1	22.45	10.69	18.72	26.31	37.60	181.54
GTF	Azimut Pyş Birinci Borç. Arç. Fonu	2	23.47	12.19	21.13	24.68	32.82	180.92
GA1	Garanti Portföy Borç. Arç. Fonu	1	18.69	9.55	19.16	25.42	37.20	169.10
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	2	20.34	9.42	18.27	18.98	34.32	151.13
TBV	İş Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	1	19.41	9.46	18.90	18.62	31.31	144.17
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	1	19.31	9.38	19.14	17.04	31.76	141.82
FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	1	21.58	7.66	17.11	19.61	30.75	141.56
FIT	Fiba Portföy Borç. Arç. Fonu	2	21.89	10.29	12.01	27.18	18.17	125.85
MPK	**Aktif Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**20.85**	**11.83**	**19.34**	**27.93**	**34.22**	**183.62**
YFV	**Yapı Kredi Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**24.32**	**6.48**	**17.87**	**35.97**	**28.27**	**176.90**
ZPG	**Ziraat Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**18.81**	**7.95**	**19.03**	**26.57**	**35.21**	**164.61**
KTN	**Kt Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**19.30**	**8.48**	**17.15**	**24.48**	**27.16**	**143.72**
DPK	**Deniz Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**1**	**18.89**	**8.79**	**16.10**	**22.83**	**29.74**	**142.62**
IAT	**İş Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**1**	**18.53**	**6.87**	**16.24**	**28.77**	**26.46**	**142.06**
AIS	**Ak Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**22.59**	**4.21**	**15.52**	**22.14**	**29.86**	**137.95**
RBT	**Albaraka Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu**	**2**	**17.62**	**6.89**	**16.30**	**18.93**	**25.15**	**119.54**

KATILIM ORTALAMA	**20.11**	**7.69**	**17.20**	**25.95**	**29.51**	**151.38**
GELENEKSEL ORTALAMA	**21.50**	**10.72**	**18.66**	**22.74**	**32.92**	**163.10**
TÜM FONLAR ORTALAMA	**20.88**	**9.37**	**18.01**	**24.17**	**31.41**	**157.89**

TLREF	20.45	10.92	17.83	13.12	18.98	111.87
Altın	33.72	55.82	74.92	40.07	82.83	799.59
Euro	10.21	36.07	66.3	32.59	63.49	438.21
Dolar	12.41	24.98	80.26	39.59	57.53	459.06
BIST 100 Getiri Endeksi	29.69	30.86	30.05	206.5	39.26	718.47

Borçlanma araçları fonları, yatırımcılara düşük riskli ve sabit getirili bir yatırım seçeneği sunarlar. Bu fonlar, hisse senetleri gibi diğer yatırım araçlarına göre daha az riskli olabilirler. Ancak, yatırımcıların getirileri de daha düşük olabilir.

Borçlanma araçları fonlarının performansları, genellikle faiz oranlarına bağlıdır. Faiz oranları düştüğünde, borçlanma araçları fonlarının getirileri düşer. Ancak, faiz oranları yükseldiğinde, borçlanma araçları fonlarının getirileri artar.

Son yıllarda, yüksek faiz ortamı nedeniyle borçlanma araçları fonlarının getirileri önceki yıllara görece artış göstermiştir. Risk seviyeleri düşük olan bu fon türünün getirilerinin artan faizler sebebi ile artış göstermesi son yıllarda bu fonların hacimlerini artırmıştır.

Borçlanma araçları fonları, genellikle portföylerinde birden fazla borçlanma aracı bulundururlar. Bu sayede, risklerini dağıtmış olurlar. Ayrıca, fon yöneticileri de portföylerindeki borçlanma araçlarını sürekli olarak izler ve portföylerini güncellerler.

Borçlanma araçları fonları, yatırımcıların çeşitlendirme stratejilerinde önemli bir rol oynarlar. Bu fonlar, düşük riskli ve sabit getirili bir yatırım seçeneği sunarlar. Ancak, yatırımcıların getirileri diğer yatırım araçlarına göre daha düşük olabilir. Yatırımcıların borçlanma araçları fonlarını seçerken, fonların yönetim ücretleri, portföy çeşitliliği, faiz oranları ve diğer faktörleri dikkate almaları önemlidir.

Tablo 4.18'de 5 yıllık getirileri ile birlikte sunulan TL Borçlanma Araçları fonlarının risk değerleri düşük olarak değerlendirilen 1 ve 2 seviyesindedir. Risk değerine göre düşük sınıf- risksiz olarak değerlendirilen TL Borçlanma Araçlarının 5 yıllık süreçteki getirileri piyasadaki diğer referans enstrüman getirileri ile karşılaştırmaktan ziyade risksiz getiri olan TLREF ile karşılaştırmak daha doğru olacaktır. Bu kapsamda geleneksel fonlar arasında 5 yıllık getiri de TLREF getirisini tüm TL Borçlanma araçları fonları geçmiştir.

Toplanan veriler doğrultusunda Grafik 4.13 borçlanma araçları fonları 2019-2023 yıllarındaki getiri ve büyüklükleri hakkındaki grafikleri verilmiştir.



Grafik 4.13: Borçlanma Araçları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği

4.4.1. Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Borçlanma araçları fonlarının Sharpe oranları yıllık ve karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.19: Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları

SHARPE							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	**34%**	**61%**	**44%**	**208%**	**267%**	**111%**
OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	**36%**	**50%**	**42%**	**139%**	**230%**	**87%**
GYK	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (Tl) Fonu	**32%**	**-5%**	**19%**	87%	**230%**	**74%**
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (Tl) Fonu	-3%	-43%	**9%**	109%	**202%**	**63%**
GTF	Azimut Pyş Birinci Borçlanma Araçları Fonu	**40%**	**9%**	**47%**	**207%**	87%	**60%**
FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	**12%**	-98%	-16%	**142%**	**171%**	**46%**

TBV	İş Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (Tl) Fonu	-11%	**-26%**	**22%**	107%	**133%**	42%
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	-17%	-47%	**14%**	91%	**174%**	42%
GA1	Garanti Portföy Borçlanma Araçları Fonu	-16%	**-5%**	**29%**	**133%**	80%	32%
FIT	Fiba Portföy Borçlanma Araçları (Tl) Fonu	**20%**	**-10%**	-48%	44%	-2%	6%
MPK	Aktif Portföy Kira Sertifikası Katılım (Tl) Fonu	**6%**	**12%**	**24%**	**129%**	80%	**58%**
KTN	Kt Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu	-13%	-28%	-15%	**136%**	93%	37%
DPK	Deniz Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu	-32%	-64%	-31%	**147%**	79%	37%
IAT	İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım (Tl) Fonu	-37%	-46%	-34%	**139%**	106%	36%
ZPG	Ziraat Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	-28%	**-24%**	**5%**	109%	**134%**	35%
YFV	Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	**39%**	-40%	0%	121%	30%	30%
AIS	Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	**19%**	-44%	-36%	106%	**140%**	24%
RBT	Albaraka Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	-54%	-126%	-36%	67%	86%	11%
Ortalama Sharpe		**1%**	**-26%**	**2%**	**124%**	**129%**	**46%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, ZPG ve KTN fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise DBZ, GA1, TBV ve AYR fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

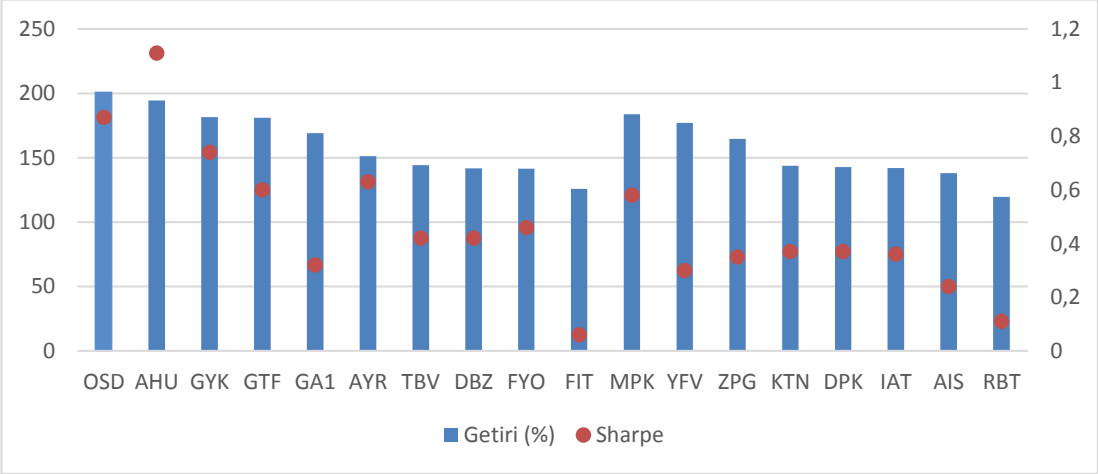
2020 yılında katılım fonları dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, KTN, AIS ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise DBZ, AYR ve FYO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, KTN, AIS ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise FYO ve FIT fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üzerinde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, ZPG, AIS ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise DBZ, TBV, AYR, FIT ve GYK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, KTN, MPK ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise GA1, FIT ve GTF fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, ZPG, KTN, AIS ve YFV fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise DBZ, GA1, TBV, FIT ve GTF fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.14: Borçlanma Araçlarının Sharpe Oranları Grafiği

Grafiğe göre Sharpe oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.79 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.4.2. Borçlanma Araçlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Söz konusu fonların Treynor oranları yıllık ve kümülatif olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir. Treynor oranları değerlendirilirken hesaplamalar oldukça yüksek olduğu için 100'e bölünerek tabloya yansıtılmıştır.

Tablo 4.20: Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları

TREYNOR							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
GTF	Azimut Pyş Birinci Borç. Arç. Fonu	-6%	-11%	9%	26%	72%	39%
GYK	Inveo Portföy Borç. Arç. Fonu	-15%	1%	6%	36%	56%	35%
TBV	İş Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	-66%	-13%	14%	18%	-230%	32%
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	18%	-12%	11%	19%	86%	31%
OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	-46%	18%	8%	21%	681%	29%
GA1	Garanti Portföy Borç. Arç. Fonu	-3%	3%	6%	16%	1841%	24%
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	15%	18%	5%	9%	312%	24%
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	48%	0%	3%	10%	113%	20%
FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	-2%	24%	-3%	14%	78%	24%
FIT	Fiba Portföy Borç. Arç. Fonu	26%	-14%	91%	8%	0%	1%
YFV	Yapı Kredi Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-41%	-22%	0%	53%	-81%	24%
DPK	Deniz Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	5%	36%	-4%	21%	-443%	18%
MPK	Aktif Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-1%	2%	-12%	34%	23%	15%
IAT	İş Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	19%	-43%	-3%	36%	52%	10%
AIS	Ak Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-4%	-10%	-5%	16%	-81%	10%
KTN	Kt Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-7%	-32%	-4%	34%	21%	9%
RBT	Albaraka Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	11%	41%	-9%	19%	-483%	9%
ZPG	Ziraat Portföy Kir. Ser. (Sukuk) Kat. Fonu	7%	65%	1%	15%	26%	7%
Ortalama Treynor		**-2%**	**3%**	**6%**	**23%**	**113%**	**20%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar AIS, KTN ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dâhilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise TBV, GA1, GTF, GYK ve OSD fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

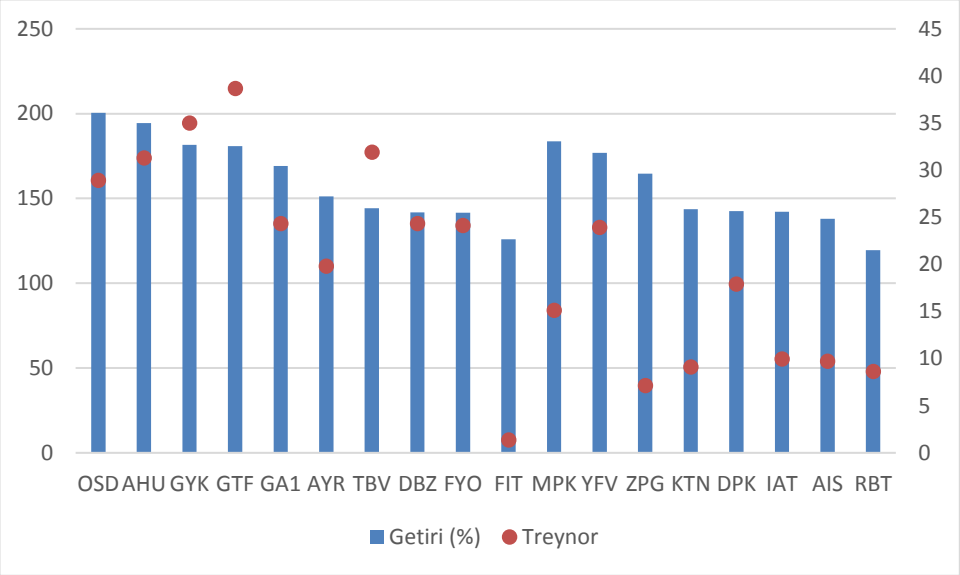
2020 yılında ortalama Treynor değeri AYR fonundaki ciddi negatiflikten dolayı sapma göstermiştir, bu sebeple Treynor ortalamasına dahil edilmemiştir. Katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinin altında kalan fonlar YFV, IAT, AIS ve KTN fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar sahip fonlar AHU, TBV, FIT, AYR ve GTF fonlarıdır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar RBT, KTN, AIS, IAT, MPK ve DPK fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan tek fon ise FYO olmuştur. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ZPG, RBT, AIS ve DPK fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden büyük olan fonlar ise GTF ve GYK fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin altında kalmaktadır.

2023 yılında ortalama Treynor değeri hesaplamak fonlarda gerçekleşen Treynor değerlerinden dolayı oldukça dalgalı olmuştur, bu sebeple pozitif olan fonların tamamı değerlendirilmiştir. Katılım fonları içerisinde pozitif Treynor değerine sahip fonlar ZPG, KTN, IAT ve MPK olmuştur. Aynı yıl içerisinde pozitif Treynor oranına sahip geleneksel fonlar FYO, AHU, AYR, DBZ, GA1, OSD, GYK ve GTF fonlarıdır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, ZPG, KTN, AIS ve MPK fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise FIT ve AYR fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.15: Borçlanma Araçlarının Treynor Oranları Grafiği

Grafiğe göre Treynor oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.63 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.4.3. Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıda verilmiş olan tabloda borçlanma araçları fonlarının yıllık ve kümülatif Jensen's Alfa değerleri verilmiştir. Verilen değerler 2019-2023 yıllarına ait olmakla beraber, karşılaştırmalı veriler de tabloda yer almaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.21: Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları

JENSEN'S ALPHA							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	**4%**	**5%**	**4%**	**11%**	**17%**	**8%**
GYK	Inveo Portföy Borç. Arç. Fonu	**2%**	**0%**	**1%**	**13%**	**18%**	**7%**
GTF	Azimut Pyş Birinci Borç. Arç. Fonu	**3%**	**1%**	**3%**	**11%**	**14%**	**7%**
GA1	Garanti Portföy Borç. Arç. Fonu	-2%	**-1%**	**1%**	**11%**	**19%**	**5%**
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	0%	**-1%**	**0%**	5%	**15%**	**4%**
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	-1%	**-2%**	**1%**	3%	**13%**	3%
FIT	Fiba Portföy Borç. Arç. Fonu	**1%**	**-1%**	-6%	**11%**	-2%	1%
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	**3%**	**2%**	**2%**	**10%**	**21%**	**8%**
TBV	İş Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	-1%	**-1%**	**1%**	5%	**13%**	3%
FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borç. Arç. Fonu	**1%**	-3%	-1%	6%	**12%**	3%
MPK	Aktif Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	0%	**1%**	**2%**	**14%**	**15%**	**6%**
YFV	Yapı Kredi Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	**4%**	-4%	**0%**	**22%**	10%	**6%**
ZPG	Ziraat Portföy Kir. Ser. (Sukuk) Kat. Fonu	-2%	-3%	**1%**	**12%**	**17%**	**5%**
KTN	Kt Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-1%	**-2%**	-1%	**11%**	8%	3%
DPK	Deniz Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-2%	**-2%**	-2%	9%	11%	3%
IAT	İş Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-2%	-4%	-2%	**15%**	7%	3%
AIS	Ak Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	**2%**	-7%	-2%	8%	11%	2%
RBT	Albaraka Portföy Kir. Ser. Kat. Fonu	-3%	-4%	-2%	5%	6%	1%
Ortalama Jensen's Alpha		**0%**	**-2%**	**0%**	**10%**	**12%**	**4%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, IAT, DPK, KTN ve ZPG fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise GA1, TBV ve DBZ fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, AIS, IAT, ZPG ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise

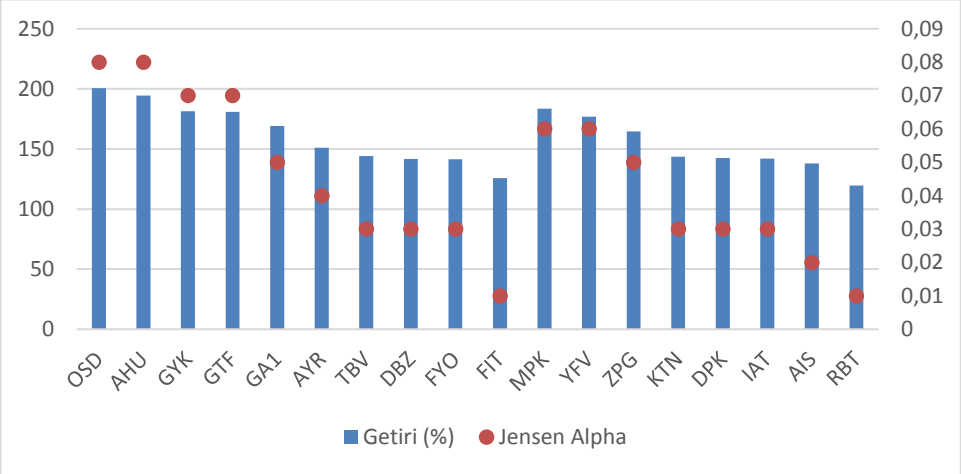
FYO fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, AIS, IAT, DPK ve KTN fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise FIT ve FYO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, AIS ve DPK fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise DYO, DBZ, TBV ve AYR fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, AIS, IAT, DPK, KTN ve YFV fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise FIT fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen's Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar RBT, AIS, DPK, IAT ve KTN fonlarıdır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Jensen's Alpha değerinden küçük olan fonlar ise DBZ, TBV, FIT ve FYO fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.16: Borçlanma Araçlarının Jensen's Alpha Oranları Grafiği

Grafiğe göre Jensen's Alpha oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.99 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.5. Altın Fonlarının Performansları

Çok daha getirili fonlar vardır ama 5 yıllık verisi olmaması sebebi ile karşılaştırması yapılamamıştır. Aşağıdaki grafikte söz konusu yıllara ait 11 altın fonunun yıllık bazda getirileri görülebilir. Aşağıda verilen tabloda kalın olarak renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.22: İncelenen Altın Fonları

Fon Kodu	Fon Adı
TTA	İş Portföy Altın Fonu
GTA	Garanti Portföy Altın Fonu
YKT	Yapı Kredi Port. Altın Fonu
FIB	Fiba Portföy Altın Fonu
AFO	Ak Portföy Altın Fonu
TUA	TEB Portföy Altın Fonu
DBA	Deniz Port. Altın Fonu
ICA	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu
HBF	HSBC Portföy Altın Fonu
RBA	**Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu**
TCA	**Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu**

Tablo 4.23: İncelenen Altın Fonlarının Risk Değerleri Açısından Getiri Yüzdeleri

Fon Kodu	Fon Adı	Risk Değeri	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023
TTA	İş Portföy Altın Fonu	6	30.7	49.4	63.9	40.4	79.1	756.2
GTA	Garanti Portföy Altın Fonu	6	30.9	50.8	64.8	40.5	75.1	753.5
YKT	Yapı Kredi Port. Altın Fonu	6	30.2	51	64.9	38.9	76.9	752.5
FIB	Fiba Portföy Altın Fonu	6	29.6	50.5	66.5	37.2	74.5	737.1
AFO	Ak Portföy Altın Fonu	7	29.5	50.6	64.6	42.5	72.6	735.6
TUA	TEB Portföy Altın Fonu	7	31.2	49.8	65.5	37.9	74.2	730.8
DBA	Deniz Port. Altın Fonu	6	29.3	49	62.1	42.5	75.4	723.2
ICA	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu	6	29.6	48.1	63.4	37.3	75.5	716.5
HBF	HSBC Portföy Altın Fonu	6	28.2	48.2	64.7	36.3	75	689.5
TCA	**Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu**	**6**	**31**	**48.5**	**67.9**	**43.5**	**75.8**	**791.4**
RBA	**Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu**	**6**	**27.6**	**47**	**57.6**	**33.1**	**76.8**	**645.3**

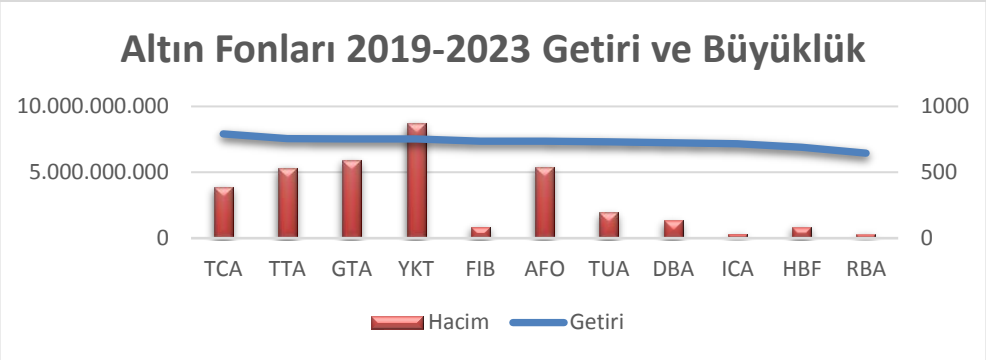
KATILIM ORTALAMA	**29.30**	**47.75**	**62.75**	**38.30**	**76.30**	**718.35**
GELENEKSEL ORTALAMA	**29.91**	**49.71**	**64.49**	**39.28**	**75.37**	**732.77**
TÜM FONLAR ORTALAMA	**29.80**	**49.35**	**64.17**	**39.10**	**75.54**	**730.15**

TLREF	20.45	10.92	17.83	13.12	18.98	111.87
Altın	33.72	55.82	74.92	40.07	82.83	799.59
Euro	10.21	36.07	66.3	32.59	63.49	438.21
Dolar	12.41	24.98	80.26	39.59	57.53	459.06
BIST 100 Getiri Endeksi	29.69	30.86	30.05	206.5	39.26	718.47

Altın fonlarının 2019-2023 yılları arasındaki yıllık getirileri, Altının piyasa getirisinin altında kalmıştır. Altın fonları, kamu/özel ve faizli/faizsiz olarak ayrıldığında, her yıl için benzer getiriler elde etmişlerdir.

5 Yıllık süreçte Geleneksel ve Katılım fonları birlikte değerlendirildiğinde en yüksek getiriyi TCA- Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu'nu elde ederken, Geleneksel fonlar arasında en yüksek getiriyi TTA- İş Portföy Altın Fonu getirmiştir.

Toplanan veriler doğrultusunda Grafik 4.17 altın fonları 2019-2023 yıllarındaki getiri ve büyüklükleri hakkındaki grafikleri verilmiştir.



Grafik 4.17: Altın Fonları 2019-2023 Yılları Getiri ve Büyüklükleri Grafiği

4.5.1. Altın Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Borçlanma araçları fonlarının Sharpe oranları yıllık ve karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, borçlanma araçları fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.24: Altın Fonlarının Sharpe Oranları

SHARPE							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
TTA	İş Portföy Altın Fonu	**11%**	32%	**20%**	**28%**	**51%**	**26%**
GTA	Garanti Portföy Altın Fonu	**11%**	**33%**	**20%**	**27%**	46%	**26%**
AFO	Ak Portföy Altın Fonu	**9%**	**33%**	**20%**	**29%**	46%	**26%**
DBA	Deniz Port. Altın Fonu	**9%**	32%	19%	**29%**	**53%**	**26%**
ICA	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu	**9%**	32%	**20%**	24%	**51%**	25%
TUA	TEB Portföy Altın Fonu	**10%**	32%	**21%**	24%	**49%**	25%
YKT	Yapı Kredi Port. Altın Fonu	**9%**	**33%**	**20%**	25%	46%	25%
FIB	Fiba Portföy Altın Fonu	**9%**	**33%**	**20%**	23%	44%	25%
HBF	HSBC Portföy Altın Fonu	8%	32%	**20%**	23%	48%	24%
TCA	Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	**11%**	**33%**	**21%**	**31%**	**53%**	**27%**
RBA	Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu	8%	**33%**	**21%**	22%	**55%**	**26%**
Ortalama Sharpe		**9%**	**33%**	**20%**	**26%**	**49%**	**26%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dâhilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

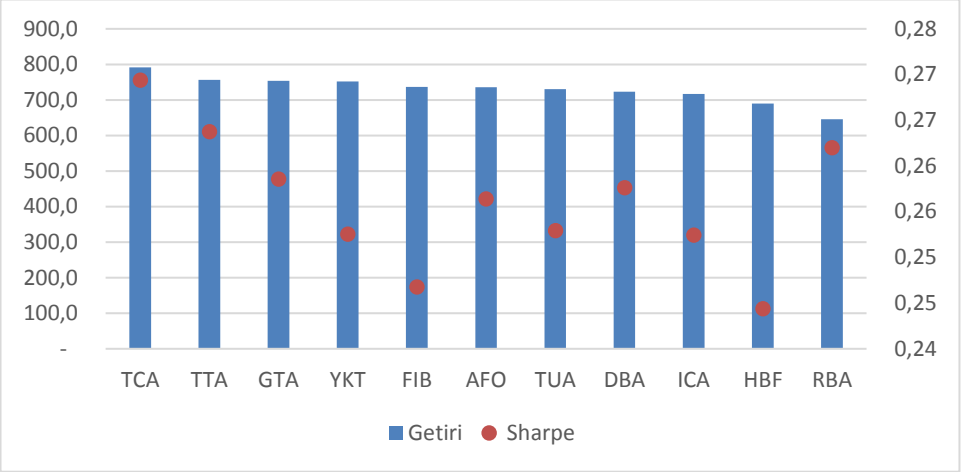
2020 yılında katılım fonları dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise HBF, TUA, DBA, ICA ve TTA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2021 yılında katılım fonları dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon ise DBA fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üzerinde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, YKT, TUA ve ICA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, YKT, AFO ve GTA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Sharpe değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Sharpe değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Sharpe değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, YKT, TUA ve ICA fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.18: Altın Fonlarının Sharpe Oranları Grafiği

Grafiğe göre Sharpe oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.40 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

4.5.2. Altın Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıdaki tabloda yer alan veriler, altın fonlarının 2019-2023 döneminde farklı performanslar sergilediğini ortaya koymaktadır. Söz konusu fonların Treynor oranları yıllık ve kümülatif olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir. Treynor oranları değerlendirilirken hesaplamalar oldukça yüksek olduğu için 100'e bölünerek tabloya yansıtılmıştır.

Tablo 4.25: Altın Fonlarının Treynor Oranları

TREYNOR							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
TTA	İş Portföy Altın Fonu	**21.3%**	**-13.5%**	3.5%	**3.2%**	-74.0%	**12.7%**
HBF	HSBC Portföy Altın Fonu	5.4%	**-13.6%**	**3.7%**	2.5%	-69.1%	**11.7%**
ICA	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu	6.9%	**-13.1%**	3.6%	2.6%	-69.0%	**11.0%**
YKT	Yapı Kredi Port. Altın Fonu	7.5%	**-13.2%**	3.6%	2.6%	**177.4%**	10.0%
GTA	Garanti Portföy Altın Fonu	6.2%	-15.3%	3.6%	**2.8%**	**142.1%**	9.9%
DBA	Deniz Port. Altın Fonu	6.1%	**-14.4%**	3.4%	**3.4%**	**41.6%**	9.9%
AFO	Ak Portföy Altın Fonu	6.4%	-15.7%	3.6%	**3.2%**	**70.8%**	9.8%
TUA	TEB Portföy Altın Fonu	**10.5%**	-14.9%	**3.8%**	2.4%	**106.0%**	9.6%
FIB	Fiba Portföy Altın Fonu	7.8%	-15.3%	**3.9%**	2.2%	**84.0%**	9.2%
RBA	Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu	4.9%	-15.1%	3.6%	2.3%	-82.9%	**11.1%**
TCA	Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	**11.0%**	-18.2%	**4.1%**	**3.2%**	**99.6%**	**10.6%**
Ortalama Treynor		**8.5%**	**-14.8%**	**3.7%**	**2.8%**	**38.8%**	**10.5%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, GTA, DBA, ICA, YKT ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar RBA ve TCA fonlarıdır Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise FIB, GTA, YKT, TUA ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

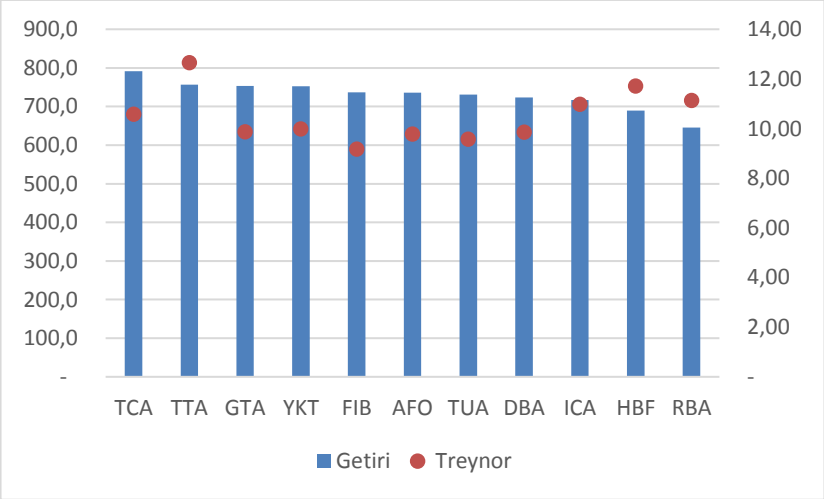
2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise GTA, DBA, ICA, TTA, YKT ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor

değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, ICA, YKT ve TUA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise HBF, ICA ve TTA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Treynor değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Treynor değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Treynor değerinden küçük olan fonlar ise FIB, GTA, DBA, YKT, TUA ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.19: Altın Fonlarının Treynor Oranları Grafiği

Grafiğe göre Treynor oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı -0.21 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonucun anlamlı çıkmaktadır, fakat 0'ın altında eksi değer olması Altın Fonlarının getirileri ile Treynor oranları arasında zayıf negatif korelasyon olduğunu göstermektedir.

4.5.3. Altın Fonlarının Jensen’s Alpha Oranı ile Kıyaslanması

Aşağıda verilmiş olan tabloda altın fonlarının yıllık ve kümülatif Jensen's Alfa değerleri verilmiştir. Verilen değerler 2019-2023 yıllarına ait olmakla beraber, karşılaştırmalı veriler de tabloda yer almaktadır. Aşağıda verilen tabloda mavi renk ile renklendirilmiş fonlar katılım fonlarını, diğer fonlarsa geleneksel fonları temsil etmektedir.

Tablo 4.26. Altın Fonlarının Jensen’s Alpha Oranları

JENSEN'S ALPHA							
Fon Kodu	**Fon Adı**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2019-2023**
TTA	İş Portföy Altın Fonu	**10%**	**39%**	45%	**13%**	**60%**	**36%**
GTA	Garanti Portföy Altın Fonu	**10%**	**40%**	**46%**	**11%**	**57%**	**36%**
AFO	Ak Portföy Altın Fonu	**9%**	**40%**	**46%**	**14%**	54%	**35%**
TUA	TEB Portföy Altın Fonu	**11%**	**39%**	**47%**	7%	56%	**35%**
YKT	Yapı Kredi Port. Altın Fonu	**9%**	**41%**	**46%**	9%	**57%**	**35%**
DBA	Deniz Port. Altın Fonu	**9%**	**39%**	43%	**14%**	**58%**	**35%**
FIB	Fiba Portföy Altın Fonu	**9%**	**40%**	**48%**	5%	56%	**35%**
ICA	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu	**9%**	38%	45%	8%	**57%**	34%
HBF	HSBC Portföy Altın Fonu	8%	38%	**46%**	7%	56%	34%
TCA	Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	**10%**	38%	**49%**	**14%**	**58%**	**36%**
RBA	Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu	7%	37%	39%	5%	**60%**	31%
Ortalama Jensen's Alpha		**9%**	**39%**	**46%**	**10%**	**57%**	**35%**

2019 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon ise HBF fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen’s Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2020 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar RBA ve TCA fonlarıdır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HBF ve ICA fonudur. Diğer fonlar ise ortalama Jensen’s Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

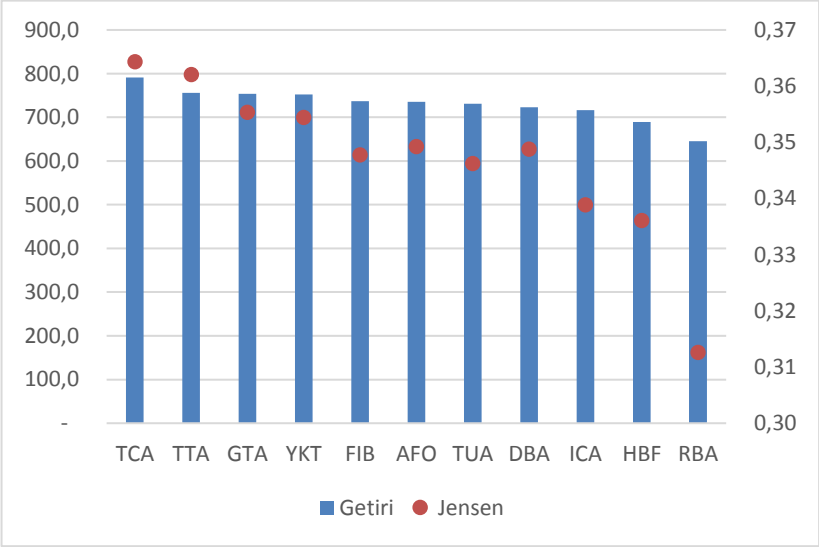
2021 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama

Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar ise DBA ve ICA fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen’s Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2022 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, TUA ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen’s Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

2023 yılında katılım fonları içerisinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon bulunmamaktadır. Aynı yıl içerisinde geleneksel fonlar dahilinde ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar ise FIB, HBF, TUA ve AFO fonlarıdır. Diğer fonlar ise ortalama Jensen’s Alpha değerinin üstünde kalmaktadır.

Genel olarak 2019-2023 yılları arasında katılım fonları kapsamında ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fon RBA fonudur. Aynı aralık dahilinde geleneksel fonlar açısından ortalama Jensen’s Alpha değerinden küçük olan fonlar ise HBF ve ICA fonlarıdır. Diğer fonlar ise bu ortalamanın üstündedir.



Grafik 4.20: Altın Fonlarının Jensen’s Alpha Oranları Grafiği

Grafiğe göre Jensen’s Alpha oranı ile getiri arasındaki korelasyon hesaplandığında korelasyon katsayısı 0.93 olarak hesaplanmakta ve hesaplanan sonuç anlamlı çıkmaktadır.

SONUÇ

Bir ülkenin, güçlü, canlı ve istikrarlı bir ekonomiye sahip olabilmesi için öncelikle sağlam bir finansal sisteme sahip olması gerekmektedir. Finansal sistemin paydaşları arasında yer alan ve finansal sisteme doğrudan yön veren bankacılık sektörü, ekonomik sistem içinde oldukça önemli bir yere sahiptir. Sağlam bir bankacılık sistemi, tasarrufların hareket geçirilerek yüksek getirili yatırımlara tahsis edilmesi ile ekonomik verimliliğe katkıda bulunmaktadır. Bir ülkenin gelişmiş bankacılık sistemine sahip olması, ülkenin ekonomik açıdan daha hızlı büyümesini ve dolayısıyla daha hızlı gelişmesini ve uluslararası rekabette daha donanımlı olmasını sağlamaktadır. Buradan hareketle bankacılık sisteminin, ülkeler açısından önem ve değerinin yadsınamaz büyüklükte olduğunu söylemek mümkündür.

Bankacılık sektörü, gelişen küresel ekonomik yapıyla birlikte her geçen gün yenilenmekte ve değişmektedir. Öyle ki faizsiz finans sisteminin doğuşu da bankacılık sektöründe meydana gelen yeniliklerin bir sonucudur. Türkiye'de faizsiz finans sistemi "katılım bankacılığı" olarak karşılık bulmaktadır. Türkiye'de ilk olarak Özel Finans Kurumları adı altında faaliyet göstermeye başlayan faizsiz finans hareketleri, 1980 yılı itibariyle bankacılık sektöründe yeni bir soluk oluşturmuştur. Türkiye'de katılım bankacılığının amacı tasarrufları teşvik etmek ve özellikle "yastık altı" olarak ifade edilen tasarrufları, bankacılık sektörüne ilave olarak fonlar aracılığı, ekonomik sisteme kazandırmaya çalışmak olmuştur.

Elde edilen bulgulara göre katılım fonları ve geleneksel fonlarının karşılaştırılması bölümler halinde yapılmıştır. Hisse senedi fonları göz önünde bulundurularak bu karşılaştırma yapılırsa, risk değeri açısından MAC, ST1, TKF, TYH, ICF, EC2 ve KYA fonlarının risk değeri 7 iken diğer tüm fonların risk değeri 6'dır. İncelenen hisse senedi fon grubunda 2019 ve 2023 yılları arasında ortalama getiriler dikkate alındığında Geleneksel Fonlar ortalama %1334,11 getiri elde ederken, Katılım Fonları ortalama %1314,57 ile Geleneksel fonlardan daha düşük getiri elde etmişlerdir. Kısa vadeli borçlanma araçları fonları ele alınacak olursa, risk değeri açısından geleneksel fonlarının risk değeri daha düşük olması ile birlikte sağlamış olduğu ortalama getiriler açısından geleneksel fonlar ortalama %144.47 getiri elde

ederken katılım fonları ortalama %134,18 ile geleneksel fonlardan daha düşük ortalama getiri elde etmiştir. Döviz borçlanma fonları incelendiğinde ise, risk değeri açısından katılım fonları arasında ZPF, geleneksel fonlar içinde TLE fonlarının risk değeri 5 iken diğer tüm Döviz borçlanma araçları fonlarının risk değeri 6'dır. Ortalama getiriler değerlendirildiğinde Geleneksel Fonlar 5 yıllık süreçte %608,47 getiri elde ederken Katılım Fonları ortalama %567,98 getiri ile Geleneksel fonlardan daha düşük getiri elde etmiştir. Borçlanma araçları fonları ele alındığında, risk değeri açısından geleneksel fonlar içerisinde FYO, DBZ, TBV, GA1 ve GYK, katılım fonları içerisinde IAT ve DPK fonlarının risk değerleri 1 iken diğer fonların risk değerleri 2'dir. İncelenen 5 yıllık süreçte geleneksel fonlar, ortalama %163,10 getiri elde etmiş, katılım fonları ise ortalama %151,38 ile geleneksel fonlardan daha düşük getiri elde ettiği görülmüştür. Altın fonları incelendiği zaman, risk değeri açısından incelenen katılım fonlarının tamamının risk değeri 6 iken, geleneksel altın fonları içerisinde AFO ve TUA fonlarının risk değeri 7 iken diğer geleneksel altın fonlarının risk değeri yine 6'dır. İncelenen 5 yıllık süreçte altın katılım fonları ortalama %718,35 getiri elde ederken, geleneksel altın fonları %732,77 ile katılım altın fonlarından daha yüksek getiri elde ettiği görülmektedir. Bu sonuçlara bağlı olarak, incelenen fon gruplarının tamamında geleneksel fonlar, katılım fonlarından daha yüksek ortalama getiriler elde etmişlerdir.

Hisse Senedi Fonlarına ait Sharpe oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait oranda, katılım fonları ortalamanın üstünde olduğu için geleneksel fonlara göre daha performanslıdır. 2020 yılı için de aynı yorum geçerlidir. 2021 yıllarında katılım ve geleneksel fonların çoğunda performans düşüktür. 2022 yılında katılım fonlarının performansı tamamen düşüktür ve geleneksel fonların da yarısında performansın düşük olduğu söylenebilmektedir. 2023 yılında ise geleneksel fonların 11 tanesi ortalama sharpe değerinin altında performans gösterirken 19 tanesi ortalama üstünde performans göstermiştir. Katılım fonlarının ise tamamı ortalama altında performans göstermiştir. 2019-2023 yılları arasında hisse senedi fon grubunda incelenen toplam 27 adet geleneksel hisse senedi fonu içerisinde 12 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel hisse senedi fonu EID-Qinvest Portföy Hisse Senedi Fonu, incelenen 3 adet

katılım hisse senedi fonunun tamamı Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım hisse senedi fonu RBH-Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu olmuştur.

Hisse Senedi Fonlarına ait Treynor oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait oranda, katılım fonlarından 1 tanesi ortalama altında performans gösterirken diğerleri ortalamanın üstünde olduğu için geleneksel fonlara göre yüksek performanslıdır. 2020 yılında katılım fonlarını ortalama üzerinde performans gösterirken, geleneksel fonlarının yarısından fazlasının performansı düşüktür. 2021 yılında katılım fonlarının tamamının performansında düşüş görülmekteyken geleneksel fonların bazılarında performans yükselmiş fakat neredeyse tüm fonlar ortalama üzerinde performans göstermiştir. 2022 yılında ise katılım fonlarının tamamı geleneksel fonların ise 4 tanesi dışında geri kalanı ortalama altında performans göstermiştir. 2023 yılında ise katılım fonlarının tamamı ortalama üzerinde performans gösterirken, geleneksel fonlar içerisinde 2 adet fon dışında yine tamamı ortalama üzerinde performans gösterdiği gözlemlenmiştir. 2019-2023 yılları arasında hisse senedi fon grubunda incelenen toplam 27 adet geleneksel hisse senedi fonu içerisinde 13 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel hisse senedi fonu KYA-Kare Portföy Hisse Senedi Fonu, incelenen 3 adet katılım hisse senedi fonunun tamamı Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım hisse senedi fonu RBH-Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu olmuştur.

Hisse Senedi Fonlarına ait Jensen’s Alpha oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait oranda, katılım fonlarından sadece 1 tanesinde performans düşükken geleneksel fonlardan 20 tanesi ortalama altında performans göstermiştir. 2020 yılında katılım fonları tam performans gösterirken geleneksel fonlarda durum stabildir. 2021 yılında katılım fonlarının çoğunluğunda düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarda yine aynı durum görülmektedir. 2022 yılında ise katılım fonları tamamı ortalama altında performans göstermekteyken geleneksel fonların performansında artış görülmektedir. 2023 yılında ise katılım fonlarında tamamen performans kaybı görülmekteyken geleneksel fonların çoğunluğunda

performansı yükseliştedir. 2019-2023 yılları arasında hisse senedi fon grubunda incelenen toplam 27 adet geleneksel hisse senedi fonu içerisinde 11 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren geleneksel hisse senedi fonu GMR-Inveo Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu, incelenen 3 adet katılım hisse senedi fonu içerisinde 2 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım hisse senedi fonu RBH-Albaraka Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu olmuştur.

Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Sharpe oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonları tamamen düşük performans sergilemekteyken geleneksel fonların performansı katılım fonlarına görece yüksektir. 2020 yılında katılım fonları ve geleneksel fonlar aynı durumu sergilemektedir. 2021 yılında katılım fonlarının performansında bir miktar artış gözlemlenirken geleneksel fonların durumu stabildir. 2022 yılında ise katılım fonları büyük ölçüde artış göstermekteyken geleneksel fonların performansında bir düşüş görülmektedir. 2023 yılındaysa katılım fonları tamamen düşük performans gösterirken geleneksel fonlar bir önceki yılla aynı performansı sergilemektedir. 2019-2023 yılları arasında Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fon grubunda incelenen toplam 6 adet geleneksel hisse senedi fonu içerisinde 3 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel kısa vadeli borçlanma araçları fonu GBL-Azimut Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 3 adet katılım kısa vadeli borçlanma araçları fonunun tamamı Sharpe ortalama değeri altında performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım hisse senedi fonu MPF- Aktif Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu olmuştur.

Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Treynor oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonları tam performans sergilerken geleneksel fonlar katılım fonlarına görece düşük performans ortaya koymaktadır. 2020 yılına bakıldığı zaman katılım ve geleneksel fonların performansında bir düşüş gözlemlenmektedir. 2021 yılında söz konusu performans düşüşü katılım fonu açısından devam etmekteyken geleneksel fonlarda yükseliş söz

konusudur. 2022 yılında katılım ve geleneksel fonların performansında yükseliş görülmektedir. 2023 yılında ise bir önceki yıla göre artış gözlenmiştir, en yüksek artış MPF- MPF- Aktif Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonunda olmasına rağmen fonların tamam birlikte değerlendirildiğinde geleneksel fonlardaki artış görece daha yüksektir. 2019-2023 yılları arasında kısa vadeli borçlanma araçları fon grubunda incelenen toplam 6 adet geleneksel hisse senedi fonu içerisinde 4 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel kısa vadeli borçlanma araçları fonu IST- İstanbul Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 3 adet katılım kısa vadeli borçlanma araçları fonundan 1 tanesi Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım kısa vadeli borçlanma araçları fonu MPF- Aktif Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu olmuştur.

Kısa Vadeli Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Jensen's Alpha oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonları ve geleneksel fonların performansının neredeyse tamamı düşüktür. 2020 yılında ayı durum görülmektedir. 2021 yılında geleneksel fonlarda bir miktar artış olmasına rağmen tüm gon gruplarında düşük performans devam etmektedir. 2022 yılında katılım ve geleneksel fonlarda yükseliş görülmektedir. 2023 yılında ise katılım ve geleneksel fonlardaki yükseliş devam etmekle birlikte geleneksel fonlardaki yükseliş katılım fonlarına görece daha fazladır. 2019-2023 yılları arasında kısa vadeli borçlanma araçları fon grubunda incelenen toplam 6 adet geleneksel kısa vadeli borçlanma araçları fonu içerisinde 3 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren kısa vadeli borçlanma araçları fonu GBL-Azimut Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 3 adet katılım kısa vadeli borçlanma araçları fonu içerisinde 1 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım kısa vadeli borçlanma araçları fonu MPF- Aktif Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu olmuştur.

Döviz Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Sharpe oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarındaki performansın

neredeyse tamamı düşükken geleneksel fonların performansı yarı yarıya düşüktür. 2020 yılında katılım ve geleneksel fonlar için aynı durum söz konusudur. 2021 yılında ise katılım fonlarında tamamen yüksek bir performans görülmekteyken geleneksel fonların performansında bir artış görülmektedir. 2022 katılım ve geleneksel fon grubunda bir önceki yıla göre artış görülmektedir. 2023 yılında ise katılım fonlarının yarısında ortalama performansa göre düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarının neredeyse tamamında bir düşüş görülmektedir. 2019-2023 yılları arasında Döviz Borçlanma Araçları Fon grubunda incelenen toplam 17 adet geleneksel döviz borçlanma araçları fonu içerisinde 11 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren döviz borçlanma araçları fonu DBH- Deniz Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 4 adet katılım döviz borçlanma araçları fonu içerisinde 1 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren döviz borçlanma araçları fonu TPZ- Teb Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu olmuştur.

Döviz Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Treynor oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının neredeyse tamamında performans düşükken, geleneksel fonlarının çoğunun performansı iyi durumdadır. 2020 yılında katılım fonlarının performanslarında düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarda durum aynıdır. 2021 yılında katılım fonlarının ve geleneksel fonların neredeyse tamamında performans yükselişi görülmektedir. 2022 yılında performans artışı iki fon grubunda da devam etmektedir. 2023 yılında katılım ve geleneksel fonlarda durum aynıdır. 2019-2023 yılları arasında döviz borçlanma araçları fon grubunda incelenen toplam 17 adet geleneksel döviz borçlanma araçları fonu içerisinde 8 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel kısa vadeli borçlanma araçları fonu IDF - İş Portföy Serbest (Döviz) Fonu, incelenen 4 adet katılım döviz borçlanma araçları fonundan tamamı Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım döviz borçlanma araçları fonu TPZ- Teb Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu olmuştur.

Döviz Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Jensen's Alpha oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının çoğunda performans düşükken geleneksel fonların neredeyse yarısında performans düşüktür. 2020 yılında katılım fonlarının tamamının performansı düşükken geleneksel fonlarda durum aynıdır. 2021 yılında ise katılım fonlarının performanslarında büyük ölçüde yükseliş görülmekteyken geleneksel fonlarda durum hala aynıdır. 2022 yılında katılım fonları performansını korurken geleneksel fonların performansında artış görülmektedir. 2023 yılında ise katılım fonlarının yarısından çoğunda performans düşmekteyken geleneksel fonlarda durum aynıdır. 2019-2023 yılları arasında döviz borçlanma araçları fon grubunda incelenen toplam 17 adet geleneksel döviz borçlanma araçları fonu içerisinde 11 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren geleneksel döviz borçlanma araçları fonu DBH- Deniz Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 4 adet katılım döviz borçlanma araçları fonundan 1 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren katılım döviz borçlanma araçları fonu TPZ- Teb Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu olmuştur.

Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Sharpe oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının neredeyse yarısında performans düşükken geleneksel fonlarında performans daha yüksektir. 2020 yılında ise katılım fonlarının performansı gittikçe düşmekteyken geleneksel fonların performansında yükseliş görülmektedir. 2021 yılında katılım fonlarındaki durum sabitken geleneksel fonların performansında büyük ölçüde artık görülmektedir. 2022 yılında katılım fonlarında düşüş devam ederken geleneksel fonların performansında artış görülmektedir. 2023 yılında ise katılım fonlarının performansı düşerken geleneksel fonların performansında artış devam etmektedir. 2019-2023 yılları arasında Borçlanma Araçları Fon grubunda incelenen toplam 10 adet geleneksel borçlanma araçları fonu içerisinde 6 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu AHU- Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 8 adet

katılım borçlanma araçları fonu içerisinde 1 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu MPK-Aktif Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu olmuştur.

Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Treynor oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının bir kısmında performans düşükken geleneksel fonlarda daha çok performans düşüşü görülmektedir. 2020 yılında ise katılım fonlarındaki performans aynı şekilde devam ederken geleneksel fonların performansında artış görülmektedir. 2021 yılında ise katılım fonlarının neredeyse tamamında düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarda ciddi artış görülmektedir. 2022 yılında katılım fonlarının performansı bir önceki yıla göre artış göstermekteyken geleneksel fonlarda düşüş görülmektedir. 2023 yılında tüm katılım fonları düşük performans göstermekteyken geleneksel fonların neredeyse yarısında performans düşüktür. 2019-2023 yılları arasında Borçlanma Araçları Fon grubunda incelenen toplam 10 adet geleneksel borçlanma araçları fonu içerisinde 7 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu GTF-Azimut Pyş Birinci Borçlanma Araçları Fonu, incelenen 8 adet katılım borçlanma araçları fonu içerisinde 1 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu YFV- Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu olmuştur.

Borçlanma Araçlarının Fonlarına ait Jensen's Alpha oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının yarısından fazlasının performansı düşükken geleneksel fonların performansı çoğunlukla yüksektir. 2020 yılında katılım fonlarında ufak bir yükseliş görülmekteyken geleneksel fonlarda büyük bir performans yükselişi görülmektedir. 2021 yılında katılım fonlarının performansı stabilken geleneksel fonların performansında küçük bir düşüş görülmektedir. 2022 yılında katılım fonlarının performansında artış görülmekteyken geleneksel fonlarda düşüş görülmektedir. 2023 yılında katılım fonlarının neredeyse tamamında performans düşükken geleneksel fonların performansı oldukça yüksektir. 2019-2023 yılları arasında Borçlanma Araçları Fon grubunda incelenen toplam 10 adet geleneksel borçlanma araçları fonu içerisinde 6

adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonları OSD-Osmanlı Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu ve AHU-Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu olmuştur, incelenen 8 adet katılım borçlanma araçları fonu içerisinde 3 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu MPK- Aktif Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu olmuştur.

Altın Fonlarına ait Sharpe oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının yarısında performans düşükken geleneksel fonların neredeyse tamamında performans yüksektir. 2020 yılındaki katılım fonlarının performansı tamamen yüksekken geleneksel fonların neredeyse yarısında bir düşüş görülmektedir. 2021 yılındaki katılım fonlarının performansı hala tamamen yüksekken geleneksel fonların performansında da bir yükseliş görülmektedir. 2022 yılındaki katılım fonlarının performansında düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarda da aynı durum söz konusudur. 2023 yılında katılım fonları tekrarda tam performans göstermekteyken geleneksel fonlarda yarı yarıya bir düşüş görülmektedir. 2019-2023 yılları arasında Altın Fon grubunda incelenen toplam 9 adet altın fonu içerisinde 4 adet fon Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren borçlanma araçları fonu TTA- İş Portföy Altın Fonu, incelenen 2 adet katılım altın fonu içerisinde tamamı Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren altın fonu TCA- Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu olmuştur.

Altın Fonlarına ait Treynor oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının yarısında performans düşükken geleneksel fonlarda da aynı durum söz konusudur. 2020 yılındaki katılım fonlarının performanslarında tamamen düşüş görülmekteyken geleneksel fonlarda yükseliş görülmektedir. 2021 yılındaki katılım fonlarının yarısında düşüş görülmekteyken geleneksel fonların performansında düşüş görülmektedir. 2022 yılındaki katılım ve geleneksel fonlarda durum aynıdır. 2023 yılındaki durum aynıyken geleneksel fonların performansında iyileşme görülmektedir. 2019-2023 yılları arasında Altın Fon

grubunda incelenen toplam 9 adet altın fonu içerisinde 3 adet fon Treynor ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren altın fonu TTA-İş Portföy Altın Fonu, incelenen 2 adet katılım altın fonu içerisinde tamamı Sharpe ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren altın fonu RBA-Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu olmuştur.

Altın Fonlarına ait Jensen's Alpha oranlarını yıllara göre değerlendirildiğinde; 2019 yılına ait olan oranda, katılım fonlarının yarısında performans düşükken geleneksel fonların neredeyse tamamında performans yüksektir. 2020 yılında katılım fonlarının performanslarının tamamı düşükken geleneksel fonların performansında bir düşüş görülmektedir. 2021 yılındaki katılım fonlarının performansında artış görülmekteyken geleneksel fonlarda durum stabildir. 2022 yılındaki katılım fonlarının yarısında performans düşükken, geleneksel fonların performansında büyük ölçüde düşüş görülmektedir. 2023 yılında ise katılım ve geleneksel fonların performansı bir önceki yıla göre artış göstermiştir. 2019-2023 yılları arasında Altın Fon grubunda incelenen toplam 9 adet altın fonu içerisinde 7 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken, en yüksek performans gösteren altın fonu TTA-İş Portföy Altın Fonu, incelenen 2 adet katılım altın fonu içerisinde1 adet fon Jensen's Alpha ortalama değeri üzerinde performans gösterirken en yüksek performans gösteren altın fonu TCA- Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu olmuştur.

Hisse senedi fonları ele alınacak olursa, risk değeri açısından en yüksek sınıflardan biri olan hisse senedi fonları ve piyasadaki diğer fonlara ait referans enstrümanların getirileri kıyaslandığı zaman, incelenen bütün hisse senedi fonlarının 5 yıllık zaman diliminde piyasa enstrümanlarına göre daha fazla getiriler elde ettiği tespit edilmiştir.

Kısa vadeli borçlanma araçları fonları incelendiğinde, risk değeri açısından en düşük sınıf olan ve risksiz fonlar şeklinde ele alınan kısa vadeli fonların piyasadaki diğer fonlara ait referans enstrüman getirileri kıyaslandığı zaman, incelenen bütün kısa vadeli borçlanma araçları fon getirileri 5 yıllık zaman diliminde TLREF oranı üstünde getiri elde etmiştir.

Döviz borçlanma araçları fonları incelendiği zaman, bahsi geçen fonlara dair risk değeri açısından yüksek sınıf olan döviz borçlanma araçlarının 5 yıllık zaman dilimindeki getirileri, piyasadaki diğer fonlara ait referans enstrüman getirileri ile kıyaslandığı zaman EURO ve USD'ye göre daha yüksek getiri elde ederken Altın getirisi altında kalmıştır.

TL borçlanma araçları fonları incelendiği zaman, söz konusu fonlara dair risk değeri açısından düşük sınıf olan ve risksiz fonlar şeklinde incelenen TL Borçlanma Araçlarının 5 yıllık zaman dilimindeki getirileri piyasada olan diğer fonlara ait referans enstrüman getirileriyle kıyaslanmasının yerine risksiz getiri olan TLREF ile kıyaslamak doğru bir değerlendirme olacaktır. Buna bağlı olarak geleneksel fonlar dahilinde 5 yıllık getiri de TLREF getirisini bütün TL Borçlanma Araçları Fonları geçmiştir.

Altın fonları incelendiği zaman, risk değeri açısından yüksek sınıf olan altın fonlarının 5 yıllık zaman dilimindeki getirileri piyasadaki diğer fonlara ait referans enstrüman getirileri ile kıyaslandığı zaman, katılım ve geleneksel fonlar beraber incelendiği zaman en yüksek getiriyi Altın fonlarının 2019-2023 yılları arasındaki yıllık getirilerinin piyasa getirisinden çok daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Altın fonları neredeyse her yıl her kategoride benzer getiriler elde etmiştir. Bunlarla birlikte bütün Altın Fonları söz konusu zaman diliminde Piyasadaki Altın getirisinin altında getiri elde etmiştir.

Özetlenecek olursa, 2019-2023 yılları arasında Getiri ve Korelasyon ilişkisinde en başarılı performansı ortalama %98 katsayı ile Jensen's Alpha elde etmiştir, aynı zaman diliminde Treynor'ın ortalama korelasyon katsayısı %24 ve Sharpe'ın ortalama katsayısı %80 olarak gerçekleşmiştir.

Tüm fon grupları birlikte ele alındığında 2019-2023 zaman diliminde,

- Hisse Senedi Fon grubu BIST100 Endeksi performansını geçmiştir.
- Kısa Vadeli TL ve Borçlanma TL fon grupları TLREF performansını geçmiştir.

- Döviz Borçlanma Araçları Fon grupları USD, EURO performansını geçmiştir.
- Altın Fon grubu, piyasada oluşan Altın performansından daha yüksek başarı elde edememiştir.

KAYNAKÇA

Akten Çürük, Suna:	İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar Ve Çözüm Önerileri." **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi (2013).
Arslan, Mehmet:	**A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, No. 2, Ankara, 2005.
Arzova Burak, Berin, Dikgöz:	"Karz-ı Hasen Ekonomik ve Sosyal Boyutu". **1. Uluslararası Sigortacılık, Bankacılık ve Finans Sempozyumu**, Ankara, Hacı Bayram Veli Üniversitesi, 2018.
Atan, Mehmet, Atan, Sibel, Halıcı, Burcu:	"Portföy Seçim Problemi Üzerine Karşılaştırmalı Alternatif Yaklaşımlar", **Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi**, 2, 24-37,2018.
Alkış, Alpaslan:	"İslam Hukukunda Katılım Bankacılığı Fon Toplama ve Kullandırma Yöntemleri." **Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi** 2.3 (2018): 120-133.
Aydın, Emre, Kaplan, Ersin:	"Bireysel Emeklilik Sisteminin Vergi Uygulamaları Bakımından Değerlendirilmesi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, 93-114, 2014.
Bayraktar, Melek, Aksoy, Mine:	"Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Analizi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 86, 153-184, 2020
Celebcioğlu, Ayşe:	"Türkiye'de İslami Finansın Tarihi ve Kullanılan Finansman Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi." **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** Yüksek Lisans Tezi (2017).
Coşkun, Alper:	"Katılım bankalarının bankacılık sektöründeki yeri ve önemi." **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi (2008).
Ceylan, Ali, Korkmaz, Turhan:	**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi** 8. Baskı, Ekin Kitapevi, Bursa, 2017.

Çıtlak, Levent:	Türkiye'deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi ile Değerlendirilmesi. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (31), 69-94, 2015.
Davis, Gerald F:	"A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re- concentration in the United States", **European Management Review**, 5(1), 2008, 11-21.
Demirtaş Özgür, Güngör Zülal:	"Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, 103-109, 2004.
Destanoğlu, Burçak Yıldız:	**Yatırım Fonu Katılma Belgeleri,** Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2004.
Dyson, Paul Henry Charles:	"Growth study of the Canadian mutual fund industry", Doctoral dissertation, **University of British Columbia**, 1969.
European Fund and Asset Management:	"International Statistical Release", (Çevrimiçi), http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_details&Itemid=99&gid=1174,
Eskici, Mustafa Mürsel:	"Türkiye'de Katılım Bankacılığı Uygulaması ve Katılım Bankaları'nın Müşteri Özellikleri." **Süleyman Demirel Üniversitesi**, 2007.
El-Gamal, Mahmoud A:	Islamic finance: Law, economics, and practice. **Cambridge University** Press, 2006.
European Fund and Asset Management:	"EFAMA International Statistical Release", (Çevrimiçi) http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_details&Itemid=-99&gid=1174 (01.05.2010).
Gençtürk, Mehmet, Serpil Senal, ve Esra Aksoy:	"Makroekonomik Değişkenlerinin Katılım Fonları Üzerindeki Etkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı." Fiscaoeconomia 7.1 (2023): 115-135.
Görmüş, Şakir:	İslam İktisadı İnsanlık için Bir İhtiyaç mı?, **International Journal of Islamic Economics and Finance Studies**, 1(2), 53-68, 2015.

Gremillion, Lee:	**Mutual fund industry handbook: A comprehensive guide for investment professionals** (Vol. 1), John Wiley & Sons, 2005.
Gül, Sefer:	İstanbul Finans Merkezi Projesi'nin Türkiye'de İslami finansa katkısı. MS thesis. **İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, 2021.**
Gündoğdu, Aysel:	**Menkul Kıymet ve Emeklilik Yatırım Fonları,** Alim Kitapları, 2018.
Hazıroğlu, Temel:	**Katılım Ekonomisi Yeni Zihin, Yeni İktisat**, İstanbul, İz Yayıncılık, 2018.
İlhan, Ege, Topaloğlu, Emre Esat:	"Türkiye'deki Emeklilik Yatirim Fonlarinin Yatirim Performanslarinin Analizi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, *3*(1), 79-89, 2011.
Iqbal, Zamir, and Abbas Mirakhor:	An introduction to Islamic finance: Theory and practice. Vol. 687. John Wiley & Sons, 2011.
İşlek, Onur Ozan:	"Hisse Senedi Fonlarında Sektörel Yoğunlaşmanın Fon Performansına Etkisi" **Istanbul Üniversitesi**, 2022, s. 15.
Jai Govind, Singh:	Sortino Ratio Based Portfolio Optimization Considering EVs and Renewable Energy in Microgrid Power Market, IEEE Transactions on Sustainable Energy, No.8, pp. 217-229, 2017.
Kamuyu Aydınlatma Platformu:	"Sektörler", (Çevrimiçi), kap.org.tr, 2023.
Karan, Mehmet Baha:	**Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2020.
Karslı, Muharrem:	Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. Edited by 5. bs.: İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2004.
Kervan, Serkan:	"İslami Finans Ve Türkiyede İslami Finans Araçlarının Tercih Edilmesinde Etkili Olan Faktörler." **Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi**, 2018.
Khan, M. Fahim, and Mario Porzio:	Islamic banking and finance in the European Union: a challenge. Edward Elgar Publishing, 2010.

KT Portföy:	"Yatırımcı Kılavuzu,", (Çevrimiçi), https://www.ktportfoy.com.tr/yatirimci-klavuzu/fon-turleri/menkul-kiymet-yatirim-fonlari-turleri-nelerdir.
Kulalı, İhsan:	"Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı", **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 275-294, 2016.
Kutlay, Urun:	"Stokastik Baskınlık Testi ile Portföy Optimizasyonu: BİST-30 Endeksine Uygulanması", Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü**, İsatnbul, 2016.
Küçükkocaoğlu, Güray:	İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları, 2012.
Levent Aydın:	"Tükiyede'ki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi", Yüksek Lisans Tezi, **Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Istanbul, 2018.
Levent Aydın: Melikşah, Utku:	"Tükiyede'ki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi", Yüksek Lisans Tezi, **Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Istanbul, 2018.
Naghıyev, Teymur:	Faizsiz Bankacılığın Hızlı Yükselişi, 2006 "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarından Oluşan Optimal Portföy Seçimi ve Riske Maruz Değer Yöntemiyle Portföy Riskinin Belirlenmesi,", 2009.
Obaidullah, Mohammed:	"Islamic Financial Services." **King Abdulaziz University Jeddah**, 2005.
Öztürk, Musa:	"Beklentilerin fonlar ve kredilerle ilişkileri: Türkiye'de faaliyet gösteren katılım ve konvansiyonel bankaların karşılaştırmalı analizi." İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi (İEFD) 3.2 (2017): 217-245.
Özdemir, Mücahit; Aslan, Hakan:	**Türkiye'de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politiği**, İstanbul: SETA Yayınları, 2017.

Parvez Ahmed, Anderson Seth:	**Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings**, Springer, 2005.
Saleck, Cheikh:	**"Yatırım Fonları Risk ve Getiri Analizi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama." Dokuz Eylül Üniversitesi, 2018.**
Satır, Aylin:	"Ulusal ve uluslararası yatırım fonlarının karşılaştırmalı risk analizi", Doktora tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü**, 2011.
Sermaye Piyasası Kurulu:	"Menkul Kıymet Yatırım Fonları", (Çevrimiçi), http://www.spk.gov.tr/ digermenuler/handle .aspx?action=showheaders&id=1&submenuheader =0.
Seth Anderson, Ahmed Parvez:	"Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings." (2005).
Sermaye Piyasası Kurulu:	Pay Tebliği, Seri no: VII. Resmi Gazete, Sayı: 28685, 22.06.2013.
Sevinç, Deniz, Yakar, Aykut:	"Türkiye'deki Pay Senedi Yatırım Fonlarının Performans Analizi", A**nadolu Üiversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 20(2), 112-129, 2019.
Sırma, İbrahim:	"Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Yapısının Piyasa Performansına Etkisi," **Alphanumeric Journal 7**, Sayı 1, 2019.
Sortino, Van der Meer, R.:	"Downside risk", **The Journal of Portfolio**, 17(4), 27-31, 1991.
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş:	'Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları". Sınav Çalışma Notları, 2022.
Sümer, Gökhan; Onan, Fatih:	Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları,

	Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 17 (3), 296-308, 2015.
Teker, Suat, Karakurum, Emre, Tav, Osman:	"Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 9, 89-105, 2008.
Türkan, Yavuz, and Yunus Doğan:	"Katılım Bankalarının Tasarruf Fonları ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki, Bir Zaman Serisi Analizi." **Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** 4.1 (2020): 227-250.
Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi:	"Katılım Finans Strateji Belgesi." (2022).
Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu:	(Çevrimiçi), tefas.gov.tr, 2023.
Türkiye İş Bankası:	"Yatırım Fonu Nedir? Nereden ve Nasıl Alınır?," (Çevrimiçi), https://www.isbank.com.tr/blog/yatirim-fonu-nedir-nasil-alinir.
Türkiye İş Bankası: Türkiye Katılım Bankaları Birliği:	"Yatırım Fonu Nedir? Nereden ve Nasıl Alınır?," (Çevrimiçi), https://www.isbank.com.tr/blog/yatirim-fonu-nedir-nasil-alinir.
	(Çevrimiçi), tkbb.org.tr, 2023.
Türkiye İş Bankası: Türkiye Katılım Bankaları Birliği:	"Yatırım Fonu Nedir? Nereden ve Nasıl Alınır?," (Çevrimiçi), https://www.isbank.com.tr/blog/yatirim-fonu-nedir-nasil-alinir.
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği:	(Çevrimiçi), tkbb.org.tr, 2023. "TKYD'den 2009-2010", **Kurumsal Yatırımcı Dergisi**, S.8, 2010.
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği:	"UCITS Pazarında Trendler", **Kurumsal Yatırımcı Dergisi**, S. 10, 2010.
Türkmenoğlu, Rüveyda Ebru:	"Katılım bankacılığı ve Türkiye'deki finansal yapı", Yüksek Lisans Tezi, 2005.

U.S. Securities and Exchange Commission:	"Asset Allocation", (Çevrimiçi), http://www.sec.gov/investor/pubs/assetallocation.htm, 09.11.2023.
Uçar, Mustafa:	"Özel Finans Kurumlarında Fon Temini ve Tahsisi'nin Muhasebeleştirilmesi." İstanbul:(Yayınlanmamış Doktora Tezi), 1987.
Ural, Mert:	**Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi,** Ankara, Detay Yayıncılık, 2010.
Ustaoğlu, Didar:	Türkiye'de katılım bankacılığı, sektördeki yeri ve önemi (Yüksek Lisans Tezi). **Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**: Aydın, 2014.
Visser, Hans:	Islamic finance: Principles and practice. Edward Elgar Publishing
Wilson, Rodney:	"Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities." Humanomics 24, no. 3 (2008): 170-81.
Yazdan, Gudarzi Farahani, and Sadr Seyed Mohammad Hossein:	"Analysis of Islamic Bank's Financing and Economic Growth: Case Study Iran and Indonesia." Journal of Economic Cooperation & Development 33.4 (2012).
Yanpar, Atilla:	İslâmi Finans İlke Araç ve Kurumları. Scala Yayıncılık, İstanbul 2014.
Yıldırım, Kadir:	"Finansal Küreselleşme Açısından Yatırım Fonlarının Etkinliği", Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü**, 2009.
Yurttadur, Mustafa; Demirbaş, Hayati:	"Türkiye'de bulunan katılım bankaları ve özel sermayeli mevduat bankalarının finansal performanslarının karşılaştırılması". **İGÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(2), 89-117, 2017.
Warde, Ibrahim:	Islamic finance in the global economy. **Edinburgh University** Press, 2010.