

ODAKLANMA STRATEJİSİ ve ÇEŞİTLENDİRME STRATEJİSİ İZLEYEN FONLARIN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

COMPARISING THE PERFORMANCE OF FUNDS FOLLOWING CONCENTRATION
STRATEGY AND DIVERSIFICATION STRATEGY

Ali ÖZER¹ - İstemi ÇÖMLEKÇİ²

Öz

Yatırımcıların yüksek karlılığı minimum riskle sağlamaya çalıştıkları portföyler çok sayıda finansal varlıkla çeşitlenme stratejisi ile oluşturulmalı mı yoksa belirli bir finansal varlığa, firmaya ya da sektöre yoğunlaşarak odaklanma stratejisi ile mi oluşturulmalıdır? Çalışmanın amacı odaklanma stratejisi izleyen fonların performansı ile çeşitlendirme stratejisi izleyen fonların performansı değerlendirilerek, strateji farklılıklarından dolayı fon getirileri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmektir.

Çalışmada Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen Alfa değeri kullanılarak Nisan 2013- Nisan 2020 tarihleri arasında hisse senedi şemsiye fonları analiz edilmiştir.

Çalışma sonucunda en yüksek getirinin teknoloji odaklı fonların sağladığı görülmüştür. Ayrıca odaklanma strateji ile oluşturulan portföyün, çeşitlendirme stratejisi ile oluşturulacak portföyden daha yüksek performansa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Odaklanmış portföy, Çeşitlendirilmiş Portföy, Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve Jensen Alfa Değeri

Jel Kodu: C02, C81, G11

Abstract

Whether the portfolios that investors try to achieve high profitability with minimum risk should be created with a diversity strategy with a large number of financial assets, or should they be created with a strategy of focusing on a particular financial asset, firm or sector? The aim of the study is to evaluate whether there is a significant difference between fund returns due to strategy differences by evaluating the performance of the funds following the focusing strategy and the performance of the funds following the diversification strategy.

In the study, stock umbrella funds were analyzed between April 2013 and April 2020 using Sharpe ratio, Treynor ratio and Jensen Alfa value.

As a result of the study, it was seen that the highest return was provided by technology-focused funds. In addition, it is concluded that the portfolio created with the focus strategy has higher performance than the portfolio to be created with the diversification strategy.

Keywords: Concentration Strategy, Diversification Strategy, Sharpe Rate, Treynor Rate and Jensen Alpha Value

Jel Code: C02, C81, G11

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, aliozer@duzce.edu.tr, Orcid:0000-0003-4736-3418

² Doç. Dr., Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, istemicomlekci@duzce.edu.tr, Orcid: 0000-0001-8922-071X

GİRİŞ

Birden çok varlığa veya menkul değere, mevcut fon sınırı kadar, birden çok sayıda ya da çeşitlilikte finansal varlıklara, birlikte yatırım yapılması anlamına gelen portföy, içinde bulundurduğu finansal varlıkların tek başına taşıdıkları riske göre daha az risk taşımaktadır. Bu sebeple fertlerin, şirketlerin, kamu ve devletin yaygın olarak kullandığı bir yatırım türüdür (Okka, 2015: 403). Yatırımcılar en yüksek karlılığı sağlayacak bunun yanında da en az risk içerecek şekilde, mevcuttaki fonlarını finansal varlıklar arasında dağıtarak etkin bir şekilde yönetmeyi istemektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 635). Bu yönetimi şekillendiren önemli durumlardan biri olan ekonomik koşulların zamanla değişmesi portföyün ya da içindeki finansal varlıkların alım satım yapılarak değişmesini gerektirir (Demirtaş ve Güngör, 2004:103). Yatırım süresince hangi finansal varlıkların seçileceği, getirileri, taşıdıkları riskler ve portföyün toplam riskinin ne olacağı, bunlara göre yatırımcıların portföyden beklentileri gibi etmenlerde göz önünde bulundurarak, istatistiki yöntemlerle analiz ile portföy oluşturulur. Portföyü oluştururken hangi varlıklarla ne kadar çeşitlendirme yapılacağı ve bunlarında kaçar adet olacağı portföy yönetiminin önemle üstünde durulan bir noktasıdır (Beck vd.,1996:381).

Çeşitlendirme stratejisinin amacı, seçilen finansal varlıklar arasında düşük performans gösteren finansal araçlar ile yüksek performans gösteren finansal araçların taşıdığı riski ve zararı dengelemektir. Yalnız, bu dengeleme durumu her zaman bir kar durumu da yaratmayabilir. Ayrıca çeşitlendirmenin geniş tutulması yöneticinin çok çeşitli varlıkları, firmaları, sektörleri ya da piyasaları izlemesi ve yönetmesi gerekebilir. Ya da yönetici sırf çeşitlendirme yapmak amacıyla hiç bilmediği finansal varlıklara ya da şirketlere de yatırım yapmak zorunda kalabilir. Yani portföy oluşturmak bazı riskleri göz önünde tutmayı gerektirmektedir. Portföy yöneticileri ise bu risklere göre finansal varlıkların sayısını oldukça artırarak portföylerini oluşturmayı seçmişlerdir. Geleneksel portföy yönetimi finansal varlıkların birbirleriyle ilişkisini ihmal ederek finansal varlık çeşitlenmesinin olabildiğince en yüksek seviyede olmasının gerekliliğini ve böylece portföyden alınacak veriminde daha yüksek olacağını savunmaktadır. Modern portföy teorisinde ise Markowitz (1952) in çalışmasıyla portföy içerisindeki finansal varlıkların birbirleri ile olan ilişkisinin yanı sıra her ilave varlığın mevcut varlıklarla olan ilişkisi ile portföy riskini değiştirdiği savunulmaktadır (Mier, 2017:3).

Çeşitlendirme ile oluşturulmuş ilk yatırım fonu ABD 1924'te 45 hisse senedi, 1921-1946 yılları arasında Keynes'in yönettiği portföyde 46 hisse senedi, 1946-1956 yılları arasında Graham'ın yönettiği portföyde ise 76 hisse senedinden oluşmaktaydı (Mier, 2017:3). İyi çeşitlendirilmiş portföyde Evans ve Archer (1968); 8-15, Fisher ve Lorie (1970); 8, Statman (1987): 30-40, Beck vd. (1996); 48 hisse senedinin olması gerektiğini, Türkiye'de yapılan çalışmalarda ise Gökçe ve Cura (2003); 6-14, Demirci ve Keskintürk (2007); 3-17, Keskintürk vd (2010); 6-11, İskenderoğlu ve Karadeniz (2011); 2-6 arasında değişen hisse senedi ile oluşturulan portföyün daha başarılı olduğunu tespit etmişlerdir.

Portföy oluşturmada bir diğer yaygın seçimde odaklanma stratejisidir. Fon yöneticileri, eğer bazı endüstrilerin genel piyasadan daha iyi performans gösterebileceğini düşünüyorlar ya da belirli bir sektördeki karlı hisse senetlerini seçmek için daha iyi bilgiye sahiplerse portföylerini bu hisse senedi, firma ya da sektöre odaklanarak oluşturabilirler (Kacperczyk vd. 2005:1983). Odaklanmış portföyler, yöneticilerin ya da yöneticinin; bilgisi, tecrübesi, geleceği görebilme gibi sezgisel anlam yüklenerek oluşturulmaktadır (Mier, 2017:4). Ivkovic vd. (2004)' e göre ise yatırımcıların odaklanmış portföyleri seçmelerinin sebepleri olduğunu ve bunlardan ilk olarak az sayıda finansal varlıktan oluşmasının yanı sıra bir firmaya olan aşinalık ya da aşırı güven gibi davranışsal önyargılar, ikinci olarak da

yatırımcıların yapılan analizler sonucu yüksek anormal getirisi tespit edilen hisse senetleri ile portföy oluşturmak istemeleridir.

Odaklanmış portföylerde birkaç finansal varlığa, firmaya, sektöre, piyasaya odaklanarak portföyün hazırlanmaktadır. Bu sebeple portföyün taşıdığı risk fazladır fakat potansiyel getiri de fazladır. Portföy yöneticisi çeşitlendirilmiş portföye göre daha çeşitli ve çok sayıda varlık ya da şirket değil daha yönetilebilir sayıda kaliteli yatırımlara odaklanmasını sağlar. Bu sayede yönetici varlıklara daha hakim olarak oluşabilecek pozisyonları daha iyi kavrar. Aynı zamanda yönetici kaynakların daha etkin kullanılmasına katkı sağlamakta ve ticari verimliliğini artırmaktadır (Ely, 2014: 16).

Bu kapsamda çalışmada odaklanma stratejisi izleyen fonların performansı ile çeşitlendirme stratejisi izleyen fonların performansı değerlendirilerek, strateji farklılıklarından dolayı fon getirileri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amaçlanmaktadır. Çalışmada 2013-2020 tarihleri arasında, Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan elde edilen, hisse senedi şemsiye fonları veri olarak kullanılmıştır. Analizde Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen Alfa değeri yöntemleri kullanılmıştır.

LİTERATÜR

Çeşitlendirme stratejisi ve odaklanma stratejisini karşılaştıran akademik çalışmalar incelendiğinde daha çok odaklanma stratejisi ile seçilen portföylerin daha iyi performans gösterdikleri sonucu yaygındır. Ivkovic vd. (2004), 1991-1996 tarihleri arasında, NYSE, AMEX ve NASDAQ piyasalarında işlem gören hisse senetleri ile yaptıkları çalışmalarında, bireysel yatırımcıların hisse alım satımlarının çeşitlendirilmiş portföyü olanlara göre odaklanmış portföyü olanların daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

Kacperczyk vd. (2005), 1984-1995 tarihleri arasında ABD yatırım fonlarının performansını inceledikleri çalışmalarında, portföyleri birkaç sektörde yoğunlaşan yöneticilerin odaklanmış portföyleri çeşitlendirilmiş portföylere göre daha iyi performans gösterdiğini tespit etmişlerdir.

2014

Baks vd. (2006), 1979-2003 tarihleri arasında, CRSP yatırım fonları üzerinde regresyon analizi ile yaptığı çalışmalarında, odaklanmış fonların çeşitlendirilmiş fonlara göre daha iyi performans gösterdiklerini, yatırımcıların da odaklanmış portföylere yatırım yaparak performanslarını artırabileceklerini, odaklanmış fon yöneticilerinin hisse senetlerini doğru bir şekilde seçme becerisine sahip olduklarını vurgulamışlardır.

Brands vd. (2006), 1995-2001 tarihleri arasında Avustralya sermaye fonları üzerine yaptıkları çalışmalarında, aktif sermaye portföylerindeki yatırım performansı ile odaklanma arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Aktif yönetimin hem stok seçim becerisine hem de portföy yönetimine bağlı olduğunu, fon performansı ile portföy yoğunlaşması arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Yajing (2008), 1999-2006 tarihleri arasında Çin piyasasında sermaye ve stoklar olarak odaklanmış kapalı uçlu fonlardan oluşan portföyleri incelediği çalışmada stoklara odaklanmış portföylerin daha iyi performans gösterdiğini, sanayiye odaklanmış portföylerin kümülatif olarak iyi bir şekilde performans göstermediğini tespit etmişlerdir.

Huij ve Derwal (2010), 1995-2007 tarihleri arasında ABD’de odaklanmış portföylerle küresel sermaye fonları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, odaklanmış fonların çeşitlendirilmiş fonlara göre daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Ayrıca yatırımcıların sadece yöneticilerin ne kadar büyük riskler almaya istekli olmasına değil aynı zamanda fonları birden fazla piyasada holdinglere ait varlıklarla yatırım portföyü oluşturarak, odaklanma stratejisi yaptıklarına da dikkat etmeleri gerektiğini vurgulamışlardır.

Yeung vd. (2012), ABD sermaye yatırım fonları ile çeşitlendirilmiş ve odaklanmış portföyleri inceledikleri çalışmalarında odaklanmış portföylerden en iyi başarı elde etmenin ancak yetenekli yöneticiler tarafından oluşturulabileceğini hatta portföy çabaları nedeniyle hisse senedi seçim becerilerini kaybedebileceğini vurgulamışlardır. Odaklanmış portföylerin daha iyi performans gösterdiklerini, yatırımcıların ise odaklanmış portföyler oluştururken çeşitlendirilmiş portföylerden yararlandıklarını tespit etmişlerdir.

Ely (2014), 2007-2013 tarihleri arasında ABD yatırım fonları üzerine yaptığı çalışmada odaklanmış fonların kıyaslama ölçütlerine göre çeşitlendirilmiş fonlardan daha cazip getiriler sağladığı sonucuna varılmıştır.

Amenc vd. (2016), 1974-2014 tarihleri arasında ABD piyasalarında 500 hisse senedi ile yaptıkları çalışmalarında, çeşitlendirme ve odaklanma stratejilerine göre oluşturulmuş portföylerden, odaklanmış portföylerde beklenen getirinin kesin tahminin zor olması, az çeşitliliğin taşıdığı risk seviyesi ve faktörlerden etkilenme durumlarının oldukça yüksek olduğunu ve daha uzun ticaret süreleri gibi sorunlara yol açtığını tespit etmişlerdir. Çeşitlendirilmiş portföylerin ise geniş bir şekilde çeşitlendirerek beklenen getirilerinde geniş farklılıklar olduğu, bu portföylerin ise daha güvenilir olduğunu vurgulamışlardır.

Goldman vd. (2016), 1990-2012 tarihleri arasında ABD yatırım fonlarına uyguladıkları analizlerinde her endüstriden bir ya da iki hisse senedi olarak odaklanan fonların daha iyi performans gösterdiğini, bir de tek yönetici ile yönetilen fonların daha çok yönetici ile yönetilen fonlarla göre daha iyi odaklandığını hem de daha iyi performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

Choi vd. (2017), 1999-2010 tarihleri arasında 72 ülkeden kurumsal yatırımcılarla yaptıkları çalışmada, bilgi avantajı sayesinde, ana ülke, yabancı ülke ya da endüstri yoğunluğunun kurumsal yatırımcı portföylerindeki risk ve getiri ile ilişkide olduğunu ve böylece yoğunlaşarak oluşturulan portföylerin daha iyi performans gösterdiklerini aynı zamanda öğrenme kapasitesi yüksek olan kurumsal yatırımcıların dış pazar ya da endüstrilerdeki finansal varlıklarla daha çok odaklanarak portföy oluşturmada yetenekli olduklarını da tespit etmişlerdir.

Oloko (2018), 2004-2015 yılları arasında ABD ve İngiltere yatırımcılarının Nijerya hisse senetleri ile portföylerinde çeşitlendirerek herhangi bir fayda sağlayıp sağlamadığını incelediği çalışmada, yatırımcıların Nijerya hisse senedine odaklanarak çeşitlendirdikleri portföylerinin potansiyel kazanımlarının olduğunu tespit etmiştir.

Lyandres vd. (2019) 1999-2010 tarihleri arasında Amadeus'a kayıtlı 34 Avrupa ülkesindeki firmaların, firma sahiplerinin portföy çeşitlendirmesi ile firmaların sermaye yatırım oranları arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile inceledikleri çalışmalarında, firma sahibinin portföy çeşitlendirmesinin firma yatırım seviyesi üzerindeki etkisinin firmaların finansal olarak kısıtlanıp kısıtlanmadığına bağlı olduğunu, sermaye yatırım fonları kısıtlanmamış olan halka açık şirketlerin sermaye yatırımları ile portföy çeşitliliği arasında olumlu; finansal olarak kısıtlanmış olan özel şirketlerde ise firma yatırımı ile portföy çeşitlendirmesi arasında negatif ilişkiyi tespit etmişler, sermaye yatırımı yoluyla ekonomik büyümeye teşvik eden politika yapıcılara, sadece firmaların değil firma sahiplerinin önündeki mali engellerin kaldırılarak portföy çeşitlendirmesi ile sermaye piyasalarına katılımları teşvik edilmesi gerektiğini belirtmişlerdir.

Guesmi vd. (2019), 2012-2018 tarihleri arasında ABD piyasasında bitcoin ve çeşitlendirilmiş portföyler arasındaki ilişkiyi GARCH modelleri ile inceledikleri çalışmalarında, bitcoini de içinde kattığı altın, petrol ve hisse senedi ile çeşitlendirdiği portföyün riski, sadece altın petrol ve hisse senedinden oluşan portföyün riskine göre daha az

olduğunu tespit etmişlerdir. Bitcoinin yatırımcılar için portföy çeşitlendirmesinde ve riskten korunma aracı olarak kullanılabileceğini vurgulamışlardır.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın temel amacı odaklanma stratejisi izleyen fonların performansı ile çeşitlendirme stratejisi izleyen fonların performansı değerlendirmek, fon getirileri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmektir. Fon performansının ölçümü için literatürde çok farklı yöntemler bulunmaktadır. Çalışma kapsamında en çok tercih edilen performans ölçüm modelleri olan Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen Alfa değeri kullanılmıştır.

Sharpe oranı (SR), bir portföyün aldığı riske göre sağladığı getiriyi değerlendiren bir önemli ölçüdür. Özellikle yatırımdan elde edilen getirinin iyi bir yatırım kararlardan mı yoksa aşırı riskten mi kaynaklandığına dair bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Risk standart sapma ile ölçen Sharpe oranı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Pal ve Chandani, 2014).

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Formülde R_p portföy getirisini, R_f risksiz getiri oranını ve σ_p portföyün standart sapmasını ifade etmektedir. Sharpe oranı (SR) ne kadar yüksek olursa, alınan her risk birimi için o kadar yüksek getiri sağladığı anlamına gelir. Negatif bir Sharpe oranı ise portföyün risksiz getiri oranından daha düşük getiri sağladığını göstermektedir.

Treynor Oranı, bir portföyün sistematik riske uyarlanmış performans ölçüsüdür. Risk göstergesi olarak standart sapması yerine pazar getirisine duyarlılığını (pazar riskini) gösteren beta katsayısı kullanılmaktadır. Bir portföyün risksiz getiri oranının üzerinde sağladığı getiri miktarının, portföyün Beta katsayısı ile oranlanması sonucu elde edilmektedir (Agarwal ve Mirza, 2017).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Formülde R_p portföy getirisini, R_f risksiz getiri oranını ve β_p portföyün betasını (Pazar riski) ifade etmektedir. Treynor oranı büyük olan portföyün, daha iyi bir performans gösterebileceği söylenebilmektedir.

Jensen's Alpha değeri, piyasa endeksi tarafından tahmin edilenden daha fazla anormal getiriyi ölçmektedir. Gerçekleşen getiri ile gerçekleşen riske bağlı olarak CAPM modeli ile hesaplanmış beklenen getirinin karşılaştırıldığı bir modeldir (Marhfor, A. 2016).

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \varepsilon_p$$

Formülde R_p portföy getirisini, R_f risksiz getiri oranını, β_p portföyün betasını, α_p Jensen Alfa değerini ve ε_p hata terimini ifade etmektedir. Gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki fark alfa olarak ifade edilmekte olup, alfanın büyük ve pozitif olması beklenmektedir. Pozitif ve büyük bir alfa değeri portföyün piyasaya göre iyi seçilmiş varlıklardan oluştuğunu göstermektedir.

Risksiz getiri için 1 aya kadar vadeli Türk Lirası mevduatlarına uygulanan faiz oranı ele alınmıştır ve bu veriler TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Yatırım fonlarına ilişkin veriler ise Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan (TEFAS) elde edilmiştir. TEFAS platformunda işlem gören toplam 201 adet fon bulunmaktadır. Nisan 2020 itibarıyla fon türü bazında İşlem Gören fon sayıları Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1 - Fon Türü Bazında İşlem Gören Fon Sayıları

Fon Türü	Fon Sayısı (Nisan 2020)
Hisse Senedi Şemsiye Fonu	57
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	47
Değişken Şemsiye fonu	44
Katılım Şemsiye fonu	21
Fon Sepeti Şemsiye fonu	14
Kıymetli Madenler Şemsiye fonu	9
Serbest Şemsiye Fonu	4
Karma Şemsiye fonu	3
Para Piyasası Şemsiye fonu	2
Toplam	201

Odaklanma ve çeşitlendirme stratejilerinin karşılaştırılabilmesi açısından araştırma evreni hisse senedi şemsiye fonları olarak belirlenmiştir. TEFAS platformunda yer alan 61 adet hisse senedi şemsiye fonundan son beş yıllık verisi olmayan 14 adet fon ve son yedi yıllık kesintisiz verisine ulaşılamayan 3 adet fon araştırma kapsamına alınmamıştır. Araştırma verileri 44 adet hisse senedi şemsiye fonunun Nisan 2013- Nisan 2020 yılları arasında ki verilerinden oluşmaktadır. Hisse senedi şemsiye fonları odaklanma veya çeşitlenme stratejilerine göre iki gruba ayrılmıştır. Bununla beraber odaklanma stratejileri, odaklanma alanları baz alınarak ayrıca alt gruplara ayrılmıştır. Odaklanma ve çeşitlendirme stratejilerine göre sınıflandırması Tablo 2’de yer almaktadır.

2017

Tablo 2 - Fon Stratejilerine Göre İncelenen Fon Sayıları

Fon Stratejisi	Odaklanma Stratejisi	Fon Sayısı
Odaklanma	BİST 100	2
Odaklanma	BİST 30	5
Odaklanma	Grup/İştirak	2
Odaklanma	Yabancı Hisse Senedi	7
Odaklanma	Bankacılık	2
Odaklanma	Teknoloji	2
Odaklanma	Temettü	2
Odaklanma	Sektör	4*
Çeşitlendirme	-	22

*Bankacılık ve Teknoloji Sektörlerinden oluşmaktadır.

Araştırma kapsamında ele 22 adet hisse senedi şemsiye fonundan oluşan çeşitlendirme portföyü ve 22 adet hisse senedi şemsiye fonundan oluşan odaklanma portföyü

oluşturulmuştur. Ayrıca odaklanma strateji ile oluşturulmuş BIST 100, BIST 30, Grup/İştirak, Yabancı hisse, Banka, Teknoloji, Temettü ve Sektör fonlarından toplamda 10 ayrı portföy oluşturulmuştur.

BULGULAR

Araştırma kapsamında çeşitlendirme ve odaklanma stratejilerini belirleyen yatırım fonlarında oluşturulan her bir portföy için aylık getiriler hesaplanmıştır. Getirilere ilişkin olarak tanımlayıcı istatistikler Tablo 3’de yer almaktadır.

Tablo 3 – Verilere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	Çeşitlendirme	Odaklanma	Odaklanma Stratejisi							
			Bist100	Bist30	Sektör (Genel)	Bankacılık	Teknoloji	Grup/İştr.	Temettü	Yabancı H.S.
Gözlem Sayısı	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84
Mean	0.007496	0.009734	0.004017	0.003661	0.010056	0.000648	0.019465	0.007027	0.006664	0.017172
Median	0.006175	0.010659	0.000251	4.21E-05	0.002777	-0.005659	0.016408	0.006880	-0.001767	0.018643
Maximum	0.137136	0.116669	0.132655	0.149826	0.146471	0.188376	0.169308	0.144366	0.110763	0.300946
Minimum	-0.195628	-0.149180	-0.175254	-0.188632	-0.158041	-0.214728	-0.161379	-0.218594	-0.163266	-0.176128
Stan. Hata	0.059087	0.046752	0.061280	0.064798	0.060391	0.079999	0.057716	0.056233	0.049950	0.057102
Skewness	-0.315041	-0.453589	-0.203847	-0.135685	-0.073024	-0.026819	-0.171496	-0.660256	-0.178402	1.003030
Kurtosis	3.370258	4.004491	2.785609	2.869480	2.761246	2.557315	3.694369	4.948988	3.265951	9.932366
Jarque-Bera	1.869327	6.411908	0.742622	0.317368	0.274168	0.695966	2.099270	19.39807	0.693137	182.2869
Olasılık	0.392718	0.040520	0.689829	0.853266	0.871897	0.706111	0.350066	0.000061	0.707110	0.000000
Toplam	0.629685	0.817653	0.337463	0.307518	0.844728	0.054403	1.635053	0.590293	0.559738	1.442410
SumSq.Dev.	0.289780	0.181416	0.311688	0.348498	0.302704	0.531190	0.276489	0.262454	0.207088	0.270629

2018

Tablo 3 incelendiğinde hisse senedi şemsiye fonlarından oluşturulan portföyler arasında ortalamalarına bakıldığında odaklanma stratejisinin çeşitlendirme stratejisine göre yüksek getiri sağladığı görülmektedir. Odaklanma stratejileri içerisinde ise en yüksek getiriyi sırasıyla teknoloji ve yabancı şirketler üzerine odaklanan fonların sağladığı görülmektedir. Maksimum değerler incelendiğinde odaklanma stratejisi içerisinde yabancı şirketler üzerine odaklanan fonların en yüksek getiriyi sağladığı tespit edilmiştir. Minimum değerler incelendiğinde ise en düşük getiri iştiraklere odaklanan fonların olduğu tespit edilmiştir. Standart hatalarına bakıldığında çeşitlendirme stratejisi ile oluşturulan fonların daha fazla risk taşıdığı, odaklanma stratejisi içerisinde ise birbirlerine yakın değerlerde olsa bankacılık şirketlerine odaklanan fonların en fazla risk seviyesi taşıdığı, temettü ödemelerine dayalı oluşturulan fonların ise daha az risk taşıdığı görülmüştür.

Fon stratejisine göre oluşturulan portföylere ilişkin performans değerleri Tablo 4’de sunulmuştur.

Tablo 4 - Fon Stratejilerine Göre Performans Değerleri ve Sıralamaları

Fon Stratejisi	Sharpe Oranı		Treynor Oranı		Jensen Alfa Değeri	
	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması
Çeşitlendirme	-0,03028	5	-0,00165	5	-0,002522292	5
Odaklanma	0,009733	4	0,000532	4	-0,000129812	4
Bist100	-0,08609	8	-0,0047	8	-0,00602572	8
Bist30	-0,08694	9	-0,00478	9	-0,006421059	9
Sektör (Genel)	0,012909	3	0,000698	3	1,60403E-05	3
Bankacılık	-0,10839	10	-0,00643	10	-0,009548728	10
Teknoloji	0,175527	1	0,011495	2	0,009580809	1
Grup/İştirak Şirketler	-0,03999	6	-0,0022	6	-0,002949975	6
Temettü	-0,05251	7	-0,0029	7	-0,003231485	7
Yabancı H.S.	0,13691	2	0,022828	1	0,007657091	2

Tablo 4 incelendiğinde hisse senedi şemsiye fonlarından oluşturulan portföyler arasında Sharpe Oranına ve Jensen Alfa değerine göre en yüksek performansa sahip ilk üç portföy sırasıyla teknoloji odaklı fonlar, yabancı hisse senetleri odaklı fonlar ve sektör odaklı fonlar sahiptir. Treynor oranı açısından değerlendirildiğinde en yüksek değere yabancı hisse senetleri odaklı fonlar, ikinci en yüksek değere teknoloji odaklı fonlar ve üçüncü en yüksek değere ise sektörel odaklı fonlardan oluşan portföyler sahiptir. Öte yandan bankacılık sektörü, BIST 30 ve BIST 100 endeksleri üzerine odaklanmış yatırım fonlarından oluşan portföyler, gerek Sharpe oranı ve Treynor oranına göre, gerek Jensen Alfa değerine göre en düşük performans değerine sahiptirler. Tüm değerlendirme yöntemlerinde, odaklanma stratejisine sahip fonlar için çeşitlendirme stratejisine sahip fonlardan daha yüksek performans değeri hesaplanmıştır.

Çalışma kapsamında hisse senedi şemsiye fonlarından oluşturulan portföy getirileri arasında anlamlı farklılık olup olmadığını incelemek için her bir portföyün ortalama getirisi, diğer tüm portföylerin getirileri ile tek örneklem t testi ile analiz edilmiştir. İstatistiksel olarak anlamlı sonuçlar Tablo 5’de sunulmuştur.

Tablo 5: Ortalama Getiriye Göre Çeşitli Fon Stratejileri Arasındaki Farklılıklara İlişkin T-Testi

Referans Alınan Fon Getirisi	Fon Stratejisi	t	df	Sig. (2-tailed)	Ortalama Farkı
Bankacılık Test Değeri = 0.00648	Odaklanma	1,781	83	,079*	,00908596263
Teknoloji Test Değeri = 0.019465	Çeşitlendirme	-1,856	83	,067*	-,01196874774
	Odaklanma	-1,908	83	,060*	-,00973103737
	BIST100	-2,310	83	,023**	-,01544758246
	BIST30	-2,235	83	,028**	-,01580406804
	Bankacılık	-2,156	83	,034**	-,01881734863
	Grup / İştirak	-2,027	83	,046**	-,01243770586
	Temettü	-2,349	83	,021**	-,01280144943
Yabancı H.S. Test Değeri = 0.00417	BIST100	-1,967	83	,052*	-,01315458246
	BIST30	-1,911	83	,059*	-,01351106804
	Bankacılık	-1,893	83	,062*	-,01652434863
	Temettü	-1,928	83	,057*	-,01050844943
** % 95 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı					
* % 90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı					

2020

Tablo 5 incelendiğinde Teknoloji odaklı ve yabancı hisse senetlerine odaklı yatırım fonlarının ortalama getirileri BIST 100, BIST 30, Bankacılık ve Temettü odaklı yatırım fonları getirilerine göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gösterdiği görülmektedir. Öte yandan teknoloji odaklı yatırım fonlarından oluşan portföy getirisi, çeşitlendirme stratejisi, iştirak strateji veya genel bir odaklanma stratejisi ile oluşturulan portföy getirilerinden anlamlı olarak farklılık göstermektedir. Genel olarak odaklanma strateji ile hareket eden yatırım fonları ile çeşitlendirme stratejisi ile oluşturulan fon getirileri arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır.

SONUÇ

Çalışmada odaklanma stratejisi izleyen fonların performansı ile çeşitlendirme stratejisi izleyen fonların performansını değerlendirmek ve fon getirileri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amaçlanmıştır. Bu amaç kapsamında son yedi yıllık kesintisiz verisine ulaşılabilen 44 adet hisse senedi şemsiye fonuna ait veriler Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan (TEFAS) elde edilmiştir. Hisse senedi şemsiye fonları odaklanma veya çeşitlenme stratejilerine göre gruplara ayrılmıştır. Bu bağlamda 22 adet hisse senedi şemsiye fonundan oluşan çeşitlendirme portföyü ve 22 adet hisse senedi şemsiye fonundan oluşan odaklanma portföyü oluşturulmuştur. Ayrıca odaklanma stratejileri, odaklanma noktaları dikkate alınarak alt gruplara ayrılmıştır. Hisse senedi şemsiye fonlarından oluşturulan portföylerden en yüksek getiriyi sırasıyla teknoloji ve yabancı şirketler üzerine odaklanan fonların sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bankacılık sektörü üzerine odaklanan yatırım fonlarının ise en düşük getirili fonlar olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca odaklanma portföyünün, çeşitlendirme portföyüne göre daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür.

Çalışma kapsamında fon performansının ölçümü için Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen Alfa değeri kullanılmıştır. Sharpe oranına ve Jensen Alfa değerine göre en yüksek performans değeri teknoloji portföyünde iken Treynor oranı açısından en yüksek performans değeri yabancı hisse portföyüne aittir. Odaklanma portföyüne ait Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen Alfa değeri çeşitlendirme portföyüne göre daha yüksektir. Bu noktadan hareketle odaklanma portföyünün performansının, çeşitlendirme portföyüne göre daha yüksek olduğu ileri sürülebilir. Ayrıca odaklanma stratejileri arasında teknoloji odaklı fonların ve yabancı hisse senedi odaklı fonların performansının ve getirisinin diğer stratejilere göre daha yüksek olduğu savunulabilir. Odaklanma stratejileri arasında bankacılık sektörü, BIST 30 ve BIST 100 endeksleri üzerine odaklanmış yatırım fonlarından oluşan portföyler en düşük performans değerlerine sahiptirler. Yatırımcılara bu fonlardan daha ziyade çeşitlendirme portföyü veya başta teknoloji odaklı fonlar olmak üzere farklı odaklanma portföylerine yatırım yapmaları tavsiye edilebilir.

Araştırmada elde edilen bulguların yatırımcılar için önemli bilgiler sunduğu düşünülmektedir. Performans ölçüm modelleri farklı finansal varlıklar içinde kullanılabilir. Farklı finansal varlıkların getirileri aynı risk düzeyinde mukayese edebilecektir. Araştırma Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan (TEFAS) verisi bulunan hisse senedi şemsiye fonları ile sınırlıdır. İlerde yapılacak çalışmalar için araştırmacılara uluslararası piyasalarda bulunan farklı yatırım fonları dikkate alınarak karşılaştırmalı araştırmalar yapılması önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Agarwal, S. and Mirza, N. (2017). A Study on the Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds Industry in India, *Review of Innovation and Competitiveness*, 3 (1), pp. 75-94.
- Amenc, N., Ducoulombier, F., Goltz, F., Lodh, A., and Sivasubramanian, S. (2016). Diversified or concentrated factor tilts?. *The Journal of Portfolio Management*, 42(2), 64-76.
- Baks, K.P., Busse, J.A., and Green, T.C., (2006). Fund Managers Who Take Big Bets: Skilled or Overconfident? Working Paper, Emory University,1-30.
- Beck, K. L., Perfect, S. B., and Peterson, P. P. (1996). The role of alternative methodology on the relation between portfolio size and diversification. *Financial Review*, 31(2), 381-406.

- Brands, S., Brown, S. J., and Gallagher, D. R. (2005). Portfolio concentration and investment manager performance. *International Review of Finance*, 5(3- 4), 149-174.
- Ceylan, A.ve Korkmaz, T. (2006). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi.Bursa
- Choi, N., Fedenia, M., Skiba, H. and Sokolyk, T. (2017). Portfolio Concentration And Performance Of Institutional Investors Worldwide. *Journal of Financial Economics*, 123(1), 189-208.
- Demirci, E., and Keskinürk, T. (2007). Portföy Büyüklüğü ve İyi Çeşitlendirilmiş Portföy Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Yöneylem Araştırması/Endüstri Mühendisliği–XXVII. Ulusal Kongresi*, 2-4.
- Demirtaş, Ö., ve Güngör, Z. (2004). Portföy yönetimi ve portföy seçimine yönelik uygulama. *Journal of Aeronautics and Space Technologies*, 1(4), 103-109.
- Ely, K. (2014). *Hallmarks of Successful Active Equity Managers*. White paper, Cambridge Associates,1-17.
- Evans, J. L., and Archer, S. H. (1968). Diversification And The Reduction Of Dispersion: An Empirical Analysis. *The Journal Of Finance*, 23(5), 761-767.
- Fisher, L. and Lorie, J. H. (1970).Some studies of variability of returns on investments in common stocks. *The Journal of Business*, 43(2), 99-134.
- Goldman, E., Sun, Z., and Zhou, X. (2016). The effect of management design on the portfolio concentration and performance of mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 72(4), 49-61.
- Gökçe, G. A., ve Cura, T. (2003). İMKB Hisse Senedi Piyasalarında İyi Çeşitlendirilmiş Portföy Büyüklüğünün Araştırılması. *Yönetim Dergisi*, 14(44), 63-81.
- Guesmi, K., Saadi, S., Abid, I., and Fiti, Z. (2019). Portfolio diversification with virtual currency: Evidence from bitcoin. *International Review of Financial Analysis*, 63, 431-437.
- Huij, J., and Derwall, J. (2011). Global equity fund performance, portfolio concentration, and the fundamental law of active management. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 155-165.
- Ivkovich, Z., Sialm, C., and Weisbenner, S. (2004). Portfolio concentration and the performance of individual investors (No. w10675). National Bureau of Economic Research.1-55.
- İskenderoğlu, Ö., ve Karadeniz, E. (2011). Optimum portföyün seçimi: İMKB 30 üzerinde bir uygulama.12(2), 235-257.
- Kacperczyk, M., Sialm, C., and Zheng, L. (2005). On The Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *The Journal of Finance*, 60(4), 1983-2011.
- Keskinürk, T., Demirci, E. ve Tolun, S. (2010). İyi Çeşitlendirilmiş Portföy Büyüklüğünün Genetik Algoritma Tekniği Kullanılarak İncelenmesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 1-5.
- Lyandres, E., Marchica, M. T., Michaely, R., and Mura, R. (2019). Owners' Portfolio Diversification and Firm Investment. *The Review of Financial Studies*,1-50.
- Marhfor, A. (2016). Portfolio Performance Measurement: Review of Literature and Avenues of Future Research. *American Journal of Industrial and Business Management*, 6, pp. 432-438.

- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance 7(1), pp. 77-91.
- MİER,J., (2017) Deep, concentration a review of studies discussing concentrated portfolios, https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/16054/DeepConcentration-AReviewOfStudies_LazardResearch.pdf Erişim tarihi 01.11.2019
- Okka, O. (2015). Finansal Yönetim. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Oloko, T. F. (2018). Portfolio diversification between developed and developing stock markets: The case of US and UK investors in Nigeria. Research in International Business and Finance, 45, 219-232.
- Pal, S. and Chandani, A. (2014), A Critical Analysis Of Selected Mutual Funds In India, Procedia Economics and Finance, 11, Symbiosis Institute of Management Studies Annual Research Conference (SIMSARC13), pp. 481 – 494.
- Statman, M. (1987). How many stocks make a diversified portfolio?. Journal of financial and quantitative analysis, 22(3), 353-363.
- Yajing, Z. H. L. (2008). Is Concentration or Diversification the Optimal Investment Strategy for Closed-end Funds in China?[J]. *Management Review*, 2.
- Yeung, D., Pellizzari, P., Bird, R., and Abidin, S. (2012). Diversification versus Concentration... and the Winner is? (No. 18).