

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YATIRIMCILARIN
YATIRIM TERCİHLERİ VE STRATEJİLERİNİN ANALİZİ**

Doktora Tezi

Murat DOĞANAY

Ankara-2010

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KURUMSAL YATIRIMCILARIN
YATIRIM TERCİHLERİ VE STRATEJİLERİNİN ANALİZİ

Doktora Tezi

Murat DOĞANAY

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Ankara-2010

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KURUMSAL YATIRIMCILARIN
YATIRIM TERCİHLERİ VE STRATEJİLERİNİN ANALİZİ

Doktora Tezi

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

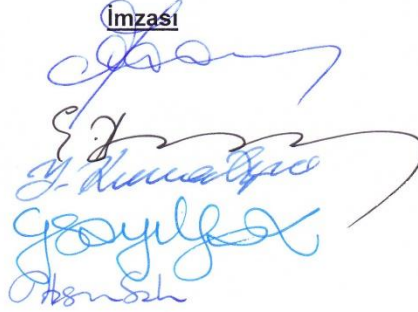
Prof. Dr. Ercan BAYAZITLI

Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Prof. Dr. Hasan ŞAHİN

(imzası)



Tez Sınavı Tarihi: 10/12/2010

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(10/12/2010)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin
Adı ve Soyadı

Murat DOĞANAY

İmzası



İçindekiler

KISALTMALAR	viii
TABLolar	ix
ŞEKİLLER.....	xii
GRAFİKLER	xiii
1. GİRİŞ.....	1
2. FİNANSAL SİSTEM	4
2.1. Finansal Sistem ve Bileşenleri.....	4
2.2. Finansal Sistem İçinde Tasarruf ve Yatırım	7
2.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları	8
3. FİNANSAL PİYASALAR.....	9
3.1. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	10
3.2. Finansal Piyasaların Temel İşlevleri	12
3.3. Finansal Piyasalar ve Finansal Araçlar.....	13
3.4. Finansal Kuruluşlar.....	19
4. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE GELİŞİMİ	21
4.1. Kurumsal Yatırımcıların İşlevleri	23
4.2. Kurumsal Yatırımcıların Finansal Piyasalardaki Gelişimi.....	28
5. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE YATIRIM FONLARI.....	47
5.1. Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	49
5.2. Yatırım Fonunun Sağladığı Faydalar	51
5.3. Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması.....	56
5.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları	56
5.3.2. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları	58
5.3.3. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları	61
5.4. Yatırım Fonlarının Küresel Boyutu	62
5.5. Türkiye’de yatırım fonları	70
5.5.1. Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi	70
5.5.2. Yatırım Fonlarının Yapısı ve Gelişimi.....	85
5.5.3. Türkiye’deki Yatırım Fonu Sektörünün Genel Değerlendirilmesi	88
6. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE HİSSE SENETLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	93
6.1. Fon Akışı ve Hisse Getirileri	96
6.2. Piyasa Etkinliği ve Kurumsal Yatırımcılar	99

6.3.	Gürültü Ticareti ve Kurumsal Yatırımcılar	109
6.4.	Kurumsal Yatırımcıların Fon Ailelerine Bağlı Olması ve Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri.....	113
6.5.	Kurumsal Yatırımcıların Portföy Oluşturmada Kullandıkları Teknikler ve Hisse Senedi Getirileri.....	118
6.6.	Kurumsal Sahiplik, Kurumsal İşlemler ve Hisse Senedi Getirileri.....	125
6.7.	Kurumsal Yatırımcıların Tercihlerinin Hisse Senedi Getirilerine Etkileri	132
6.8.	Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Stratejileri ve Hisse Senedi Getirileri	145
6.8.1.	Kurumsal Yatırımcılar ve Momentum Stratejisi.....	147
6.8.2.	Momentum Stratejisinin Ölçülmesine Yönelik Yöntemler	160
7.	KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIM TERCİHLERİ VE STRATEJİLERİNİN ANALİZİ: İMKB ÖRNEĞİ	169
7.1.	Kurumsal Yatırımcılar ve Hisse Senedi Getirileri Üzerinde Etkili Unsurlarla İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	169
7.2.	Veri Seti.....	182
7.2.1.	Kurumsal Sahipliğe İlişkin Veri Setinin Oluşturulması	183
7.2.2.	Hisse Senedi Getiri ve İşlem Miktarlarına İlişkin Veri Setinin Oluşturulması.....	184
7.2.3.	Hisse Senedi Değerleme Oranlarına İlişkin Veri Setinin Oluşturulması	186
7.3.	Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları	186
7.4.	Metodoloji	188
7.5.	Hipotezler	191
7.5.1.	Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Tercihlerine İlişkin Hipotezler	191
7.5.2.	Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Yatırım Stratejilerine İlişkin Hipotezler.....	193
7.6.	Araştırma Bulguları	194
7.6.1.	Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Tercihlerine İlişkin Bulgular.....	194
7.6.2.	Kurumsal Yatırımcı Gruplarında Momentum Stratejisinin Değerlendirilmesine İlişkin Bulgular.....	224
8.	SONUÇ	242
9.	KAYNAKÇA	252
10.	ÖZET.....	280
	ABSTRACT	282

EK-1: ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ KURUMSAL YATIRIMCILAR.....	284
EK-2: ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ HİSSE SENETLERİ	287
EK-3: KURUMSAL YATIRIMCILARDA 10. ALT GRUP İLE 1. ALT GRUP ARASINDAKİ FARKLILIĞA İLİŞKİN TEMEL İSTATİSTİK VERİLERİ	288
EK-4: KURUMSAL YATIRIMCILARDA 10. ALT GRUP İLE 0. ALT GRUP ARASINDAKİ FARKLILIĞA İLİŞKİN TEMEL İSTATİSTİK VERİLERİ	297
EK-5: VERİ AKIŞ ÇİZELGESİ.....	306

KISALTMALAR

ADR	American Depositary Receipt
AMH	Adaptive Markets Hypothesis
AR	Abnormal Return
BHAR	Buy and Hold Abnormal Return
BKK	Bakanlar Kurulu Kararı
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return
CRSP	Center for Research in Security Prices
DD/PD	Defter değeri / Piyasa değeri
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
EYF	Emeklilik Yatırım Fonları
F/K	Fiyat/Kazanç Oranı
F/NA	Fiyat/Nakit Akışı Oranı
GSYİH	Gayrisafi yurtiçi Hasıla
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
HHE	Herfindahl-Hirschman Endeksi
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
MIP	1954 yılında ABD’de başlatılan Aylık yatırım planı
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTC	Over the Counter
PD/DD	Piyasa değeri / Defter değeri
PY	Portföy Yönetim Şirketleri
SEC	Securities and Exchange Commission
UIT	Unit Investment Trust
YF	A tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları
YO	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
YY	Yabancı Yatırımcılar

TABLolar

Tablo 1 Finansal Aracıların Sundukları Faydalar	19
Tablo 2 ABD Finansal Hizmetler Sektörünün Endüstrilere Göre Varlık Değerleri	30
Tablo 3 ABD'deki Finansal Kuruluşların Finansal Sistem İçindeki Oransal Varlık Payları	31
Tablo 4 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları	35
Tablo 5 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH Oranı	36
Tablo 6 Kurumsal Yatırımlar/GSYİH ve Hisse Senedi Piyasası Değeri/GSYİH.....	44
Tablo 7 Ükelere Göre Yatırım Fonu Sayıları.....	63
Tablo 8 Ükelere Göre Yatırım Fonlarının Net Varlık Toplamları	64
Tablo 9 Yatırım Fonu Türleri.....	73
Tablo 10 Türkiye'de Yatırım Fonları Türleri.....	93
Tablo 11 İşlem Kodu Değişen Hisse Senetleri	183
Tablo 12 Yatırımcı Gruplarının Araştırma Kapsamındaki Hisselerdeki Ortalama Sahiplik Oranları ve İlgili Dönemde İşlem Yapılan Hisse Senedi Sayısı	196
Tablo 13 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Piyasa Değerleri	197
Tablo 14 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Özkaynakları	197
Tablo 15 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama PD/DD Oranı.....	197
Tablo 16 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama F/K Oranı	198
Tablo 17 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama F/NA Oranı.....	198

Tablo 18 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Emir Büyüklüğü	199
Tablo 19 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama İşlem Miktarı	199
Tablo 20 Piyasa Değeri Matriksi.....	201
Tablo 21 Özsermaye Matriksi	203
Tablo 22 PD/DD Oranı Matriksi.....	205
Tablo 23 F/K Oranı Matriksi.....	207
Tablo 24 F/NA Oranı Matriksi.....	209
Tablo 25 Emir Büyüklüğü Matriksi	211
Tablo 26 İşlem Büyüklüğü Matriksi	213
Tablo 27 Hisse Senedi Getiri Matriksi.....	215
Tablo 28 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup (10) ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup (1) Arasındaki Farklılık	218
Tablo 29 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık	220
Tablo 30 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre Hipotez Sonuçları	223
Tablo 31 Yatırımcı Gruplarına İlişkin Momentum Değerlerinin t İstatistikleri.....	225
Tablo 32 Yatırımcı Gruplarının Momentum Değerleri Arasındaki Korelasyon.....	226
Tablo 33 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerlerinin t İstatistikleri	226
Tablo 34 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Ölçeği ve Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Hisse Senedi Sayıları.....	227
Tablo 35 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri	231

Tablo 36 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri	232
Tablo 37 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri	233
Tablo 38 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerlerinin t İstatistikleri	234
Tablo 39 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)..	236
Tablo 40 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri	237
Tablo 41 Alt Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Momentum Değerleri t İstatistikleri	239
Tablo 42 Yatırımcı Gruplarına Göre Kabul Edilen Hipotezler ve Uyumlu Yatırım Stratejileri	241

ŞEKİLLER

Şekil 1 Kurumsal Yatırımcılar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi Modeli	27
Şekil 2 Yatırım Fonlarının İşleyişi	52

GRAFİKLER

Grafik 1 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 1995.....	37
Grafik 2 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 2000.....	37
Grafik 3 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 2005.....	37
Grafik 4 Kurumsal Yatırımcıların 1980-2000 Yılları Arası Ortalama Portföy Dağılımı .	39
Grafik 5 Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı: 1980-2000 Yılı Ortalamaları.....	40
Grafik 6 Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımlarının Zaman Sürecindeki Değişimi	40
Grafik 7 Kurumsal Yatırımcılara Ait Finansal Varlıklarının Değişimi	41
Grafik 8 Küresel Bazda Hisse Senedi Piyasa Değerlerinin Büyüklükleri	45
Grafik 9 Ülkelere Göre Yatırım Fonu Ortalama Varlık Değeri Büyüklüğü	66
Grafik 10 Dünya Yatırım Fonu Piyasası	68
Grafik 11 ABD Yatırım Fonları	68
Grafik 12 Küresel Hisse Senedi Getirileri İle Hisse Senedi Yatırım Fonları Net Nakit Akımı İlişkisi.....	69
Grafik 13 Yatırım Fonu Kurucularının Fon Büyüklüğü ve Piyasa Payına Göre Sıralaması	87
Grafik 14 Yatırım Fonlarının Menkul Kıymet Türlerine Göre Portföy Ağırlıkları	88
Grafik 15 Türkiye’de Yatırım Fonu Büyüklüğünün Gelişimi	90
Grafik 16 Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Kurumsal Yatırımcılar.....	200
Grafik 17 Hisse Senetlerinin Özsermayeleri ve Kurumsal Yatırımcılar.....	202
Grafik 18 Hisse Senetlerinin PD/DD Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar.....	204
Grafik 19 Hisse Senetlerinin F/K Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar	206
Grafik 20 Hisselerin FNA Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar.....	208
Grafik 21 Ortalama Emir Büyüklüğü ve Kurumsal Yatırımcılar.....	212
Grafik 22 Ortalama İşlem Büyüklüğü ve Kurumsal Yatırımcılar.....	212

Grafik 23 Hisse Senedi Getirileri ve Kurumsal Yatırımcılar	214
Grafik 24 A Tipi Yatırım Fonlarına Ait Momentum Değerleri	228
Grafik 25 Yabancı Yatırımcılar Momentum Değerleri.....	229
Grafik 26 Portföy Yönetim Şirketleri Momentum Değerleri.....	229
Grafik 27 Yabancı Yatırımcıların Momentum Değerleri.....	231
Grafik 28 Portföy Yönetim Şirketlerinin Momentum Değerleri.....	234
Grafik 29 A Tipi Yatırım Fonlarının ve Yatırım Ortaklıklarının Momentum Değerleri	235
Grafik 30 Yabancı Yatırımcıların Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)	236
Grafik 31 Yatırım Ortaklıklarının Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında).....	237
Grafik 32 Kurumsal Yatırımcılar-Tüm Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)	238

1. GİRİŞ

Ekonominin alt sistemi olan finansal sistemin etkin işlemesi, üretim unsuru olarak sermayenin de etkin kullanımına yardımcı olmaktadır. Dünya Bankasınca yapılan araştırmada finansal derinlikte gerçekleşen %10'luk artış kişi başına GSYİH tutarında %2.8 düzeyinde bir artışı ortaya çıkarmaktadır. Bu alanda yapılan çalışmalara bakıldığında, finansal sistemin ekonomik büyümeye katkı sağladığına yönelik görüşlerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Bu bağlamda sermayenin etkin kullanılması ve etkin dağılması ekonominin temel unsurlarından biri olmaktadır.

Finansal sistemin etkinliği sistem içindeki bileşenlerin etkin şekilde çalışmasıyla ilişkilidir. Finansal sistemin etkinliği, sistem içinde yer alan tarafları bir araya getiren aracılık fonksiyonuna sahip kuruluşların etkinliklerine bağlıdır. Aracılık fonksiyonuna sahip finansal sistem içindeki kuruluşların da zaman içinde geliştikleri, yapısal farklılık oluşturdukları görülmektedir. Bu doğrultuda finansal gelişmelerle birlikte tasarruf sahiplerinin bireysel olarak yatırım yapma süreci giderek kurumsal niteliğe dönüşmüş, bu süreç küreselleşme ile birlikte hız kazanmıştır. Finansal gelişmelerin paralelinde tasarruf sahiplerinin birikimlerini değerlendirme süreci giderek kurumsal niteliğe dönüşmüştür. Bu sayede genel olarak küçük birikimlerin ölçek ekonomisinden yararlanması sağlanmış ve profesyonel yatırım yönetimi imkanı oluşturulmuştur.

Kurumsal yatırımcıların geçmişi 18. yy. kadar dayanmaktadır. Sömürge devletlerin olanaklarından yararlanmaya yönelik oluşumlar, ülkelerdeki finansal sistemin gelişmesiyle birlikte paralel bir gelişim sergilemiştir. Ülkelerdeki nüfusun artması ve ülkelerdeki kamu maliyesine ilişkin sorunlarla birlikte büyümenin finansmanı borçlanma yoluyla gerçekleştirilebilmiştir. Ortaya çıkan bu durum kurumsal yatırımcıların daha da gelişmesini sağlamıştır. Son dönemde küreselleşmenin de etkisiyle kurumsal yatırımcıların ülke ekonomileri içindeki önemi giderek arttığı görülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların geçmişi oldukça uzun bir geçmişe dayanmasıyla birlikte finansal sistemin küresel ölçekte gösterdiği hızlı gelişim süreci, bu yatırımcı gruplarının farklılaşmasını sağlamıştır. Bireysel yatırımcıların farklı beklentilerine yönelik farklı yapılar oluşmuşsa da kurumsal yatırımcılar içinde temel yapıyı yatırım fonları oluşturmaktadır.

Yatırım fonları farklı amaçlar doğrultusunda çeşitlenebilmektedir. Ancak taşıdığı temel özellikler bakımından benzerlik göstermektedir. Yatırım fonlarının, finansal sistemin gelişmesiyle birlikte küresel boyutta varlıkları toplamı 2001 yılında 11.6 Trilyon \$ iken 2007 yıl sonu itibariyle 26.2 Trilyon \$ seviyesine kadar yükseldiği görülmektedir. 2008 yılsonu itibariyle de bu seviye 19 Trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de de son yıllarda kurumsal yatırımcılar önemli bir gelişme göstermiştir. Son 7 yıl içinde yatırım fonlarının varlık toplamalarının yaklaşık 3 kat arttığı görülmektedir. Ancak yatırım fonlarındaki hisse senetlerinin ağırlığı oldukça sınırlı kalmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemler, finansal sistemin etkinliğine katkı sağlarken, bu yatırımcı grubunun tercihleri veya yatırımcı gruplarının aynı yönlü işlemleri finansal piyasalarda etkinlik yerine çeşitli anomalilerin çıkmasına neden olabilmektedir. Diğer taraftan kurumsal yatırımcılar rasyonel yatırımcılar olarak kabul edilmesine karşın rasyonel olmayan yatırım davranışlarında bulunabilmektedirler.

Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalar üzerindeki etkileri, bireysel yatırımcılardan gelen birikimlerin düzeyi ile ilişkili olmakla birlikte esasen portföy yöneticisinin, portföy bileşimini hangi varlıklardan oluşturacağı kararı ile ilgilidir. Buna göre bireysel yatırımcılardan sağlanan nakit akımları belirli tercihler ve stratejiler izlenerek hisse senetlerine yönlendirilmesi bu hisseler üzerinde çeşitli etkilere neden olabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların tercihlerinin ve yatırım stratejilerinin hisse senedi üzerindeki başlıca etkisi, hisse senedi getirileri üzerinde olabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirileri üzerindeki etkileriyle ilişki çalışmalara bakıldığında farklı sonuçlara ulaşan çalışmaların bulunduğu görülmektedir. Bu çalışmalarda, kurumsal yatırımcılara olan fon akışı ile hisse senedi getirilerine etkileri; kurumsal yatırımcıların piyasa etkinliği üzerindeki etkileri; gürültü ticaretiyle ilişkili kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirilerine etkileri; kurumsal yatırımcıların fon ailelerine bağlı olması nedeniyle gerçekleştirilen işlemler dolayısıyla hisse senedi getirilerine etkileri; portföylerin oluşumunda kullandıkları teknikler dolayısıyla hisse senedi getirilerine etkileri; kurumsal yatırımcıların hisse senetlerindeki sahiplik oranlarının bir gösterge olarak sinyal oluşturması dolayısıyla hisse senedi getirilerine etkileri; kurumsal yatırımcıların izledikleri yatırım stratejileri yoluyla hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Çalışma toplam altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal sistem bileşenleri ve finansal sistemin fonksiyonları üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde ise finansal piyasaların temel işlevleri ve finansal piyasalarda yer alan kuruluşlara ilişkin bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde genel olarak kurumsal yatırımcıların işlevleri ve gelişimi yer almaktadır. Dördüncü bölümde kurumsal yatırımcıların temeli oluşturan yatırım fonlarının işlevleri, yapısı, küresel boyutu ve Türkiye'deki yapısı değerlendirilmiştir. Beşinci bölümde kurumsal yatırımcıların hisse senetleri üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik yapılan araştırmalar teorik çerçevede irdelenmiştir. Son bölümde ise kurumsal yatırımcıların tercihlerinin ve yatırım stratejilerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

2. FİNANSAL SİSTEM

2.1. FİNANSAL SİSTEM VE BİLEŞENLERİ

Finansal sistem, temel olarak tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayan mekanizmalar bütünüdür. Ekonominin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesinde, fon fazlası bulunanlarla fon ihtiyacı bulunanların eşleştirilerek, fon akışının etkin bir şekilde oluşmasını sağlayan finansal sistem önemlidir. Finansal sistemin verimli yatırım olanaklarına sahip olmayan fon sahiplerinden verimli yatırım fırsatı olanlara fon akışını etkin şekilde yerine getirmemesi durumunda ekonomi fonksiyonunu yerine getiremeyecek ve ekonomik büyüme önemli şekilde engellenmiş olacaktır. Bu açıdan bakıldığında ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyi ile finansal sistemin etkinliği, fonksiyonelliği ve gelişmişliği ile doğrudan bir ilişki bulunmaktadır (Mishkin F. , 1997).

Sistem, bir amaç doğrultusunda, aralarında doğru veya dolaylı ilişkiler bulunan ve aynı zamanda karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen parçaların oluşturduğu bir bütün olarak tanımlanmaktadır (Koçel, 2003). Finansal sistem ise fon fazlası ve fon açığı bulunan taraflar, bu tarafların ihtiyaçları için geliştirilen finansal varlıklar, bu varlıkların sunulduğu piyasalar, taraflar arasında ihtiyaçların eşleştirilmesini sağlayan aracılardan oluşan bir bütündür. Finansal sistemin gelişimi ile düzenleyici otoriteler de bu sistem içinde değerlendirilmektedir (Sayılğan, 2003). Bu şekli ile finansal sistem ekonomik sistemin alt bileşenidir.

Ekonominin temelinde kaynakların etkin kullanımı olduğuna göre, üretim faktörü olarak sermayenin etkin kullanımı da finansal sistemin varlığı ile işlerlik kazanabilmektedir. Verimli yatırım olanaklarından yoksun olanlar, fon fazlası bulunanlar, verimli yatırım olanaklarına sahip taraflara fon sağlayarak bu fonların ekonominin işleyişi içinde değerlendirilmesi ve üretim faktörü olarak sermayenin etkin kullanımı sağlanmaktadır. Sermayenin etkin kullanımı ve etkin dağılımı, tasarrufların yatırıma

dönüşmesi işlevleri açısından finansal sistem, ekonominin temel taşlarından biridir (Karacabey, 1998) .

Finansal sistemin işleyebilmesi için fon fazlası olan ekonomik birimlere gereksinim duyulmaktadır. Gelirinden daha az harcamada bulunarak tasarruf yapan; fon fazlası bulunan ekonomik birimler, gelecekte daha fazla tüketim miktarına ulaşabilmek veya kuruluş amaçlarının sürekliliğini sağlamak amacı ile mevcut fon fazlasını yatırıma dönüştürme güdüsü taşımaktadırlar. Fon fazlası bulunan ekonomik birimler bireysel yatırımcılar olabileceği gibi kurumsal yatırımcılar da olabilmektedir. Geniş bir çerçevede değerlendirildiğinde fon fazlası olan ekonomik birimler, devletler, işletmeler ve bireyler olmaktadır.

Fon fazlası olanların sunmuş oldukları fonları kullanmaya gereksinimi bulunanların da olması durumunda finansal sistem işlerlik kazanabilecektir. Fon gereksinimi bulunanlar, fon açığı olan veya daha fazla harcamada bulunan ekonomik birimlerden oluşmaktadır. Fon açığı olan ekonomik birimlerin başında devletler gelmektedir. Fon gereksinimi devletlerin bütçe açığı şeklinde değerlendirildiğinde, gerek gelişmekte gerekse gelişmiş ülkeler açısından uzun yıllardır gündemdeki yerini korumaktadır (Özen, 2002). İşletmeler ve bireyler, fon gereksinimi bulunan diğer ekonomik birimlerdir. Bu birimler, fon açığı dolayısıyla olabileceği gibi verimli olduğunu düşündükleri yatırımları dolayısıyla da fon gereksiniminde bulunabilmektedirler. Fon gereksinimi bulunan bu birimler, gerekli fonları uygun finansal araçları kullanarak elde ederken, fon fazlası ekonomik birimlere çeşitli ekonomik faydalar sağlamaktadır. Fon fazlası bulunan ekonomik birimlere sağlanan ekonomik faydalar kullanılan finansal araçlara göre farklılık gösterebilmektedir.

Fon arz eden birimlerle fon ihtiyacı bulunanların etkin şekilde eşleştirilebilmesi için finansal sistem içinde finansal araçlara ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal araçlar,

farklı beklentilere, farklı özelliklere sahip fonların farklı gereksinimlerle eşleştirilmesinde önemlidir. Finansal sistem içinde bu araçlar farklı kurumsal yapılanmalar şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Finansal kurumlar, aracılık fonksiyonu yanında riskten korunma, vade ve miktar eşleştirme, sermaye birikimi oluşturma ve finansal danışmanlık gibi fonksiyonları da yerine getirmektedir.

Fon aktarımı sürecinde sahiplik değişimini gösteren varlıklara, finansal varlıklar veya finansal araçlar denilmektedir (Fobozzi, Modigliani, 1996). İlk düzeyde fonun değişimi bu varlıklar üzerinde olduğu gibi, finansal piyasalarda üçüncü taraflarca alım satım süreci de bu varlıklar üzerinde gerçekleşmektedir. Finansal sistem içinde taraflar arasındaki sahiplik ve değişim sürecinin işlerlik kazanabilmesi, finansal varlıkların ihtiyaçları yansıtabilmesi ile yakından ilişkilidir. Nitekim zaman içinde ihtiyaçları karşılamaya yönelik yeni finansal araçlar geliştirilerek ilgili tarafların farklı beklentileri karşılanmıştır.

Finansal sistemin, sistem olma özelliğini yerine getirebilmesi için fon fazlası bulunan ve fon gereksinimi bulunan tarafların bir arada bulunduğu, arz ve talebin karşılabildikleri ortamın yani piyasanın olması gerekmektedir. Finansal sistem bileşenlerinden olan finansal piyasalar, tarafların finansal gereksinimlerini karşılayabildikleri piyasalardır.

Dünya Bankası'na yapılan çalışmaya göre, finansal derinlikte oluşan %10 düzeyindeki artış, kişi başına GSYİH tutarında %2,8'lik bir artışı beraberinde getirmektedir. Finansal sistemin ekonomi üzerindeki olumlu etkileri, girişimlerin üretkenliğine, sermaye birikimine, tasarrufların ve yatırımların artmasına ve ekonomik büyümenin gücüne göre farklılık gösterebilmektedir (Barger, 1998). Finansal sistemin ekonominin gelişmesine sağladığı olumlu etkilerin sürdürülebilir olması, tasarrufların,

risklilik durumu göz önünde bulundurularak verimli yatırımlara yöneltilmesi ve toplumun refahını arttıran alanlara yöneltilmesine bağlı olmaktadır.

Yapılan birçok çalışmada finansal sistemin ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹ Finansal sistemin sağlıklı çalışabilmesi ve finansal piyasalarının gelişmesi, hukuk sistemi ile desteklenmesine bağlı olmaktadır. Nitekim IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar, 90'lı yıllardan itibaren, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerini hukuksal düzenlemelerle yapılandırmalarına yönlendirmiştir. (Karacan, 2002).

Finansal sisteme yönelik hukuksal yapılanmalarla yerine getirilen denetim, gözetim ve düzenleme mekanizmaları, finansal sistemin sağlıklı şekilde hareket etmesini sağlarken, verimlilik artışını, optimum kaynak dağılımını sağlamakta ve ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Düzenleyici, denetleyici kuruluşların yapısı ve uygulanan yasal düzenlemeler, finansal piyasaların gelişmişliğine, finansal araçların çeşitliliğine ve ülkelerdeki uygulamalara göre farklılık gösterebilmektedir.

2.2. FİNANSAL SİSTEM İÇİNDE TASARRUF VE YATIRIM

Tasarruf, ekonomik birimin parasal gelirinin tüketim için harcanmayan kısmı olarak tanımlanmaktadır. Buna göre elde edilen gelir, harcama ve tasarruftan oluşmaktadır. Tasarruf olgusu, ekonomik birimin tasarruf yeteneği ve tasarruf etme arzusuna bağlıdır. Tasarruf yapan birimlerin bireysel veya kurumsal olmasına bağlı olarak değişiklik gösterebilse de temel tasarruf güdöleri; beklenmedik durumlara hazırlıklı olma, gelecekte büyük bir harcama için birikimde bulunma, gelecek kaygısı gibi

¹ Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ile ilgili çalışmalar için bakınız; R.La Porta, F.L.Silanes, A.Shleifer, *Legal Determinants of External Finance*, Journal of Finance, Jul 1997, Vol.52; P. L.Rousseau, P. Wachtel, *Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries*, Journal of Money, Credit and Banking Vol.30 No:4, November 1998; J.R. Barth, R.Dan Brumbaugh, G. Yago, *Restructuring Regulation and Financial Institutions*, Springer, 2001; A.Demirgünç-Kunt, R.Levine, *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, The MIT Press, 2001

güdüler olmaktadır. Ekonomik birimlerin tasarruf eğilimlerine yönelik iktisat teorisinde farklı yaklaşımların ortaya koyulduğu görülmektedir (Sarıkamış, 2000, s. 12-15).

Ekonomik anlamda yatırım, tasarrufların(fonların) reel varlıklara tahsis edilmesidir. Çeşitli güdülerle yapılan tasarruflar, reel varlıklara dönüştürülerek yatırım yapılması, bizzat tasarruf sahiplerince yapılabileceği gibi finansal sistem içinde yer alan finansal araçlar kanalıyla da yerine getirilebilmektedir. Tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi, bu süreçte sağlanan getirinin tasarruf sahiplerinin bekledikleri getiriden yüksek olduğu sürece devam edebilecektir. Yatırımlar, yenilemeye, kapasiteyi arttırmaya veya teknolojik yeniliğe yönelik amaçlarla gerçekleştirilebilmektedir. Yatırımların yapılmasında temel güdüler, yatırımın verimliliği ve yatırım için sağlanan finansman kaynağının ortalama maliyeti olmaktadır (Sarıkamış, 2000).

2.3. FİNANSAL SİSTEMİN FONKSİYONLARI

Finansal sistemin temel fonksiyonu, tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlamaktır. Finansal sistem içinde yer alan finansal piyasalar, tasarrufu özendirerek sermaye birikimi sağlamak ve fonların etkin kullanımının sağlanması gibi temel iki görevi yerine getirmektedir (Sarıkamış, 2000) . Bununla birlikte finansal sistemin yerine getirdiği temel fonksiyonlar şu şekilde sıralanmaktadır (Crane, Merton, 1995).

- Değişime konu olan işlemin gerçekleşmesini ve ödemeye ilişkin imkanları sağlamak,
- Kaynakların birleştirilmesi ve girişimciler için alt gruplara bölünmesi için gerekli mekanizmanın oluşmasını sağlamak,
- Ekonomik kaynakların zaman sürecinde, ülkeler arasında ve endüstriler arasında aktarımına imkan sağlamak,
- Risklerin yönetimi için imkan sağlamak,

- Ekonominin farklı alanlarında bulunan dağınık karar vericilerinin eşgüdümünün oluşturulmasına yardımcı olmak amacıyla fiyat bilgisi sağlamak,
- İşlem yapanların farklı taraflarda yer almalarına olanak sağlamak

Ekonomide büyümenin sağlanması, tasarruf düzeyinin artması ve bu tasarrufların üretken yatırımlara yönelmesi ile gerçekleşebilmektedir. Tasarrufların üretken yatırımlara yönelebilmesi sağlıklı işleyen finansal sistem aracılığıyla sağlanabilmektedir. Finansal sistem tasarruf sahiplerine risk ve vade gibi farklı özellikte araçlar sunarak tasarrufların arttırılmasını sağlamaktadır. Finansal sistem, tasarrufların arttırılması sağlanırken tasarruf sahiplerinin finansal araçlara yatırım yaparak servet biriktirme fonksiyonunu da yerine getirmektedir.

Finansal sistemin fonksiyonlarından biri olan ödeme fonksiyonu ise finansal sistem tarafından, ilgili taraflara ödeme kolaylığı sağlayan araçların sunulmasıyla yerine getirilmesini belirtmektedir. Finansal sistem içinde günlük alışverişlerin kolay yapılmasına olanak tanıyan finansal araçlar ve finansal araçlar bu süreçte önemli bir role sahiptir. Likidite, finansal sistem içinde işlem gören varlıkların, istenildiğinde kısa sürede nakde dönüşebilme yeteneği olduğuna göre finansal sistem içinde bulunan finansal araçlar, finansal varlıkların kısa sürede nakde dönüşmesi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

3. FİNANSAL PİYASALAR

Piyasa, satın alma isteği ve gücü bulunan alıcılar ile bu varlıkları satmak isteğinde bulunanların amaçlarını gerçekleştirebilecek şekilde karşılaşmalarını sağlayan her türlü ortam olmaktadır (Sayılğan, 2003). Ekonomik anlamda piyasalar, mal ve faktör piyasaları olarak iki kısımda incelenmektedir. Faktör piyasası, sermaye, işgücü ve doğal kaynaklardan oluşmaktadır. Buna göre finansal piyasalar, faktör piyasasının önemli bir kısmını kapsamaktadır. Finansal piyasalar ise fon fazlası olanların finansal varlıklar

aracılığıyla fon açığı bulunanların kullanımına sundukları piyasalardır (Korkmaz, Ceylan, 2006).

Finansal sistem içinde de önemli bir yere sahip olan finansal piyasalar, finansal varlıklar için gerekli fiyat oluşumunun sağlanması; varlıkların likiditesinin artırılması; işlem ve araştırma gibi maliyetlerinin azaltılması gibi fonksiyonlara sahiptir (Fobozzi, Modigliani, 1996).

Finansal piyasaların işlevlerini yerine getirmesi sürecinde fon talep edenler doğrudan fon fazlası bulunanlar ile işlem yapabilecekleri gibi finansal araçlar aracılığıyla da işlem yapabilmektedirler. Finansal piyasaların gelişiminde teknolojik yenilikler etkili olmuş, piyasaların yapılanmalarında değişimler yaşanmıştır.

3.1. FİNANSAL PİYASALARIN SINIFLANDIRILMASI

Finansal piyasaların sınıflandırılması el değiştirilen fonların, işlem yapılan finansal varlıkların vadelerine göre yapılması gelenekselleşmiştir (Sarıkamış, 2000). Buna göre finansal piyasalar, vadesi bir yıldan ve daha az sürelerdeki finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalar para piyasası olarak adlandırılmakta iken, vadesi bir yıldan daha uzun olan finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalar sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır (Saunders, Cornett, 2007).

Para piyasalarında işletmelerin kısa süreli finansman ihtiyacını sağlayacak nitelikte finansal varlıklar işlem görmektedir. Bu piyasalarda kısa vadeli devlet borçlanmalarına ilişkin hazine bonosu gibi varlıklar da işlem görmektedir. Para piyasalarında işlem gören finansal varlıkların vadesi kısa ve likiditesi yüksektir.

Sermaye piyasaları ise orta ve uzun vadeli fonların işlem gördüğü piyasalar olmaktadır. Bu piyasalarda fon akımları para piyasasına göre daha dolaysız gerçekleşmektedir. Fon gereksinimi olan taraflar finansal araçlarla gereksinimlerini

karşılamaı, fonlarını kullanıma sunan taraflar ise sermaye kazancı, kar payı ve faiz şeklinde gelir elde etmeyi hedeflemektedirler. Para piyasalarında tasarruf sahipleri fonun kimin tarafından kullanıldığı ile ilgilenmezken sermaye piyasalarında nihai alacaklı ve nihai borçlu arasında genellikle mülkiyet ilişkisi kurulmaktadır. Bu özellik nedeniyle sermaye piyasalarındaki yatırımcılar aktif yatırımcı olarak nitelendirilmektedir (Afşar, 2006, s. 11-12). Para piyasası ve sermaye piyasasını tam olarak birbirinden ayırabilmek mümkün olamamakla birlikte vade, fonların kullanımı ve işlem gören finansal varlıklar açısından farklılık göstermektedirler.

Yapılan diğere bir sınıflamada ise finansal piyasalar, bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların sağladıkları haklara, bu varlıkların vade yapılarına, finansal varlıkların fon arz edenlere sunuluş zamanına göre ve finansal piyasaların organizasyon yapısına göre sınıflandırılmıştır (Fobozzi, Modigliani, 1996).

Finansal piyasalarda fon arz edenlerle fon talep edenlerin farklı vade tercihleri ve risk algılamaları olduğundan bu durum finansal piyasa katılımcılarının tercihlerine de yansımaktadır. Bu farklılaşmaya göre çok sayıda sınıflama yapabilmek mümkün olabilmektedir. Yapılacak sınıflandırmaların temelinde vade yapısı ve işlem yapılan varlıkların özellikleri bulunmaktadır (Madura, 2005).

Finansal piyasalar, finansal varlıkların fon arz edenlere sunuluşuna göre birincil ve ikincil piyasalar olarak ta sınıflandırılabilir. İşlem görecekt finansal varlıkların ilk defa fon fazlası bulunanlara sunulduğı piyasalar birincil piyasalar olmaktadır. Bu özelliğı itibariyle tasarruf sahiplerindeki fonların yatırıma dönüştüğü piyasa özelliğı olmaktadır. Birincil piyasalarda, fonların yatırıma dönüştürülmesi genellikle finansal aracılar ile gerçekleşmektedir. İkincil piyasalar ise fonların yatırıma dönüşmesi aşamasında sunulan finansal varlıkların el değıştirerek işlem gördüğü piyasalar olmaktadır. Bu piyasaların önemli özelliğı, finansal varlıkların değıer kaybı yaşanmadan kolay satılabilme imkanı

sağlayacak şekilde likidite derecesini arttırmasıdır (Madura, 2005, s. 3). Tasarruf sahiplerinin birincil piyasalarda işlem yapmaya istekli olması ilgili finansal varlığın likit olması yani ikincil piyasada işlem görmesi ile yakından ilgilidir. Birincil ve ikincil piyasalar daha önce sınıflaması yapılan para ve sermaye piyasalarının her ikisi için geçerli olabilmektedir.

Finansal piyasalar, organize ve tezgah üstü piyasalar (OTC) şeklinde de sınıflandırılabilir. Fiziksel olarak belli bir mekanda belirlenen kurallar çerçevesinde işlem yapılan piyasalardır. Bu piyasalarda sadece belirlenen finansal varlıklar ve belirlenen işlemler yapılabilir. Tezgah üstü piyasalar ise daha çok iletişim ağları ile birbirine bağlı taraflardan oluşan, organize borsalara göre daha az sınırlamalar içeren piyasalardır. Ayrıca alıcı ve satıcı tarafların kendi aralarında oluşturdukları koşullara göre yapılan işlemler de tezgah üstü piyasa işlemleri olarak kabul edilmektedir. Tezgah üstü piyasalar üçüncü piyasa olarak belirtilmekte iken taraflar arasında aracının bulunmaması durumunda, doğrudan işlemin gerçekleştirildiği piyasalar da dördüncül piyasa olarak adlandırılmaktadır (Sayılğan, 2003, s. 117).

3.2. FİNANSAL PİYASALARIN TEMEL İŞLEVLERİ

Finansal sistem işleyişinde önemli bir etkiye sahip olan finansal piyasalar, finansal sistemin temel amacına yönelik olarak temel işlevleri bulunmaktadır. Bu işlevler temel olarak risk aktarımı, vade eşleştirme, mülkiyetin yaygınlaştırılması ve fonların yatırıma dönüşmesine aracılıktır (Afşar, 2006).

Fon fazlası bulunanlar, bulundukları fonları en iyi şekilde değerlendirme gayreti ile mümkün olduğunca en az risk ile en yüksek getiriyi kısa zamanda elde etmeyi hedeflemekte iken fon gereksinimi bulunanlar da en az maliyetle en uzun vadeyi hedeflemektedirler. Taraflar arasındaki farklılıkların giderilerek çözüm bulunması finansal sistem içinde bulunan araçlar ve finansal piyasalar tarafından sağlanmaktadır. Finansal

aracilar çeşitli araçlar kullanarak fon gereksinimi bulunan tarafın riskini üstlenirken fon fazlası olan tarafa beklentisine uygun özellikte farklı finansal varlıkları sunabilmektedir. Benzer şekilde farklı vade tercihlerine sahip tasarruf sahiplerinden sağlanan fonlar uyum sağlanabilecek ölçüde fon gereksinimi bulunan taraflara sunulmaktadır. Bu işlevin yerine getirilmesi finansal aracilar ve finansal piyasaların varlığı ile gerçekleşebilmektedir.

Tasarrufların rasyonel yatırımlara yönlendirilmesi sağlanarak ekonomideki kaynakların etkin kullanımı ve kaynakların optimal dağılımı finansal piyasalar ile gerçekleştirilmektedir. Ekonomi içerisinde bulunan ve büyük ölçüde küçük fon birikimlerinin toplulaştırılarak gereksinimi olan taraflara sunulması finansal piyasaların varoluş amacı olmaktadır. Finansal piyasalarda oluşan gelişmeler ve sunulan alternatif olanaklar, ekonomik birimlerin tasarrufa eğilimlerini etkileyebilmektedir. Tasarruflar, yatırıma dönüştüğü ölçüde ekonomiye katkıda bulunmaktadır. Finansal piyasaların temel işlevi tasarrufların yatırıma dönüştürülmesidir.

Finansal piyasalar, özellikle küçük tasarruf sahiplerine büyük yatırımlara ortak olabilme imkanı sağlamaktadır. Böylece kendi payı oranında da olsa büyük yatırımlardan kar payı sağlayabilmektedir. Sağlanan bu olanak gelir dağılımında sınırlı da olsa gelir dağılımının sağlanmasına katkıda bulunacaktır. Bu durumun gerçekleşebilmesi finansal piyasaların etkin çalışmasına, tarafların eşit bilgiye sahip olmalarına ve düzenleyici, denetleyici kuruluşların tasarruf sahiplerinin haklarını korumaya yönelik görevlerini tam olarak yerine getirmesine bağlı olmaktadır (Sayılğan, 2003).

3.3. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILAR

Geleneksel Arrow-Debreu kaynak dağılımı modelinde, işletmeler ve hane halkı pazarlar aracılığıyla bir araya geldiği için finansal aracilar bu süreçte hiçbir rol oynamamaktadır. Pazarların mükemmel ve etkin olduğu durumlarda, kaynak dağıtımını Pareto etkin olduğundan genel refah düzeyini arttırmak için finansal aracilara ihtiyaç

yoktur. Modigliani-Miller teoremi de, hane halkının portföyler oluşturarak finansal araçların aldıkları pozisyonları alabileceğinden dolayı, finansal aracılığın değer yaratmadığını ifade ederken, kuvvetli etkinliğe sahip pazarların mevcut olmadığı günümüzde, finansal araçlar ekonomide kaynak dağıtım etkinliğini arttırmakta ve genel refah düzeyini yükseltmektedir (Aras, Müslümov, 2004, s. 56).

Finansal araçlara yönelik olarak, finansal piyasaların yapısı ve işleyişindeki etkinliği açısından yapılan değerlendirmelerin temel odak noktası işlem maliyetleri ve asimetrik bilgi olmaktadır (Mishkin, Strahan, 1999).

Teknolojik gelişmeler, işlem maliyetlerinde önemli düşüşler sağlarken finans alanındaki teori ve uygulamalardaki yenilikler ile birlikte kurumsal düzeyde geniş ölçekli değişimleri de sağlamaktadır (Merton, Bodie, 1995).

Finansal sistem içinde yer alan finansal kuruluşların faaliyet amaçlarının temelinde kar elde etmek bulunmaktadır. Bu kuruluşların kar elde edebilmeleri, almış oldukları fonların maliyetinin, borç olarak verdikleri fon maliyetinden düşük olmasına bağlı olmaktadır. Finansal kuruluşlar, temel olarak fon sağlanması ve fon kullanılması arasındaki fiyat farkını kar olarak elde etmektedirler. Nihai fon kullanıcıları, finansal araçlar kanalıyla fon temin ettikleri durumda, doğrudan fon sağlanması durumunda oluşabilecek düzeye kadar maliyetleri kabul edebilmektedir. Nihai fon sağlayıcıları ise doğrudan işlem yapması durumunda elde edeceği gelir kadar gelir elde edebilmeyi beklemektedir. Finansal araçlar, fon sağlayıcılarının bekledikleri gelir ile fon kullananların katlanabilecekleri maliyet limitleri arasında fiyatlama yapmaları gerekmektedir. Fon değişimine konu olan taraflar farklı beklentilere, farklı düzeylerde limitlere sahip olmasına rağmen gerek ölçek ekonomisinden yararlanmak suretiyle düşük işlem maliyeti sunması ve gerekse ilgili alandaki bilgi birikimini tarafların kullanımına sunması dolayısıyla fon talebinde bulunanlar ve fon kullananlar finansal araçlar

kanalıyla işlem yapmayı tercih etmektedirler. Doğrudan fon değişimi olduğu varsayımında, işlem maliyetleri dolayısıyla borç veren, kabul edilen miktarın altında gelir elde ederken, borç alan ise kabul edilen maliyetten daha yüksek maliyete katlanmaktadır. Her iki taraf için de oluşan getirilerde ve maliyetlerde oluşan bu fark finansal araçların ortaya çıkmaları için önemli bir gerekçe olabilmektedir.

Fon talebinde bulunan taraflar, reel varlığa yatırım yapmak amacıyla veya daha karlı bir yatırım fırsatını değerlendirmek amacıyla işlem yaparken fon fazlası bulunan taraflar ise tüketimini ertelemiş olmanın karşılığında kazanç elde edebilmeyi amaçlayarak işlem yapmaktadır.

Taraflar arasındaki amaç farklılıkları yaptıkları işlemlerin vadesi üzerinde de etkilidir. Borçlanan birimler daha uzun vadeyi tercih edebilmekte iken borç veren birimler daha kısa vadeleri tercih edebilmektedir. Farklı vade beklentileri, riskler üzerinde etkili olduğu gibi fiyatlandırma üzerinde de etkilidir. Tarafların vade, risk konusundaki farklı gereksinimleri finansal araçların varlığı ile çözümlenebilmektedir. Finansal araçlar temelinde fon değişimini sağlarken vade dönüşümü, risk yönetimi ve miktar çeşitlendirmesi fonksiyonlarını da yerine getirmektedir. Finansal araçlar farklı vade, miktar ve risk düzeylerinde fon değişimine olanak sağlayabilmektedir. Finansal araçların farklı beklentilere sahip taraflara sunmuş oldukları alternatif olanaklar, birkaç yönetim prensibi çerçevesinde gerçekleşmektedir. “Büyük sayılar kanunu” finansal araçların karşılaştıkları vade uyumsuzluğunun yönetilmesinde yardımcı olabilmektedir. “Büyük sayılar kanunu” doğrultusunda birçok birim fon arzında bulunurken birçok birim de fon talebinde bulunmaktadır. Finansal araçlar, vade dönüşümünü sağlarken fon arz edenlerin kimileri fonlarını geri talep ederken bir kısmı da yeni fonları kullanıma sunmaktadırlar. Böylece fonların nakit akışında önemli dalgalanma meydana gelmeden finansal araçlar fonksiyonlarını yerine getirebilmektedir. (Karacabey, 1998, s. 34)

Fon arz ve talebinin karşılaştığı finansal piyasalarda diğer piyasalara göre işlem yapma hızı daha yüksektir. Büyük miktarlardaki fonlar kısa bir sürede aktarılabilir. Doğrudan borçlanma durumunda, borç talebinde bulunanlar almış oldukları fonları yatırıma dönüştürdükleri için bekledikleri getiriye elde edebilmek için belirli bir süreye gereksinim duymaktadırlar. Borç verenler ise kısa vade ve düşük risk beklentisi içinde olmasına rağmen kullanıma sunduğu birikimlerinden dolayısıyla yatırımdan elde edilecek getiriden emin olmak istemektedirler. Borç verenler, yatırımın beklenen getiriye elde etmesi konusunda borç alanlar kadar bilgiye sahip olamamaktadırlar. Borçlanıp yatırım yapanlar yatırım verimliliği konusunda borçlanana göre daha fazla bilgiye sahip oldukları bu durum, “asimetrik bilgi” olarak ifade edilmektedir. Bu durum aynı zamanda bir tarafın diğer tarafa göre daha kesin bilgiye sahip olması olarak ta ifade edilmektedir (Karacabey, 1998).

Finansal piyasalarda katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması, asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmakta ve finansal piyasa ve kurumların işlevlerini yerine getirmelerini engellemektedir. Asimetrik bilgi sorunu, temel olarak ters seçim (adverse selection), ahlâkî tehlike (moral hazard) ve temsilcilik sorunu (agency problem) şeklinde kendini göstermektedir (Aras, Müslümov, 2004).

Ters seçim sorunu, bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli borç kullanan tarafların, potansiyel temerrüt durumunda kabul edildiği (ödünç aldığı borçları zamanında ve tüm yükümlülüklerini geri ödeyemeyecek durumda oldukları) asimetrik bilgi sorunudur. Dolayısıyla, ters seçim sorunu söz konusu ise finansal piyasalarda arzu edilmeyen sonuçlar verecek (örneğin, krediyi geri ödemeyecek) müşteri seçimi yapılması

olasılığı da yüksek olmaktadır. Bu durum, klasik Akerlof (1970) limon problemi² olarak bilinmektedir.

Finansal sistem içerisinde ters seçim sorununa örnek olarak, alacağı krediyi geri ödeme olasılığının çok düşük olduğunu bilen bir banka müşterisinin bu sebeple alacağı krediye karşılık bankaya çok yüksek faiz oranını ödemeyi kabul etmesi ve dolayısıyla, krediyi ilk sırada alabilmesi gösterilebilir. Bu durumda, asimetric bilgi sorunu sebebiyle kredinin bu müşteriye verilmesi ters seçim durumunu oluşturmaktadır.

Ahlâkî tehlike ise, bir sözleşmeden sonra oluşan, kredi alanın kredi verenin bakış açısına göre ahlâkî olmayan (arzu edilmeyen) faaliyetlerde bulunarak, borç verenin çıkarlarını yıpratma tehlikesine neden olan asimetric bilgi sorunudur. Bu arzu edilmeyen faaliyetler, kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Ahlâkî tehlike söz konusu ise, borç alan taraf yüksek riskli projelere yatırım yapmakta, yüksek getiri kazanırsa bundan kazançlı çıkmakta, sermayeyi kaybederse kaybın önemli kısmı borç verene yüklenmektedir. Bu durumda, finansal sistem ödünç vereceği kaynağı kaybetmektense çok az sayıda güvenilir müşteriye kredi açmayı tercih etmekte; bu da finansal sistemin etkin çalışmasını engelleyerek piyasa dengesinin en iyi durumundan sapmasına yol açmaktadır.

Diğer asimetric bilgi sorunu olan temsilcilik sorunu ise, bir sözleşmenin tarafının işlerini gördürmek için bir temsilci kullandığında, o temsilcinin faaliyetlerini tam olarak kontrol edemediği veya kontrol sürecinin maliyetli olduğu durum olarak tanımlanmaktadır (Aras,Müslümov, 2004, s. 58)

² Akerlof'un klasik "limon" problemi 1970'de yayınladığı makalesinde ikinci el araba piyasası örneğinde geliştirilmiştir. Akerlof, ikinci el araba piyasasında, satıcıların satılan ürün hakkında yeterli bilgiye sahip olduğu halde, alıcı bilgisinin yetersiz olduğunu, yani alıcı ve satıcı arasındaki ilişkide asimetric bilgi sorununun bulunduğunu ifade etmektedir. Bu durumda, bu pazarda aldanabileceğini düşünen alıcıların ürüne değerinin altında fiyat vermesi veya pazardan çekilmesi sonucu ikinci el piyasasının çökmesi söz konusu olabilecektir.

Asimetrik bilgi dolayısıyla ortaya çıkan sorunların ayrılmasındaki temel ayırım, ters seçim olgusu ekonomik ortamda eylem gerçekleşmeden ortaya çıkmakta iken ahlaki tehlike ise ters seçimin gerçekleşmesinden sonra veya asimetrik bilginin kendisi dolayısıyla ortaya çıkmasıdır (Demirkan, 2006)

Temsilcilik sorunu ise, bir sözleşmenin tarafının işlerini gördürmek için bir temsilci kullandığında, taraflar arasında çıkar çatışmasının bulunduğu, temsilcinin faaliyetlerini tam olarak kontrol edemediği veya kontrol sürecinin maliyetli olduğu durum olarak belirtilmektedir (Jensen, Meckling, 1976). Finansal işlemlerde, işlem yapan tarafların aracı kullandıkları durumda, aracının faaliyetlerini tam olarak gözlemlenebileceği varsayılabilen iken uygulamada işleme taraf olanların eşit bilgiye sahip olmadıkları gibi aracının faaliyetlerinin kontrol edilmesinin de çoğu zaman mümkün olamamakta veya maliyetli olduğu görülmektedir (Demirkan, 2006). Temsilcilik sorunu, finans alanında faaliyet gösteren araçlarda öne çıkmakta, yatırımcıların korunması bakımından önem kazanmaktadır.

Asimetrik bilgi, finansal istikrarsızlığın temel nedenlerinden birisi olmaktadır (Aras & Müslümov, 2004). Asimetrik bilginin giderilmesi ve sonucunda finansal istikrara katkıda bulunulması için, bilginin piyasalaştırılması ve yasal düzenlemelerin yapılması alternatif çözümler olmaktadır (Karacabey, 1998).

Finansal araçların fon arz edenlere ve genel ekonomiye sunmuş olduğu faydalar Tablo 1’de olduğu gibi özetlenebilir.

Tablo 1 Finansal Araçların Sundukları Faydalar

Finansal Araçların Fon Arz Edenlere Sundukları Faydalar	
İzleme Maliyetleri	Fonların bir araya getirilmesiyle izleme faaliyetleri ve daha yoğun bilgi toplanması sağlanabilmektedir. Finansal araçların göreceli olarak daha büyük boyutlardaki bilgi birikimi ölçek ekonomisi sağlamakta, daha düşük maliyetler oluşmaktadır.
Likidite ve Fiyat Riski	Özellikle hane halkı tasarrufları açısından daha yüksek likidite özellikleri ve daha düşük fiyat riski finansal araçlar sayesinde sunulmaktadır.
İşlem Maliyetleri	Finansal araçların yapmış oldukları işlemlerin maliyetleri de ölçek ekonomisi sayesinde düşmektedir.
Vade Aracılığı	Fon arz eden ve fon talep edenlerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu riski finansal araçlar ile çözülebilmektedir.
Küçümlendirme Aracılığı	Küçük yatırımcıların büyük yatırımlardan yararlanabilme imkanı finansal araçların varlığı ile sağlanabilmektedir.
Finansal Araçların Genel Ekonomiye Sağladığı Faydalar	
Para Arzı İletimi	Mevduat kuruluşları, para politikası araçları kanalıyla finansal sisteme ve genel ekonomiye katkıda bulunmaktadır.
Kredi Tahsisi	Finansal araçlar çoğunlukla belirli sektörleri (örneğin gayrimenkul ve tarım gibi) finanse etmektedir.
Kuşaklararası Servet Aktarımı	Özellikle hayat sigortaları ve emeklilik fonları tasarruf sahiplerine gelecek nesillere servet aktarımı yapabileme imkanı sunmaktadırlar.
Ödeme Hizmetleri	Mevduat kuruluşları günlük ekonomik faaliyetlerin yerine getirilmesi için gerekli ödeme hizmeti sunmaktadırlar.

Kaynak: (Saunders & Cornett, 2007, s. 15)

3.4. FİNANSAL KURULUŞLAR

Finansal sistem içerisinde, fon sağlayan ve fon talep edenlerin arasında daha önce belirtilmiş olan fonksiyonları yerine getirecek araçlara da gereksinim duyulmaktadır. Finansal kuruluşlar, finansal araçları kullanarak faaliyet gerçekleştirmekte olan ve gelirlerini de bu faaliyetlerden elde eden kuruluşlardır (Canbaş, Doğukanlı, 2001).

Finansal kuruluşların sınıflandırılması genellikle bu kuruluşların tasarruf fazlalığını toplama biçimine ve/veya elde edilen fonların kaynaklarına göre yapılmaktadır: (Karacabey, 1998, s. 37-38)

I. Sınıflandırma

- Faaliyetlerini mevduat kabul etmek yoluyla finanse eden kuruluşlar,
- Sözleşmelerden doğan tasarruflarla ilgilenen kuruluşlar
- Diğer kuruluşlar

II. Sınıflandırma

- Birincil finansal kuruluşlar,
- İkincil finansal kuruluşlar

III. Sınıflandırma

- Mevduat kabul eden kuruluşlar,
- Mevduat kuruluşu olmayan finansal kuruluşlar

Finansal kuruluşlar, birçok ortak özelliklere sahip olsalar da finansal sistem içinde yerine getirmiş oldukları aracılık faaliyetlerinde kullanmış oldukları yöntemler bakımından farklılık göstermektedirler. Çalışmanın temel konusu bakımından değerlendirildiğinde, finansal kuruluşlar, banka ve benzeri kuruluşlar, kurumsal yatırımcılar ve diğer finansal kuruluşlar olarak incelenebilir.

Banka ve benzeri finansal kuruluşlar, genellikle mevduat toplayan kuruluşlar olmaktadır. Bu kuruluşlar, fon fazlası olanlardan mevduat adı altında fonları kabul ederek genellikle kredi olmak üzere çeşitli yöntemlerle fon talep edenlere kullandırmaktadırlar. Bu kurumların bilançolarındaki pasifler para olmaktadır. Banka ve benzeri kurumları diğer kurumlardan ayıran bir özellik, bu kuruluşların borçlanabilir fon sağlayıcısı, diğer kuruluşların ise borçlanabilir fonların aracısı olmalarıdır.(Wilson, 1985:7) (Karacabey, 1998) Bu sınıflandırma içerisinde yer alan kuruluşların başlıcaları, ticari bankalar, yatırım bankaları, tasarruf ve kredi birlikleri gibi kuruluşlar olmaktadır. Finansal sistem içinde fon akışının sağlanmasında temel oluşturan kredi ve benzeri işlemler bu çerçevede yer alan kuruluşlar aracılığıyla yapılmaktadır.

Finansal kuruluşlar kapsamında değerlendirilen, banka ve benzeri finansal kuruluşların dışında; kurumsal yatırımcılardan da farklı olarak diğer finansal kuruluşlar olarak ifade edilen kuruluşlar ise menkul kıymet borsaları aracı kurumları, derecelendirme kuruluşları ve finansal sistem içerisinde fon akışının sağlanmasında yer alan bütün diğer kuruluşları kapsamaktadır.

Finansal sistem içerisinde yer alan aracıları, kuruluşları farklı bakış açılarıyla farklı şekillerde gruplandırabilmek mümkün olmaktadır. Çalışmanın odak noktası kurumsal yatırımcılar olduğundan, finansal kuruluşlar içerisinde incelenen kurumsal yatırımcılar kapsamlı şekilde ele alınacaktır.

4. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE GELİŞİMİ

Finansal gelişmelerle birlikte tasarruf sahiplerinin bireysel olarak yatırım yapma süreci giderek kurumsal niteliğe dönüşmüş, bu süreç küreselleşme ile birlikte hız kazanmıştır. Bireylere veya şirketlere ait sınırlı düzeydeki birikimler daha profesyonel portföy yönetimi bilgi ve becerisine sahip kurumsal yatırımcılar aracılığı ile birleştirilmiş; ortaya çıkan bu birikim yapılan yatırım işlemlerinde sinerji oluşturmuştur.

Kurumsal yatırımcılar finansal sistemin işlevlerini yerine getirmesi için önemli bir rol üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak oluşturulan portföyleri yöneten ihtisaslaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır (Davis, 1996).

Kurumsal yatırımcılar, yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım bankaları, sigorta şirketleri gibi bireysel yatırımcılara ait birikimlerin belirlenen risk düzeyinde getiriyi maksimize ederken uygun vade olanakları sunan; ellerinde bulundurdukları varlıkları profesyonel bir anlayışla değerlendiren, tabi oldukları düzenlemeler bakımından farklılık gösteren finansal kuruluşları kapsamaktadır. Bu kapsamda değerlendirilen kurumsal

yatırımcılar, risk, getiri, likidite, çeşitlendirme ve bilgiyi değerlendirme bakımından farklılıklar göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar riski toplayarak, küçük yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların yerli finansal varlıkların yanı sıra uluslararası piyasalara açılması farklılaştırma sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarını kullandıklarından yüksek likidite sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi kabul etme ve işleme yeteneği bireysel yatırımcılardan daha yüksektir. Bununla birlikte bireysel yatırımcıların tercih edemeyebileceği yüksek risk ve yüksek getiriye sahip finansal varlıkları, kurumsal yatırımcıların uzun vadeli fon kaynaklarına sahip olması dolayısıyla bu tür finansal varlıkları portföylerinde tutabilmektedirler (Aras, Müslümov, 2003).

Kurumsal yatırımcıların büyüklüğünün önemli finansal uygulamaları bulunmaktadır. Ölçek ekonomisi sayesinde kurumsal yatırımcıların yüksek hacimli işlem yapması işlem maliyetlerini minimize etmektedir. Kurumsal yatırımcıların büyüklüğü, onların büyük ölçekli bölünemez yatırımlara yatırım yapmasına olanak vermektedir. Büyüklükten dolayı, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmeler üzerindeki gelişmiş kontrol mekanizmasına sahip olması temsilcilik sorununun çözümünü kolaylaştırmaktadır.

Kurumsal yatırımcılarla ilgili diğer önemli özellik fon yönetim sürecinden kaynaklanmaktadır. Fon yönetim sürecinde yatırım portföyü yönetiminin müşterinin yerine kararlar alması bu sürecin önemli özelliklerinden birisidir. Bu bir taraftan, nihai yatırımcıya portföy stratejisine ihtiyatla yaklaşmaya ve oluşan riskleri minimize etmeye yönelmektedir. Diğer taraftan ise, kontrolün devredilmesi temsilcilik sorununa yol açmaktadır. Fon yönetimi mükemmel düzeyde kontrol ediliyorsa, bu sorun ortadan kalkacaktır. Temsilcilik sorununun aşılması için yapılan düzenlemeler potansiyel sürü

davranışına (herding behaviour) yol açmaktadır. Bu davranış özellikle, performans ölçümü üzerinde uygulanan baskılar ve şirket ele geçirmeleri tehdidi karşısında portföy yöneticilerinin kendilerini yüksek kalitede gösterme isteklerinden kaynaklanmaktadır (Aras, Müslümov, 2003, s. 16).

Kurumsal yatırımcılar, finansal varlıkların sahipliğinde baskın şekilde söz sahibi olarak ortaya çıkmasıyla sermaye piyasası katılımcıları arasında artan bir öneme sahip olmaktadır. Kurumsal yatırımcılar bu ayırt özellikleriyle gelecek yıllarda daha da göze çarpacağı belirtilmiştir (Institutional investors Statistical Yearbook, 2002). Günümüze gelindiğinde kurumsal yatırımcıların finansal piyasalar içindeki ağırlığında artışlar gözlenmekte, bu değişim kurumsal yatırımcıların önemini giderek arttırmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda baskın nitelikteki uygulamalarının etkileri, birincil ve ikincil sermaye piyasalarının, para piyasalarının ve döviz piyasasının gelişmesinde görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar aynı şekilde spot ve vadeli işlem piyasalarında da önemli bir etkiye sahiptir. Finansal ürünlerin gelişmesiyle kurumsal yatırımcıların etki alanı da genişlemiş, kurumsal yatırımcıların varlıkların yönetimi ve risk yönetimi alanındaki gereksinimleri bu alanlardaki yeni gelişmişlerin de ortaya çıkmasını sağlamıştır.

4.1. KURUMSAL YATIRIMCILARIN İŞLEVLERİ

Kurumsal yatırımcılar, tasarrufların toplanması ve finansal aracı olarak finansal varlıklara yatırım sürecinde yatırımcılar ve şirketler açısından önemli olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların büyümesi üzerindeki etkenler arz ve talep yönlüdür.

Arz yönlü etkenler açısından bakıldığında, menkul kıymetleştirme ile ilgili yenilikler, daha düşük işlem maliyetlerinin oluşması, bilgiye erişimin artması ve türev araçların risk yönetiminde kullanılması gibi gelişmeler kurumsal maliyetleri azalması

üzerinde etkili olmuştur. Bu yenilikler aynı zamanda para piyasası fonlarının büyümesini kolaylaştırarak ve kredilerin menkul kıymetleştirmesine olanak sağlayarak kurumsal yatırımcıların fonksiyonlarını daha geniş bir alanda yerine getirmesini sağlamıştır. Talep yönünden bakıldığında, kurumsal yatırımcılar, uzun dönemli tasarruflar için düşük risk ve yüksek getiriye beklentisine sahip beklentileri yerine getirebilmeleri etkili olmuştur. Hem arz yönündeki gelişmeler hem de talep yönündeki gelişmeler kurumsal yatırımcıların büyümesinde birlikte etkili olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların büyümesinde etkili olan unsurlar, kurumsal yatırımcıların işlevleri, (Merton, Bodie, 1995) tarafından belirtilen finansal sistem fonksiyonlarının işlevsel çerçevesi içerisinde değerlendirilebilir (Davis, 1996).

Buna göre kurumsal yatırımcıların işlevleri şunlar olmaktadır (Davis, 1996):

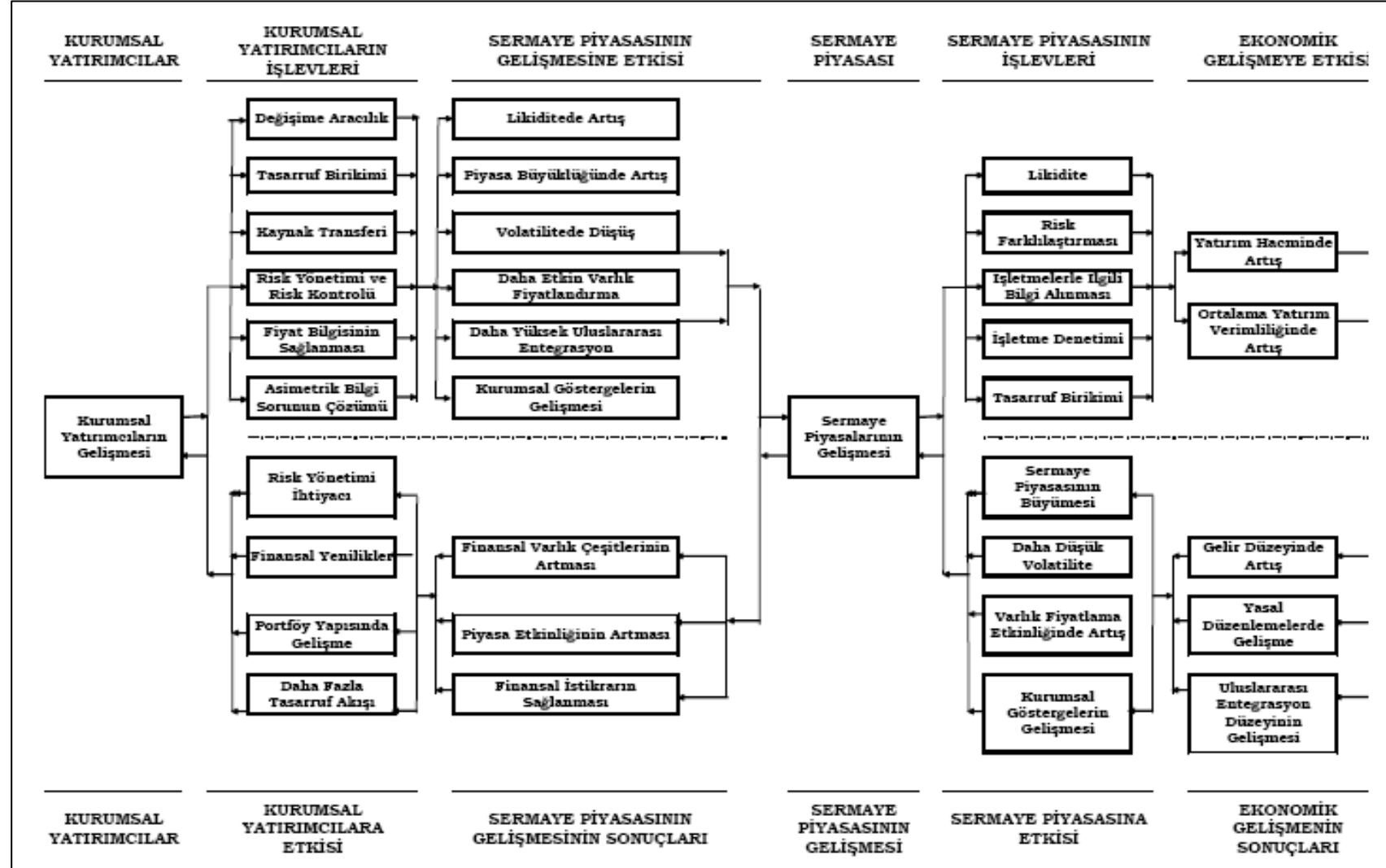
- *Varlıkların değişimini sağlayacak aracılık:* Kurumsal yatırımcıların bu işlevi gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD’de, finansal yeniliklere zemin oluşturmuş, kurumsal yatırımcıların bankacılık sektörü karşısında rekabet gücünün artmasına ve para piyasalarının gelişimini sağlamıştır. Bankacılıkta karşılaşılan kredi kayıplarının bulunması ve olası kayıplar için karşılık ayrılması, bir bakıma mali bir teşvik olmaktadır. Bu gibi durumlarda aracılık faaliyetlerinde kurumsal yatırımcılar bankacılık sektörüne ciddi alternatif oluşturmaktadır.
- *Tasarrufların birikimi:* Tasarruf birikimi kurumsal yatırımcıların en önemli işlevlerinden birisidir. Büyüklüklerinden dolayı ölçek ekonomisine sahip olmaları, kurumsal yatırımcıları tasarrufların değerlendirmesinde bireysel yatırımcılardan daha avantajlı olmasını sağlamaktadır.
- *Ekonomik kaynakların transferinin sağlanması:* Nüfusun yaşlanması ve sosyal güvenlik sistemine duyulan güvenin zaman içerisinde azalması kaynakların zaman

içerisinde transferine olan talebin artmasına neden olmuştur. Bu talep ise esasen, özel emeklilik fonları, kısmen ise hayat sigorta şirketleri, yatırım fon ve ortaklıklarına yaramıştır. Kurumsal yatırımcıların portföy yapısında risk çeşitlendirme amacıyla uluslararası portföy yatırımlarının artması ile fonların bölgeler arası transferi de gerçekleşmektedir.

- *Belirsizlik yönetimi ve risk kontrolü:* Kurumsal yatırımcılar uygun risk düzeyi için gerekli finansal araçlar sunarak risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların, risklerini azaltabilecek araçları kullanarak, sorumlu oldukları bireysel yatırımcıların tasarruflarını sigorta etmesi kurumsal yatırımcılara olan güveninin artmasını sağlamıştır. Türev piyasalarının gelişmesi kurumsal yatırımcıların önemini giderek arttırmaktadır.
- *Kararlarda etkenlik:* Yönetişim ile ilgili konularda kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre büyüklük avantajı bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar şirketlere daha büyük miktarda yatırım yaptığından olası sorunla karşılaşıldığında oy haklarını kullanarak şirket yönetimi üzerinde etkili olabilmektedir. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcılar, elinde bulundurdukları fonun büyüklüğü dolayısıyla sahip olduğu güç ile mali politikalar üzerinde de etkilidir.
- *Fiyat bilgisinin kullanımı:* Kurumsal yatırımcılar ölçek ekonomisinden dolayı, bilgiyi bireysel yatırımcılardan daha ucuz maliyete işleyebilmesi gelişimlerdeki esas nedenlerinden birisidir. Kurumsal yatırımcıların fiyat volatilitesi üzerinde olası düşürücü etkisi fiyatların bilgi içeriğini de arttırmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar değişime aracılık, tasarruf birikimi, kaynak transferi, risk yönetimi, risk kontrolü, fiyat bilgisinin sağlanması ve asimetrik bilgi sorununun çözümü işlevleri aracılığıyla sermaye piyasasının gelişimini etkilemektedir. Kurumsal yatırımcıların yerine getirdiği bu işlevler sermaye piyasası likiditesinde ve hacminde artışa, fiyat oynaklığında düşüőe, varlık fiyatlandırma etkinliğine, uluslararası bütünleşme düzeyinin ve kurumsal göstergelerin gelişmesini sağlamaktadır. Sermaye piyasaları likidite, risk farklılaştırması, işletmelerle ilgili bilgi alınması, işletme denetimi ve tasarruf birikimi işlevlerini yerine getirmektedir. Bu da ekonomideki toplam yatırım hacminde ve ortalama yatırım verimliliğinde artışa neden olmakta, sonuçta ise ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasasının gelişmesine ve sermaye piyasasının gelişmesinden ekonomik büyümeye olan etkisi tek yönlü olmamakta, ekonomik büyüme ortalama gelir düzeyinde artışa, yasal düzenlemelerde ve uluslararası bütünleşme düzeyinde gelişmeye sebep olmakta, sermaye piyasalarının gelişmesi için fırsatlar ortaya çıkarmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmesi ile kurumsal yatırımcıların gelişmesi arasında çift taraflı nedensellik ilişkisi sonucuna ulaşılmıştır. Ortaya çıkan sonuç, kurumsal yatırımcıların gelişmesi ile sermaye piyasalarının gelişmesi arasında dinamik etkileşim sürecinin bulunduğunu, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasının gelişimi için ortam yarattığını, gelişmiş sermaye piyasalarının ise kurumsal yatırımcıların yerine getirdikleri işlevlere talep yaratarak, kurumsal yatırımcıların gelişmesi için zemin hazırladığını göstermektedir (Aras, Müslümov, 2003, s. 6, s.80). Bu doğrultuda hazırlanan model Şekil 1’de görölmektedir.

Şekil 1 Kurumsal Yatırımcılar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi Modeli



Kaynak: (Aras, Müslümov, Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü, 2003, s. 7)

4.2. KURUMSAL YATIRIMCILARIN FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞİMİ

Kurumsal yatırımcıların ilk ortaya çıkışına bakıldığında belirgin bir tarih bulunmamakla birlikte, kurumsal yatırımcılar kapsamında önemli bir yere sahip olan yatırım fonlarının ortaya çıkışına yönelik çeşitli tarihler belirtilmektedir (McWhinney, 2005). Günümüz yatırım fonlarının geçmişine bakıldığında, Anglo-Saxon kökeni 1868 yılında sömürge hükümetlerin uygulamalarına dayanmaktadır. Bununla birlikte benzer yatırım şirketlerinin birkaç yüzyıldır var olduğu görülmektedir. 1774 yılında Hollandalı tüccar Adriaan van Ketwich, *Eendragt Maakt Magt* (Birlikten Güç Doğar) sloganıyla yatırımcıları, ortaklaşa yatırıma katılma çağrısında bulunmuştur. Günümüz yatırım fonlarının başlangıcı sayılan bu oluşum, küçük sermaye sahiplerinin düşük maliyetle çeşitlendirmeden yararlanarak olası kayıplara karşı koyabilmesini amaçlamıştır. Risk çeşitlendirmesini yapabilmek için Avusturya, Danimarka, Almanya, İspanya, İsveç, Rusya, Orta ve Güney Amerika'da bulunan çeşitli alanlara yatırım yapmıştır. Bugünkü terminolojideki kapalı uçlu yatırım şirketi olarak kurulan bu oluşum, 1 milyon florin sermayeli ve her bir hisse değeri 500 florin olan 2000 hissedenden oluşmaktaydı. Yatırım portföyünün günlük yönetimi, portföy bileşiminde sınırlı serbestliğe sahip iki yönetici tarafından yürütülmüştür. Fona seçmek üzere içerikleri bonolardan oluşan 10 farklı grup belirlenmiş ve bu gruplar arasında çeşitlendirme yapılmıştır. Adriaan van Ketwich çıkar çatışmasından kaçınmak için kişisel olarak günlük yatırım kararlarıyla ilgilenmemiş, sadece fonun yürütülmesi ve yönetimini gerçekleştirmiştir (Rouwenhorst, 2007).

Finansal piyasaların oluşumu ve gelişimi dikkate alındığında, ABD, birçok finansal kuruluşların ve finansal araçların ortaya çıktığı ilk ülke olmaktadır. 1924 yılında bugünkü anlamda ilk yatırım fonu Boston'da kurulmuştur. Yatırımcılara hisse senetleri çeşitlemesi sağlayan bu yatırım fonuna, ilk zamanlarda bireysel yatırımcılar ilgi göstermemiş; yatırımcılar hisse senetlerine bireysel olarak sahip olmayı tercih

etmişlerdir. Bu dönemlerde piyasalarda yaşanan 1929 krizi ve büyük çöküş, yatırımcıların bütün yatırım araçlarından kaçınmasına neden olmuştur. Sermaye piyasalarında yaşanan bu gelişmeler sonrasında, ABD sermaye piyasalarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Sermaye piyasaların gelişmesini sağlamak amacıyla, 1954 yılında “Amerikan ticaretindeki payına sahip ol” başlığıyla “Aylık Yatırım Planı” (MIP) uygulaması başlatılmıştır. Bu uygulama ile bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarından yararlanması imkanı sunulurken, sermaye piyasalarının ayakta durabilmesi ve gelişmesi hedeflenmiştir. Geliştirilen “Aylık Yatırım Planı” ile sermaye piyasalarına olan ilgi yatırım fonlarına olan ilgiyi de arttırmıştır. 1960 yılına gelindiğinde 150 civarındaki yatırım fonu sayısı, 1970 yılında 361 olmuştur. 70’li yıllarda, hazine bonusu faizlerinde meydana gelen artışlar, yatırımcıları sermaye piyasalarından hazine bonolarına yönelmesine neden olmuştur. Yatırımcıların bu eğilimini gören kurumsal yatırımcılar, 1972 yılında bileşimi para piyasası araçlarından oluşan yeni bir yatırım fonu kurmuşlardır. 1976 yılında ise ilk defa endeks fonu kurulmuştur. 80’li yıllara gelindiğinde küçük yatırımcılara farklı özelliklere sahip çeşitli yatırım fonları sunulmuştur. Bireysel yatırımcıların yatırım fonlarına olan ilgisi, 90’lı yılların başında bireysel emeklilik hesaplarının teşviki ile daha da artmıştır (Hall, 2000). Bu gelişmeler, kurumsal yatırımcılarla sermaye piyasalarının gelişiminin paralel olduğunu göstermektedir.

ABD’de finansal kuruluşların varlıklarına bakıldığında, Tablo 3’de görüldüğü gibi zaman içinde önemli değişimler yaşanmıştır. 1860 yılında %71,4 seviyelerindeki ticari bankaların sahip olduğu pay, grup içerisinde en yüksek değere sahip olsa da 2008 yılına gelindiğinde %28,3 seviyesine gerilemiştir. Tasarruf kuruluşlarının³ payı, 1980 yılında en

³ Tasarruf kuruluşları(Thrift institutions), Birçok bankanın sunmuş olduğu hizmetlere benzer şekilde bireysel tasarrufların değerlendirilmesi ve kredi kullandırılması amacıyla oluşturulan tasarruf ve kredi kuruluşlarının kategorisi olmaktadır. Daha çok ipotekli konut finansmanında kullanılan finansal araçları kullanan bu kuruluşlar, küçük ve yerel ölçekte faaliyet göstermektedirler. Bu kuruluşların sayısı, 1960 yılında 4800’den fazla iken 2006 sonunda 1299’agerilemiştir (The Financial Services Fact Book, 2007).

üst düzeye ulaşarak %21,4 olarak gerçekleşmiş, 2004 yılında ise %10 seviyesine gerilemiştir. Sigorta şirketlerinin 1860 yılındaki payı %10,7 iken 1948 yılında %24,3 ve 2008 yılında %10,4 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve UITs'lerden⁴ oluşan yatırım şirketleri, diğer kuruluşlardaki bu azalmaya karşın önemli bir artış göstermiştir. 1929 yılında finansal kuruluşlar arasındaki payı sadece %2,9 oranında iken, zaman içinde sürekli bir artış göstererek 2008 yılında %17'lik paya sahip olmuştur. Emeklilik fonları ise 1929 yılında %0,7 paya sahip iken 1993 yılında %24,4 ile en üst payına sahip olurken 2008 yılında %14,6 seviyesine gerilemiştir. Finansal piyasalardaki gelişmeler doğrultusunda farklı ihtiyaçlara çözüm olarak geliştirilen finans şirketlerinin, ipotekli konut finansmanı şirketlerinin ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının payları genel olarak zaman içinde artış göstermiştir.

Tablo 2 ABD Finansal Hizmetler Sektörünün Endüstrilere Göre Varlık Değerleri (Milyar Dolar)

	2004	2006	2008
Bankacılık Sektörü	10.864	12.634	15.745
Sigortacılık Sektörü	5.287	6.015	5.808
Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları	7.571	9.675	9.400
Aracı kuruluşlar	1.836	2.742	2.217
Emeklilik Fonları	8.523	9.870	8.148
Kamu ile ilişkili girişim ve mortgage havuzu	6.257	6.710	8.348
Finans Şirketleri	1.457	1.891	1.852
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	223	404	256
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhraç Kuruluşları	2.817	4.047	4.095
Diğer	1.345	1.417	2.711
TOPLAM	46.180	55.405	55.580

Kaynak: (The Financial Services Fact Book, 2006), (Financial Services Fact Book, 2007), (The Financial Services Fact Book 2009)

⁴ UIT(Unit Investment Trust), yatırım fonları gibi paylara bölünmüş ve yatırımcılarına payları karşılığında paraya çevirebilme imkanı sağlayan fonlara denilmektedir. Bazı borsa yatırım fonları (Exchange Traded Fund) UIT olarak yapılandırılmıştır. Yatırım ortaklıklarında olduğu gibi sabit sayıda paylara bölünen bu fonun belirlenen tarihte sona ermesi belirtilmektedir. Bu fonların içerikleri sabit olduğundan diğer araçlar gibi aktif portföy yönetimine gerek duyulmamaktadır (Unit Investment Trusts (UITs), 2007).

Tablo 3 ABD'deki Finansal Kuruluşların Finansal Sistem İçindeki Oransal Varlık Payları

	1860	1880	1900	1912	1922	1929	1939	1948	1960	1970	1980	1990	1993
Bankalar	71.4	60.6	62.9	64.5	63.3	53.7	51.2	55.9	38.2	37.9	34.8	36.8	25.4
Tasarruf Kuruluşları	17.8	22.8	18.2	14.8	13.9	14.0	13.6	12.3	19.7	20.4	21.4	10.0	9.4
Sigorta Şirketleri	10.7	13.9	13.8	16.6	16.7	18.6	27.2	24.3	23.8	18.9	16.1	16.8	17.4
Yatırım Şirketleri	--	--	--	--	0.0	2.4	1.9	1.3	2.9	3.5	3.6	9.5	14.9
Emeklilik Fonları	--	--	0.0	0.0	0.0	0.7	2.1	3.1	9.7	13.0	17.4	11.2	24.4
Finans Şirketleri (Finansmanı menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan kaynakları kullanan kuruluşlar)	--	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.2	2.0	4.6	4.8	5.1	5.8	4.7
Aracı Kuruluşlar	0.0	0.0	3.8	3.0	5.3	8.1	1.5	1.0	1.1	1.2	1.1	1.3	3.3
Mortgage Şirketleri	0.0	2.7	1.3	1.2	0.8	0.6	0.3	0.1	*	*	0.4	0.6	0.2
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	--	--	--	--	--	--	--	--	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1
Toplam %	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Toplam (Trilyon USD)	.001	.005	.016	.034	.075	.123	.129	.281	.596	1.328	4.025	8.122	13.952
Yıllara Göre Değişim		5.0%	3.2%	2.1%	2.2%	1.6%	1.0%	2.2%	2.1%	2.2%	3.0%	2.0%	1.7%

Kaynak: (Kroszner, 1998, s. 18) (Saunders, Cornett, 2007, s. 12)

Ticari bankalar, sigorta kuruluşları ve yatırım şirketleri birlikte değerlendirildiğinde finansal kuruluş varlıklarının yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Buna göre, yatırım şirketlerinin varlıklarındaki gelişim, kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda giderek artan önemini göstermektedir.

Finansal piyasalarda görülen gelişmeler, küresel ölçekte etkili olan krizler ve diğer gelişmeler finansal sistem içinde yer alan kuruluşların varlıklarında ve sistem içindeki payı üzerinde etkili olduğu görülmektedir. 2004 yılında 10.8 trilyon dolar seviyesinde olan ABD bankacılık sektörü, 2008 yılında %44.9 oranında artışla 15.7 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Finansal hizmetler sektörünün 2004'ten 2008 yılına kadar olan dönemde %26.9 arttığı dikkate alındığında, bankacılık sektörünün finansal hizmetler sektöründeki artış oranından daha yüksek arttığı görülmektedir. Benzer şekilde bu dönemde varlığa dayalı menkul kıymetlerin giderek artması, bu endüstrinin payını da artırmıştır. Finansal piyasalarda görülen eğilimler finansal hizmetler sektöründe yer alan aktörlerin varlıkları üzerinde de etkili olmaktadır. Bu süreçte gayrimenkullerin fiyatlarında görülen yükseliş eğilimi bankaların bu gelişmelerden en iyi şekilde yararlanma çabalarına yönlendirmiştir. Nitekim 2004-2008 yılları arasında ABD finans endüstrisindeki diğer kurumlara kıyasla bankacılığın payının arttığı görülmektedir.

Bireysel yatırımcılara ait birikimlerinin değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan kurumsal portföyler, sermaye piyasalarının ayakta kalabilmesini sağlarken bireysel yatırımcıların eğilimleri doğrultusunda şekillenmektedir. Bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarına olan ilgisi doğal olarak ülkelerin gelişmişlik düzeyi, ülkedeki tasarruf sahiplerinin kişi başına düşen gelir düzeyi, bu kişilerin tasarruf eğilimi ve mevcut sermaye piyasalarının gelişmişliği ile ilişkili olmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların; mevcut durumu, zaman içindeki gelişimi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre farklılık göstermektedir.

Kurumsal yatırımcılar, OECD ülkelerinde ve OECD üyesi olmayan diğer ülkelerde zaman içinde artan bir öneme sahip olmuştur. Kurumsal yatırım portföyündeki varlıklar, OECD bölgesinde 1995 yılına ait verilere göre yaklaşık 24.4 Trilyon \$ tutarındadır. Bu tutarın GSYİH' ya oranı %106,77 olmaktadır. 1990–1995 döneminde kurumsal yatırımcıların bütün kategorilerindeki portföy varlıkları yıllık ortalama %10.5 düzeyinde büyüme göstermiştir (Funke, Blommestein, 1998).

Buna göre, kurumsal yatırımcıların büyümesi üzerinde etkili olan faktörler şu şekilde sıralanmaktadır: (Funke, Blommestein, 1998, s. 15).

- OECD bölgesindeki nüfusun yaşlanması ile emekliliğe yönelik araçlara artan gereksinim birikimi olan bireysel yatırımcıları bu alana yöneltmiştir. Devletlerin mali açıdan sosyal güvenlik kurumlarının yanında özel emeklilik fonlarının da bulunmasına imkan sağlaması bu alandaki gelişmeleri ilerletmiştir.

- Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler finansal hizmetler sektöründe risk yönetimi ve işlem maliyetlerinde önemli kolaylıklar sağlamıştır. Ortaya çıkan bu gelişmeler ayrıntılı hesaplama gereken finansal araçların fiyatlandırılmasını ve işlem yapılmasını kolaylaştırmıştır.

- Geleneksel tasarruf araçlarından daha fazla performans odaklı araçlara doğru değişim kurumsal yatırımcıların büyümesinde etkili olmuştur.

Bu unsurların dışında, kurumsal yatırımcıların gelişmesinde vergi uygulamaları; kurumsal yatırımcıların diğer finansal araçlara göre sundukları getiri oranı; düzenleyici ve denetleyici kurumlara ilişkin altyapının durumu; tasarruf biçimine yönelik tutumlar da kurumsal yatırımcıların gelişmesi üzerinde etkili olmuştur.

Kurumsal yatırımcıların toplam varlıkları, ülkelerde yaşanan siyasi ve finansal gelişmeler paralelinde önemli artışlar göstermiştir. OECD'nin yayınladığı kurumsal yatırımcılara ilişkin istatistiklere bakıldığında, finansal gelişmişlik düzeyi ve finansal piyasalar için önemli sayılabilecek makro gelişmeler, ilgili ülkelerde kurumsal yatırımcıların portföylerinin artış gösterdiğini açıkça göstermektedir. Buna göre ülkelerde bulunan kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarına ilişkin bilgiler Tablo 4'de görülmektedir. Finansal varlık büyüklüklerine göre sıralama yapıldığında ABD, kurumsal yatırımcıların en büyük portföye sahip olduğu ülke olmaktadır. 1990 yılında ABD'de kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları toplamı 6,5 Trilyon dolar iken, 1995 yılında 11,2 Trilyon dolara, 2000 yılında ise 18 Trilyon dolara ve 2007 yılında 24,2 Trilyon dolara ulaşmıştır. Benzer şekilde 1990 yılında Japonya'da kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları toplamı 2,7 Trilyon dolar iken, 1995 yılında 4,2 Trilyon dolara ve 2000 yılında ise 4,3 Trilyon dolara ulaşmıştır. Kurumsal yatırımcıların büyüklükleri açısından ilk sıralarda yer alan İngiltere'de ise 1990 ve 1995 yıllarında sırasıyla 1,1 ve 2 Trilyon dolar olan kurumsal yatırımcıların finansal varlık toplamı 2005 yılına gelindiğinde 3,4 Trilyon dolara ulaşmıştır.

Kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının büyüklüğünün yanında, ülkeler bazında makro ekonomik büyüklüklerle kıyaslama yapılması, kurumsal yatırımcıların ülke içindeki ağırlığını görebilme imkanı sunabilmektedir.

Bir ülkedeki finansal varlıkların büyüklüğü, ilgili ülkenin GSYİH'nın büyüklüğüne oranlandığında oldukça yüksek seviyelerde olabilmektedir. Bu durum ilgili ülkenin finansal sisteminin gelişmişlik düzeyiyle ilgili olduğu kadar politik istikrar, küresel sermaye hareketlerine uyguladığı teşvikler ve yatırımcılara sunulan imkanlarla da ilgilidir.

Tablo 4 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (2000 Yılı Sabit Fiyatlarıyla Milyar \$)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABD	11,223	12,542	14,436	16,287	18,400	18,074	17,453	16,308	18,627	19,954	20,908	22,761	24,220
Almanya	971	1,101	1,320	1,517	1,786	1,887	1,911	1,870	2,019	2,085	2,271	2,401	2,422
Avustralya	273	310	367	416	479	504	523	506	537	593	667	740	.
Avusturya	72	85	99	116	145	161	167	177	193	214	260	280	284
Belçika	63	74	94	153	178	193	198	190	209	236	264	287	296
Çek Cumh.	9	10	8	7	9	9	8	10	10	12	13	13	17
Danimarka	116	128	148	161	186	197	195	193	212	250	294	313	326
Finlandiya	49	59	68	78	105	105	103	106	120	139	167	193	200
Fransa	878	989	1,135	1,292	1,578	1,736	1,753	1,693	1,818	2,089	2,310	2,564	2,581
Hollanda	454	509	573	634	727	724	686	619	669	728	821	871	860
İngiltere	2,007	2,171	2,527	2,718	3,143	3,051	2,848	2,507	2,732	2,918	3,397	.	.
İrlanda	.	.	.	.	.	.	341	361	412	463	612	735	788
İspanya	159	213	277	332	350	344	349	347	385	418	450	457	445
İsveç ²	101	123	145	166	205	214	317	274	312	347	420	462	.
İsviçre	.	.	.	.	499	535	537	489	529	570	675	.	.
İtalya	259	337	462	683	1,025	1,035	1,012	952	1,010	1,036	1,112	1,144	1,026
İzlanda	.	.	.	.	.	.	10	10	12	14	18	20	23
Japonya	4,386	4,314	4,711	4,639	5,028	4,952	4,874	5,036	5,589	6,033	7,229	7,565	.
Kanada	557	649	744	824	907	929	924	894	945	1,017	1,100	1,222	1,272
Kore	.	.	.	.	.	.	.	384	380	421	472	539	646
Lüksemburg ²	6	8	13	16	19	22	24	23	26	30	36	.	.
Macaristan ¹	1	2	3	4	5	6	7	8	9	11	14	17	20
Meksika ¹	7	6	7	8	32	30	42	45	48	50	58	71	80
Norveç	60	64	72	73	84	75	74	74	84	92	103	112	124
Polonya ³	2	3	4	5	7	12	16	23	29	36	47	64	.
Portekiz ¹	17	20	46	53	57	57	57	57	61	62	72	77	77
Slovakya ^{3,4}	.	.	.	.	.	0	1	2	2	3	4	4	.
Türkiye	2	3	3	4	6	6	8	10	16	17	20	16	.
Yunanistan	12	17	27	32	44	38	34	30	33	34	30	27	26

Kaynak: (Gonnard, Kim, Ynesta, 2008) (OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003)

1. Yatırım şirketleri hariç, **2.** Yalnızca sigorta şirketleri **3.** Emeklilik fonları hariç **4.** Sigorta ve emeklilik fonları hariç

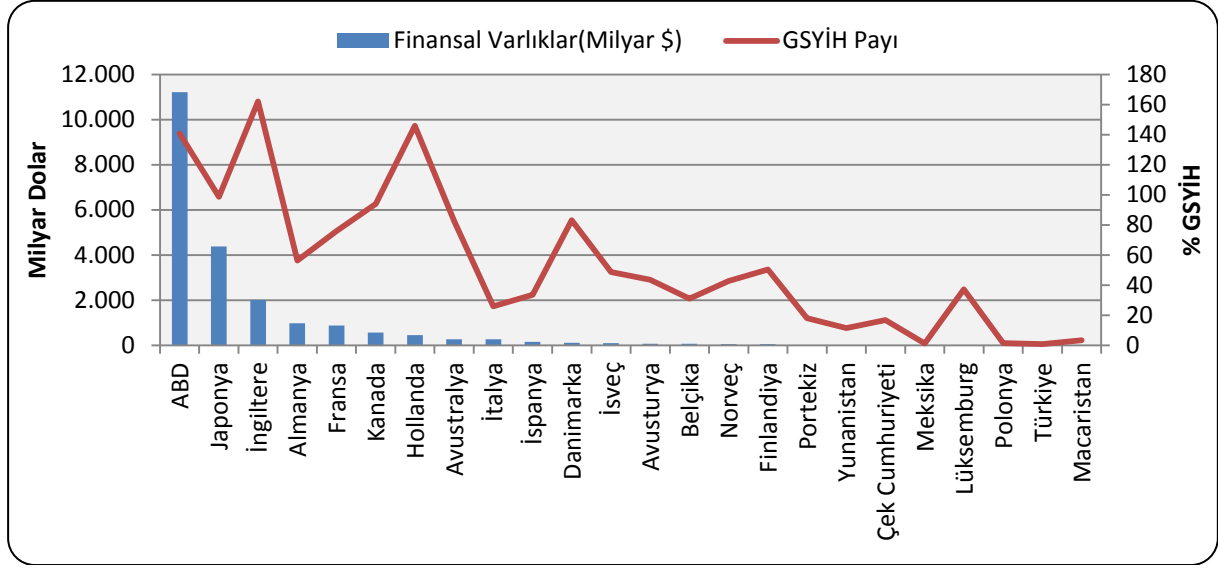
Tablo 5 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH Oranı (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABD	140.8	151.6	166.9	180.7	195.4	185.1	177.4	163.1	181.7	187.8	191.2	202.5	211.2
Almanya	56.4	63.4	74.6	84	97	99.3	99.3	97.2	105.2	107.3	116	119.1	117.3
Avustralya	82.6	90.5	102.4	110.2	122.2	126.1	126	118.3	120.6	129.6	141.5	152.3	.
Avusturya	43.5	50.2	57.6	65	78.6	84.1	87	90.7	97.9	105.8	125.3	130.3	128.2
Belçika	31	35.8	44.3	70.5	79.8	83	84.6	80.1	87	95.6	105	110.7	111.1
Çek Cumh.	16.7	17.5	15.5	13.5	15.9	16.3	13.8	16.8	17.1	19.5	19	18.4	22.4
Danimarka	83.2	89.7	100	106.8	120.5	123.3	121.1	118.9	130.4	150.3	172.6	176.6	181.3
Finlandiya	50.4	59.1	63.7	70	90.9	86.1	82.5	83.1	92.9	103.4	120.9	133.1	132.4
Fransa	75.9	84.6	95	104.5	123.5	130.7	129.6	123.9	131.6	147.6	160.2	174	171.4
Hollanda	146	158.5	170.4	181.4	197.9	189.5	176.3	159.1	171.3	182.4	201.8	206.4	196.9
İngiltere	162.1	170.6	192.5	200.3	224.9	210.3	191.8	165.4	175.4	181.4	207.4	.	.
İrlanda	.	.	.	.	.	.	334.1	331.5	362.8	389.3	483.4	549	555.3
İspanya	33.5	43.7	54.8	62.9	63.3	59.2	58	56.2	60.5	63.5	66.1	64.6	60.5
İsveç ²	48.6	58.3	66.9	73.7	87.1	87	127.7	108	120.5	128.8	150.7	159.3	.
İsviçre	.	.	.	.	206.9	214.1	212.5	192.7	208.8	219.3	253.6	.	.
İtalya	25.9	33.4	44.9	65.5	96.8	94.3	90.6	84.8	90	90.9	97.1	98.1	86.7
İzlanda	.	.	.	.	.	.	105.5	112.1	129.5	145	167.9	180.3	198.1
Japonya	98.7	94.5	101.5	102.1	110.8	106.1	104.2	107.4	117.5	123.5	145.2	148.4	.
Kanada	94	107.9	118.6	126.2	131.6	128.1	125.2	117.7	122.2	127.5	134.1	144.4	146.4
Kore	.	.	.	.	.	.	.	67.6	64.9	68.6	73.9	80.1	91.6
Lüksemburg ²	37.1	54.8	77.7	93.8	104.2	108.6	114.2	106.9	117.7	129.9	149.6	.	.
Macaristan ¹	3.4	4.3	7.5	8.9	11	12.6	14.2	16.2	16.4	19	24.5	28.4	32.9
Meksika ¹	1.3	1.3	1.3	1.4	5.3	4.6	6.6	7	7.4	7.3	8.2	9.7	.
Norveç	42.8	43.6	46.4	45.4	51.8	44.8	43.3	42.3	48	50.3	54.8	58.3	61.9
Polonya ³	1.4	1.8	2.4	3.1	4.4	6.8	9.4	13	15.8	18.5	23.6	30.1	.
Portekiz ¹	18.1	21.3	47.4	52.7	53.8	52.1	50.6	49.9	53.6	54.4	63.1	66.6	65.4
Slovakya ^{3,4}	.	.	.	.	.	0.6	6.5	7.3	9.7	11.8	15.6	16.2	.
Türkiye	0.8	1.2	1.2	1.4	2.4	2.3	3.3	3.9	5.5	5.6	6.1	4.4	.
Yunanistan	11.5	15.4	23.5	26.9	36.2	30.1	25.5	22.2	23	22.6	19.3	16.7	15.3

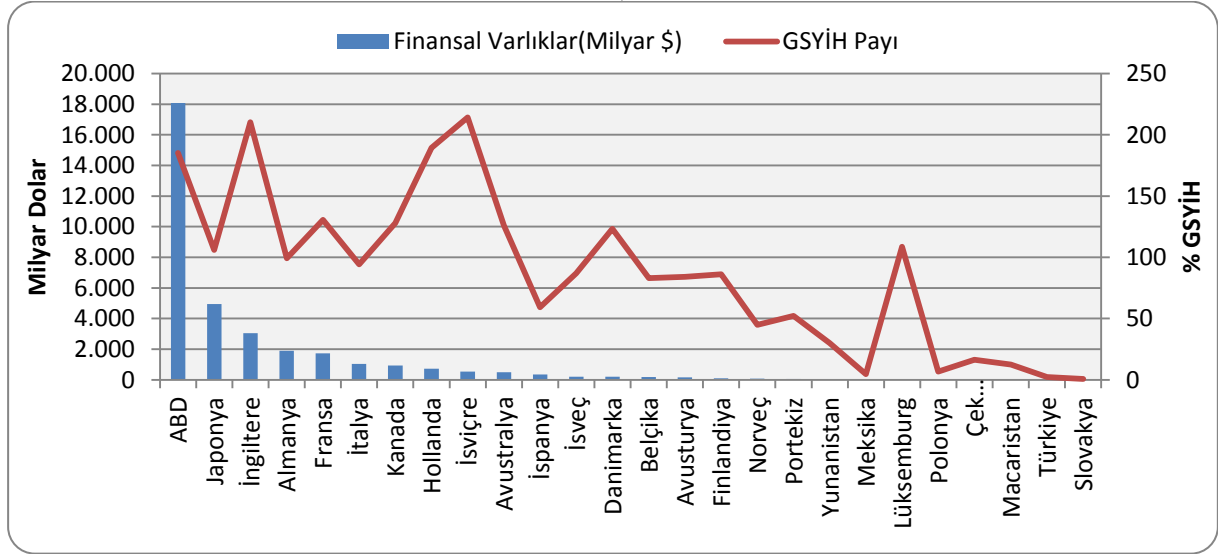
Kaynak: (Gonnard, Kim, Ynesta, 2008) (OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003)

1. Yatırım şirketleri hariç, 2. Yalnızca sigorta şirketleri 3. Emeklilik fonları hariç 4. Sigorta ve emeklilik fonları hariç

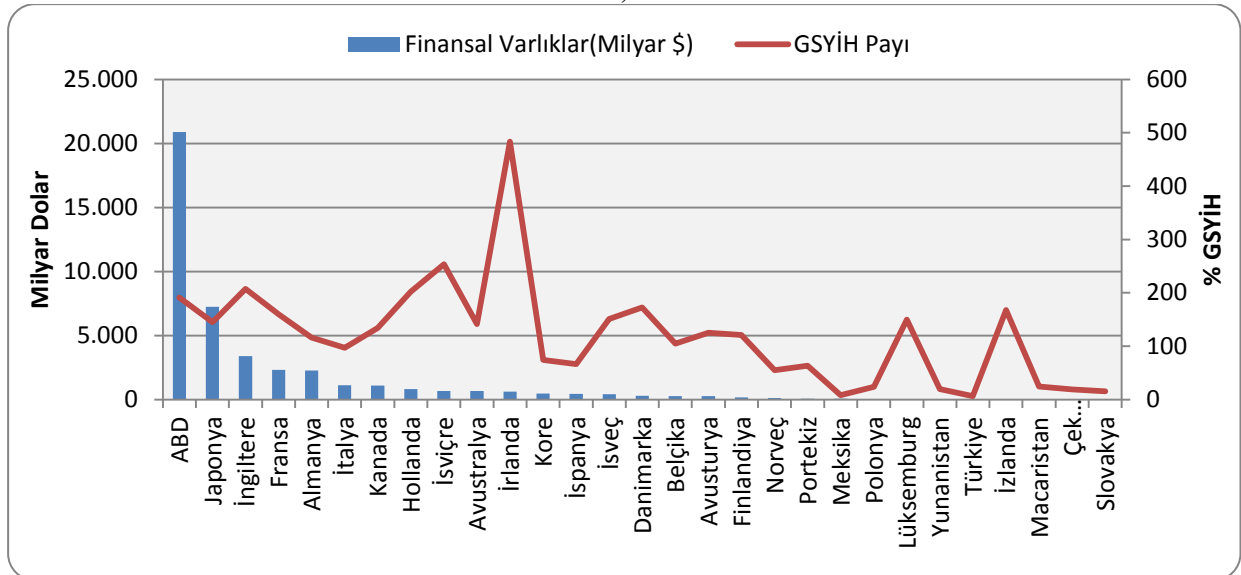
Grafik 1 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 1995



Grafik 2 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 2000



Grafik 3 Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları; 2005



Kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının büyüklüğü ve ilgili ülkenin GSYİH'ya oranlanmış verilerden oluşan Grafik 1'e bakıldığında, 1995 yılında kurumsal yatırımların büyüklüğü açısından ABD ilk sırada yer almaktadır. Bu ülkeyi sırasıyla Japonya, İngiltere, Almanya ve Fransa izlemektedir. Aynı dönemdeki kurumsal yatırımcılara ait finansal varlık toplamı/GSYİH oranındaki sıralama ise İngiltere, Hollanda, ABD ve Japonya olarak sıralanmaktadır. Bu dönemde Türkiye'deki kurumsal yatırım büyüklüğü yaklaşık 2 Milyar dolar iken GSYİH'ya oranı ise %0,8 olarak gerçekleşmiştir.

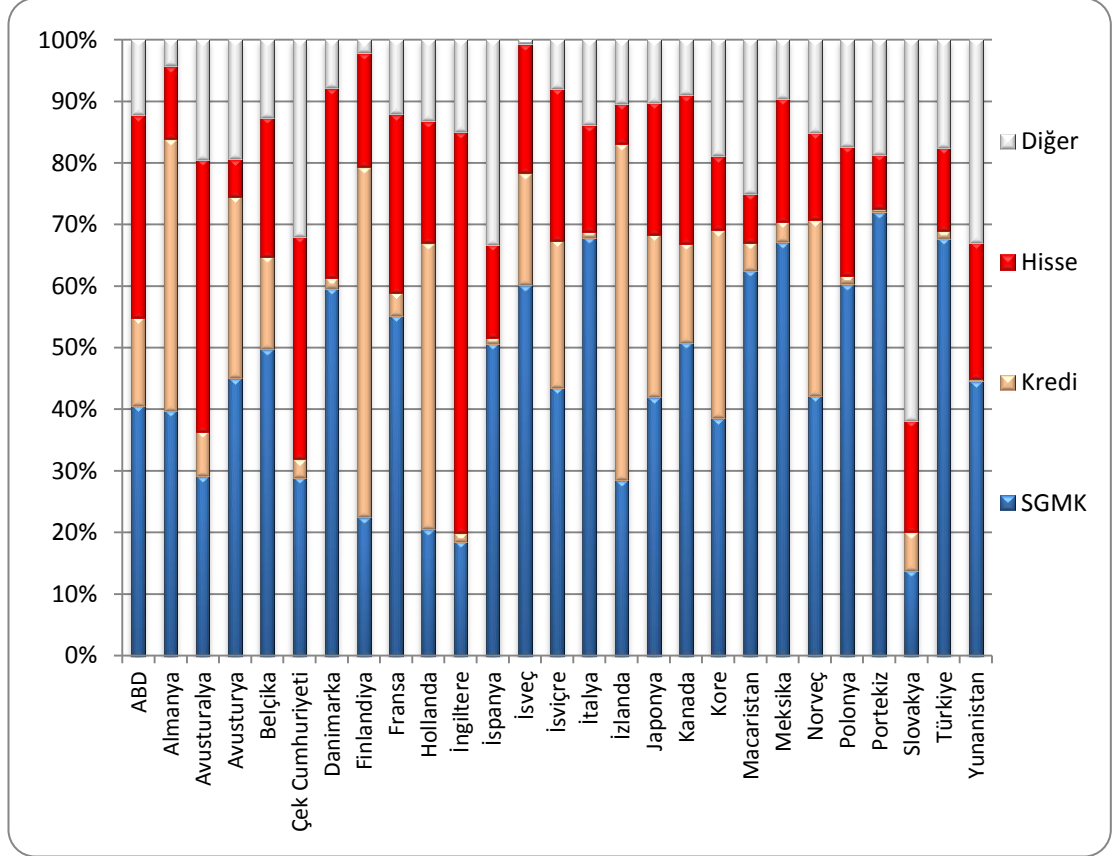
2000 yılında kurumsal yatırımcılara ilişkin ülkelerin finansal varlık büyüklükleri Grafik 2'de görülmektedir. 2000 yılında kurumsal yatırımların büyüklüğünde sırasıyla ABD, Japonya, İngiltere, Almanya ve Fransa yer almaktadır. Bu dönemdeki kurumsal yatırımlarının GSYİH'ya oranı dikkate alındığında ise ilk sıralarda İsviçre, İngiltere, Hollanda, ABD ve Fransa bulunmaktadır. Lüksemburg, kurumsal yatırımların büyüklüğünde 1990 yılında 94 Milyar dolar iken 1995 yılında önemli bir artış göstererek 367 Milyar dolara ulaşmıştır. Türkiye'deki kurumsal yatırım büyüklüğü 2000 yılında artış göstererek 6 Milyar dolara, GSYİH oranı ise %2.3'e yükselmiştir.

2005 yılında da kurumsal yatırımların büyüklüğüne göre ilk sıralarda ABD, Japonya, İngiltere, Fransa ve Almanya yer almıştır. GSYİH oranına bakıldığında sıralama, İrlanda, İsviçre, İngiltere, Hollanda ve ABD olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Türkiye'de kurumsal yatırımların büyüklüğü 20 Milyar dolara yükselirken, GSYİH içindeki oranı ise %6,1'e yükselmiştir.

İncelenen ülkeler dikkate alındığında, 2005 yılındaki ABD'deki kurumsal yatırımların büyüklüğü, diğer ülkelerin toplam büyüklüğünün %91'ne karşılık gelmektedir.

Kurumsal yatırımcıların 1980-2000 yılları arasındaki portföy ağırlıklarının ortalaması Grafik 4'te görülmektedir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların portföylerindeki hisse senetlerinin en yüksek payı İngiltere'de bulunmaktadır. Sabit getirili menkul kıymetlerin en yüksek paya sahip olduğu ülke ise Portekiz olmaktadır. Sabit getirili menkul kıymetlerin oransal büyüklüğü açısından ilk sırada yer alan Portekiz'i, İtalya, Türkiye ve Meksika izlemektedir.

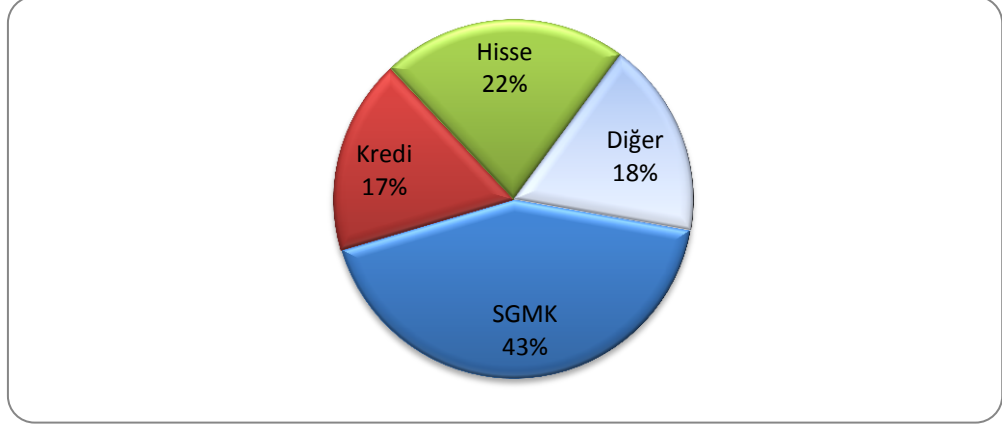
Grafik 4 Kurumsal Yatırımcıların 1980-2000 Yılları Arası Ortalama Portföy Dağılımı



Kaynak: (OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003)

1980-2000 döneminde 27 ülkeye ait kurumsal yatırımcıların portföy dağılımı ortalaması Grafik 5'te görülmektedir. Buna göre en yüksek pay %43 ile sabit getirili menkul kıymetler olurken, hisse senetlerinin almış olduğu pay ise %17 olmaktadır.

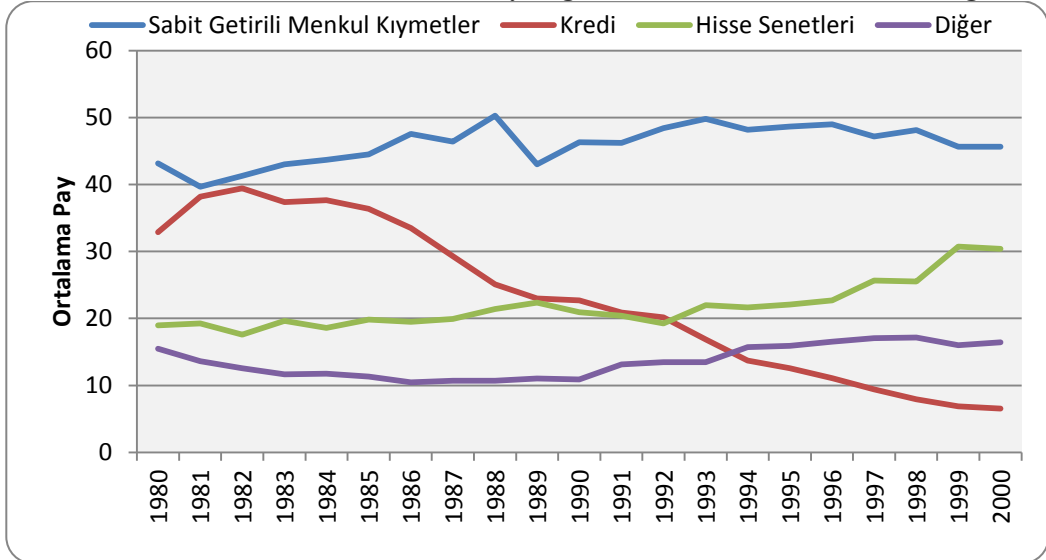
Grafik 5 Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı: 1980-2000 Yılı Ortalamaları



Kaynak: (OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003)

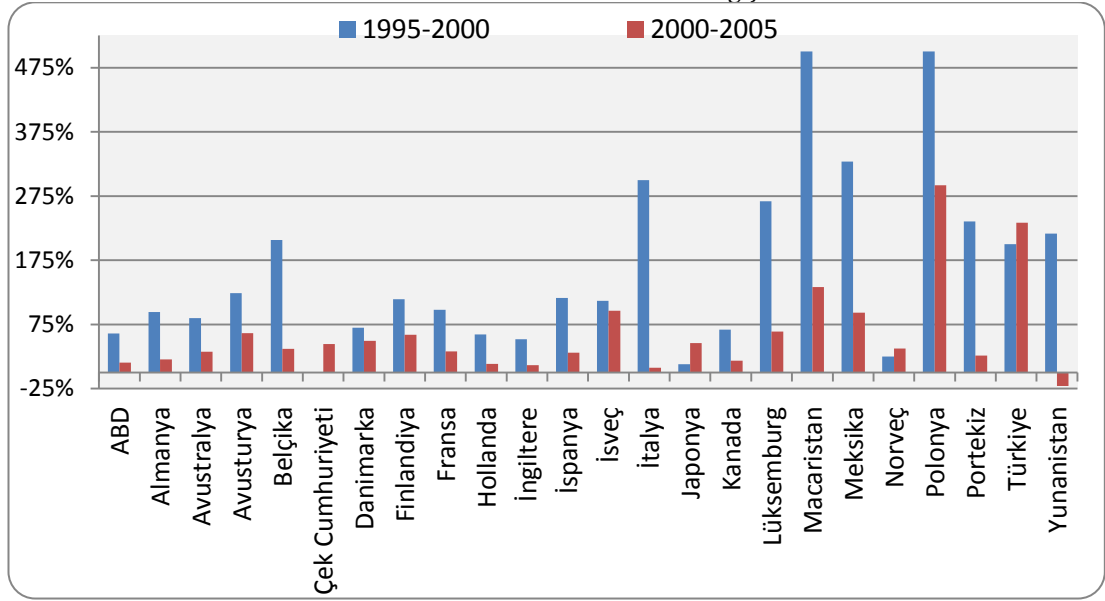
Kurumsal yatırımcıların portföy dağılımındaki ağırlıkların zaman içindeki dağılımına bakıldığında kredilerin giderek düştüğü açık bir şekilde görülmektedir. Aynı dönemde sabit getirili menkul kıymetler aynı seviyelerde bulunurken, hisse senetlerinin ağırlığı artış göstermiştir.

Grafik 6 Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımlarının Zaman Sürecindeki Değişimi



Sermaye piyasalarının gelişmesi doğrultusunda kurumsal yatırımcıların ülkelerdeki varlıklarında da gelişmeler yaşanmış; portföy ağırlıklarında değişimler gerçekleşmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, kırılğanlığın yüksek olması nedeniyle faizlerin yüksek seviyelerde bulunması; giderek azalan getiri oranlarına rağmen bu ülkelerde yüksek getiri olanaklarının sunulması kurumsal yatırımcıların bu ülkelerde sabit getirili menkul kıymetlere yönelmesine yol açmıştır.

Grafik 7 Kurumsal Yatırımcılara Ait Finansal Varlıklarının Değişimi



Kaynak: (Gonnard, Kim, Ynesta, 2008)
(OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003)

Kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarındaki değişimlerin yer aldığı Grafik 7’de, gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Polonya ve Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları, göreceli olarak daha yüksek oranlarda artmıştır. Ancak 1995-2000 arası dönemde en yüksek artışın Polonya ve Macaristan’da görülmesine karşın 2000-2005 döneminde incelenen ülkeler arasında 5 yıllık dönemler itibariyle ortalama %215 artış oranıyla istikrarlı artış gösteren tek ülke Türkiye olmaktadır. Buna karşın 2005 yılında Yunanistan’da bulunan kurumsal yatırımların 2000 yılına göre %21,1 gerilediği dikkat çekmektedir.

İncelenen ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarındaki ve portföy içindeki hisse senetlerindeki değişimlere bakıldığında; 1993, 1997–1999 ve 2003–2006 yılları arasında kurumsal yatırımcıların portföylerinde bulunan hisse senetleri, portföy büyüklüğünün artışından daha yüksek olmuştur. Bu verilerden, özellikle 2003 yılından itibaren kurumsal yatırımcıların portföylerini arttırdığı gibi portföylerindeki hisse senetlerinin ağırlığını da arttırdığı görülmektedir.

Son yıllarda gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını indirmesi, petrol fiyatlarının artmasıyla birlikte oluşan likidite fazlalığı, gelişmekte olan ülkelerdeki kırılğanlıkların azalması gibi unsurlar bu dönemde hisse senedi piyasalarının yatırımcılarca ilgi görmesine ve dolayısıyla hisse senetlerinin değerlerinin artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda kurumsal yatırımcıların da özellikle son yıllarda portföylerindeki hisse senedi paylarında artışlar görülmüştür.

Kurumsal yatırımcılara ait finansal varlıkların, finansal piyasaları gelişmiş ülkelerde doğal olarak daha fazla olduğu gözlenmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğini incelemek için ülkeler bazında hisse senedi piyasa değerinin GSYİH'ya oranı da kullanılabilir. 1995 yılında kurumsal yatırım büyüklüğü sıralamasında ABD, Japonya, İngiltere, Almanya ve Fransa ilk sıralarda yer almakta iken aynı yıl için hisse senedi piyasa değeri/GSYİH oranı dikkate alındığında ise sıralama Lüksemburg, İngiltere, İsviçre ve ABD şeklinde olmaktadır.

2000 yılında hisse senedi piyasa değeri/GSYİH oranına göre ülkeler sıralandığında; İsviçre, Finlandiya, İngiltere, Lüksemburg ve Hollanda yer almaktadır. Aynı yıl kurumsal yatırımcıların finansal varlık büyüklüklerindeki sıralama ise ABD, Japonya, İngiltere, Almanya ve Fransa olarak şekillenmiştir.

2005 yılında ise kurumsal yatırım büyüklüklerinde ABD, Japonya, İngiltere, Fransa ve Almanya ilk sıralarda yer alırken; hisse senedi piyasa değeri/GSYİH oranına göre yapılan sıralamada İsviçre, Belçika, İzlanda, Lüksemburg, ABD, İngiltere ve Kanada ilk sırada yer almaktadır.

Kurumsal yatırım büyüklüklerinin ve hisse senedi piyasa değerinin GSYİH'ya oranı birlikte incelendiğinde; hisse senedi piyasasının GSYİH oranının yüksek olduğu ülkelerde kurumsal yatırım büyüklüğünün GSYİH'ya oranının da göreceli olarak yüksek olduğu Tablo 6'da görülmektedir. Zaman içinde ülkelerin sıralamasında bazı farklılıkların oluştuğu görülmektedir. Bu farklılıkta özellikle ekonomisi küçük olmakla birlikte finans merkezi haline gelmiş ülkeler etkili olmuştur. Ayrıca zaman içinde görülen bu farklılıkta hisse senedi piyasasında ortaya çıkan küresel eğilimlerin etkisi yanında sermaye hareketliliğine serbestlik getiren politikaların da etkili olduğu düşünülmektedir.

Kurumsal yatırım büyüklüğünde olduğu gibi hisse senedi piyasalarında da ABD'nin ağırlığı dikkat çekmektedir. Bu ülkeyi Avrupa bölgesindeki ülkeler ve Japonya izlemektedir. Yaşanan krizler veya yüksek getiri beklentileri hisse senedi piyasalarının değerinde etkili olmuşsa da, özellikle 2000 ve 2004 yıllarında ABD'nin hisse senedi piyasalarındaki ağırlığı açık bir şekilde Grafik 8'de görülmektedir.

Tablo 6 Kurumsal Yatırımlar Fon Varlığı/GSYİH(%) ve Hisse Senedi Piyasası Değeri/GSYİH(%)

	1995		2000		2005		2007	
	KYFV	HSPD	KYFV	HSPD	KYFV	HSPD	KYFV	HSPD
ABD	140.8	81.5	185.1	163.7	191.2	135.0	211.2	143.7
Almanya	56.4	20.9	99.3	71.6	116	43.5	117.3	57.1
Avustralya	82.6	60.7	126.1	100.9	141.5	108.5	.	146.6
Avusturya	43.5	13.2	84.1	16.4	125.3	34.8	128.2	56.1
Belçika	31	33.4	83	79.7	105	149.8	111.1	88.0
Çek Cumh.	16.7	19.5	16.3	20.2	19	28.0	22.4	36.4
Danimarka	83.2	30.5	123.3	66.9	172.6	64.0	181.3	83.1
Finlandiya	50.4	31.6	86.1	268.8	120.9	102.3	132.4	129.6
Fransa	75.9	31.1	130.7	110.7	160.2	84.5	171.4	102.2
Hollanda	146	74.2	189.5	174.0	201.8	108.7	196.9	115.8
İngiltere	162.1	116.0	210.3	192.4	207.4	134.2	.	141.4
İrlanda	.	.	.	78.7	483.4	56.9	555.3	60.8
İspanya	33.5	29.7	59.2	81.0	66.1	85.0	60.5	109.8
İsveç ²	48.6	61.9	87	146.0	150.7	109.8	.	134.4
İsviçre	.	114.3	214.1	303.4	253.6	241.7	.	301.5
İtalya	25.9	17.4	94.3	68.6	97.1	45.3	86.7	50.2
İzlanda	.	8.6	.	54.0	167.9	143.9	198.1	197.8
Japonya	98.7	70.8	106.1	83.6	145.2	93.2	.	105.8
Kanada	94	58.8	128.1	115.6	134.1	119.9	146.4	147.4
Kore	.	36.4	.	56.2	73.9	72.6	91.6	101.5
Lüksemburg ²	37.1	143.3	108.6	173.7	149.6	139.9	.	256.5
Macaristan ¹	3.4	4.5	12.6	29.8	24.5	27.9	32.9	32.6
Meksika ¹	1.3	38.8	4.6	24.2	8.2	26.9	.	42.0
Norveç	42.8	27.5	44.8	38.8	54.8	56.4	61.9	84.1
Polonya ³	1.4	2.7	6.8	17.9	23.6	27.3	.	42.6
Portekiz ¹	18.1	15.4	52.1	56.8	63.1	38.6	65.4	54.0
Slovakya ^{3,4}	.	5.9	0.6	5.6	15.6	9.3	.	8.4
Türkiye	0.8	12.6	2.3	46.2	6.1	35.8	.	34.3
Yunanistan	11.5	13.4	30.1	139.0	19.3	60.3	15.3	66.1

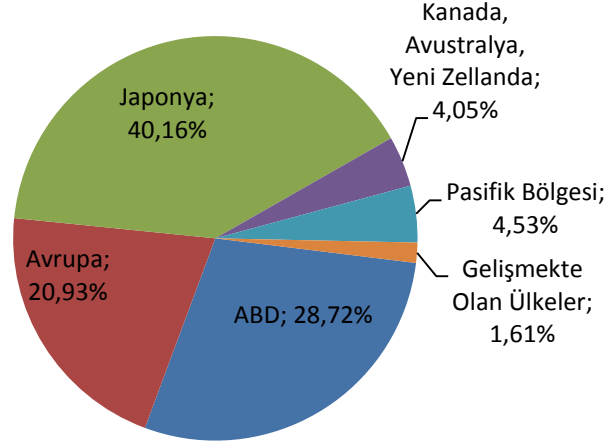
* HSPD: Hisse senedi piyasa değeri KYFV: Kurumsal Yatırımlar Fon Varlığı/GSYİH

1. Yatırım şirketleri hariç, 2. Yalnızca sigorta şirketleri 3. Emeklilik fonları hariç
4. Sigorta ve emeklilik fonları hariç

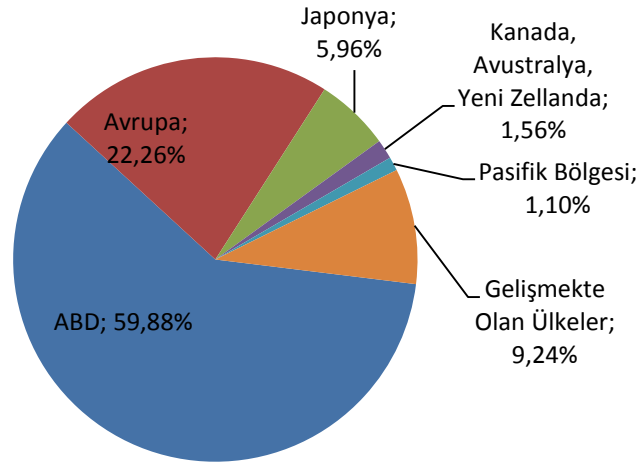
Kaynak: (Gonnard, Kim, Ynesta, 2008) (Thorsten Beck , Asli Demircug-Kunt, Ross Eric Levine, 2007) (OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1, 2003), (Thorsten Beck , Asli Demircug-Kunt, Ross Eric Levine, 2000),

Grafik 8 Küresel Bazda Hisse Senedi Piyasa Değerlerinin Büyüklükleri

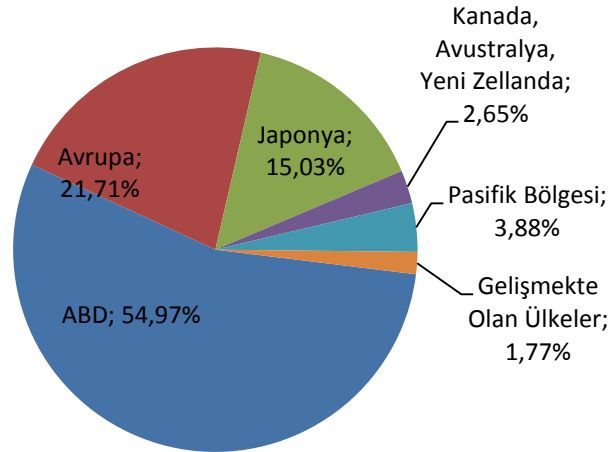
1988



2000



2004



Kaynak: (Saunders, Cornett, 2007, s. 278) ; Emerging Stock Markets Factbook 1998-2001; International Finance Corporation, 2004, www.ifc.org

Finansal sistem içindeki sermaye piyasalarında, bankacılık alanında ve finansal raporlama gibi birçok alanda, küreselleşme ve ülkeler arasında uyumlaştırma sürecinin devam ettiği görülmektedir. Yapılan düzenlemeler ulusal bazda olsa dahi bu gelişmeler, diğer ülkelerle daha iyi etkileşim sağlamayı amaçlamaktadır. Küreselleşmenin etkileri, kurumsal yatırımcıların yatırım yapacağı ülkelerin seçmesinde etkili olmaktadır. “Küresel köy” şeklinde bir bütün haline gelen ve finansal açıdan fiziksel sınırların ortadan kalktığı bu ortamda kurumsal yatırımcılar veya uluslar arası yatırımcılar, beklentilerin ve gerekli düzenlemelerin ilgili ülke tarafından yerine getirilmesinde hızlandırıcı bir role sahiptirler.⁵ Kurumsal yatırımcılar, ülkelerdeki şartlara göre yatırım yaptıkları gibi ülkelerdeki şartların kendileri lehine değiştirilmelerinde etkili olabilmektedirler. Bu süreçte ortaya çıkan yönetim anlayışının yaygınlaşması, kurumsal yatırımcıların olmasını bekledikleri bir unsur olurken, kurumsal yatırımcıların şirket yönetiminde söz sahibi olması ile gelişen bir unsur olmaktadır (Boerner, 2007).

Uluslararası piyasalar dikkate alındığında bütün piyasalar ABD ve Avrupa’dakilerden farklılık göstermekte, ilgili düzenlemeler homojenlik göstermemektedir. Hatta borsaların işleyişlerinde veya yatırımların diğer ülkelere transferinde önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bununla birlikte, fırsatların kolay seçilebilmesi, rekabetin düşük seviyelerde olması ve beklenen getiri oranlarının yüksek olması gibi unsurlar, hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmasında etkilidir (Tabb, 2005).

⁵ Nike, el yapımı futbol topu üretiminde birincil tedarikçisi konumundaki Pakistan’da kurulu şirketle olan ilişkilerini, uygun olmayan üretim şartları, çalışanlara yönelik şiddet uygulandığı ve küçük yaşta çocukların çalıştırıldığı gerekçesiyle 2006 yılında sona erdirmiştir. Daha sonrasında el yapımı futbol topu talebini kısıtlayarak, dış kaynak kullanımını, Nike tarafından yakından kontrol edilen, Çin ve Tayland’da bulunan fabrikalara yönlendirmiştir. Ortaya çıkan bu durum, şirketlerin, çevre ve toplum üzerindeki etkileri açısından küreselleşmenin etkisini göstermektedir.

<http://www.hemscott.com/news/latest-news/item.do?newsId=37230924631294>

Özellikle kurumsal yatırımcıların, bilgi teknolojilerinin gelişiminden yararlanarak yüksek getiri elde edebileceği ülkelere yöneldikleri görülmektedir. Uluslararası finansal risklerin azalması, ülkelerin yapısal sorunlarının giderek azalmasıyla, kurumsal yatırımcıların, gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlarını arttırabileceği beklenmektedir.

Bireysel yatırımcılar, getiri fırsatlarından en iyi şekilde yararlanabilmeyi ve olası riskleri yönetebilmeyi kurumsal yatırımcılardan destek alarak gerçekleştirebilmektedir. Gelecekte de ihtiyaçlara en uygun risk ve getirinin sağlanması, bireysel yatırımcıların ilgisini kurumsal yatırımcılara yönlendirecektir. Bu gelişmeler ise finansal sistem içinde kurumsal yatırımcıların önemini giderek arttıracaktır.

5. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE YATIRIM FONLARI

Birikimlerini değerlendirmek isteyen bireysel yatırımcıların sözleşmeye dayalı olarak başlıca üç alternatifi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, şirketlerin doğrudan ilişkili olduğu tahvil veya hisse senetlerinin kullanılması; ikincisi, birikimlerin mevduat kabul eden banka veya benzeri kuruluşlarda değerlendirilmesi; üçüncüsü ise kurumsal yatırımcı olarak tanımlanan kolektif yatırım araçlarının kullanılmasıdır. Hisse senedi, tahvil ve türev araçların yer aldığı çok geniş bir yelpazede yatırım olanağı sağlayan bu kuruluşlar, içeriğindeki varlıkların tamamının yükümlülüklerini kendi katılım paylarına dönüştürmektedirler. Kolektif yatırım kuruluşlarının çok çeşitli sınıflandırması yapılırsa da bu kuruluşlar açık uçlu ve kapalı uçlu olmak üzere temel iki grupta değerlendirilmektedir (Carmichael, Pomerleano, 2002).

Yapılan diğer bir sınıflandırmada (Okat, 2000) kolektif yatırım kuruluşları, inançlı mülkiyete dayalı kuruluşlar, sözleşmeye dayalı kuruluşlar ve şirket tipi kuruluşlar olarak sınıflandırılmakta; ayrıca bu sınıflandırmadaki kuruluşlar açık uçlu ve kapalı uçlu olmasına göre ayrıca sınıflandırılmaktadır.

OECD'ye göre şirket ve inançlı mülkiyet şeklinde yapılanan kurumsal yatırımcılar, temel olarak sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta kuruluşları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır (Karacabey, 1998).

Kurumsal yatırımcılar içinde önemli bir yere sahip olan yatırım fonları ise diğer kurumsal yatırımcılar gibi bireysel yatırımların birleştirilerek finansal sistem içinde değerlendirilmesini esas almaktadır.

Yatırım fonları, bireysel birikimlerin birleştirilmesi ve yatırım amaçlı olarak finansal araçları kullanarak, pay sahiplerine payları ölçüsünde getiri kazandırmayı hedefleyen finansal kuruluşlardır (Hall, 2000). Yatırım fonları, emanet müessessinden yararlanmak suretiyle kurulan ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü yed-i emin sıfatıyla işleten kuruluşlar olarak ta tanımlanmaktadır (Ertaş, Tuncel, Teker, 1997, s. 11).

Yatırım fonları, bireysel yatırımları bir havuzda toplayarak uzman portföy yönetimi yaklaşımıyla sermaye piyasası araçlarından yararlanmakta, çeşitlendirme sağlayarak bireysel yatırımcılara uygun risk ve getiri imkanı sunmaktadır.

Yatırım fonları çok çeşitli kaynaklardan sağlanarak oluşturulan birikimleri yatırımlarda kullanmaktadır. Bu yatırımlardan elde edilen kazançları da katılımcıları arasında paylaşmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yatırım fonları bir tür kooperatif olarak değerlendirilmektedir (Karacabey, 1998).

Bireysel yatırımcıların yatırım fonlarını tercih etmesi başka bir bakış açısından yatırım için profesyonel yöneticinin çalıştırılması olarak görülebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında yatırımcılar finansal varlıkların alım satımı için zaman harcamamakta; finansal varlıkların alım satımı için gerekli araştırmalar ve işlem kararları bu yöneticiler tarafından yerine getirilmektedir (Sincere, 2003, s. 22). Yatırım fonları yatırımcılara zaman tasarrufu, düşük işlem maliyeti ve uygun finansal varlıkların seçilmesinde önemli kolaylıklar sağlamakla birlikte portföy varlıklarının risklerini dikkate alarak çeşitlendirme imkanı sunmaktadır.

Yatırım fonlarının temel özelliği, küçük yatırımların birleştirilerek çeşitlendirme ve ölçek ekonomisinden yararlanarak, katılımcılarına yatırımlardan sağlanan kazançları dağıtmasıdır.

5.1. YATIRIM FONLARININ İŞLEYİŞİ

Yatırım fonlarının işleyişinde ülkeler arasında bazında farklılıklar görülse de temel işleyişi benzerdir. Yatırım fonlarının işleyişi içinde, tasarruf sahiplerinin dışında yatırım fonu kurucusu, saklama kuruluşu, yönetim kurulu ve portföy yönetim şirketi bulunmaktadır (Hall, 2000).

Yatırım fonu kurucusu, yatırım fonu kurulmasında düzenleyici kuruluşlara ve yatırımcılara karşı sorumlu olan taraftır. Kurucuların yeni bir fon kurma amacı bireysel yatırımcılara yeni alternatifler sunabilmek olduğu gibi kurulan yatırım fonu ile yönetebileceği portföyün gücünü kullanmasıdır. Yatırım fonu kurucularının sermaye piyasalarında faaliyet gösteren finansal kuruluşlar olduğu görülmektedir.

Yönetim kurulu, fon yöneticilerinin yatırım işlemlerinden olduğu kadar portföyün günlük gözetiminden de sorumlu olmaktadır. Yönetim kurulu, tasarruf

sahiplerinin çıkarlarını korumak için gerekli gözetimin yapılmasından ve portföyün yatırım stratejilerinin belirlenmesinde etkili olan danışmanlardan da sorumludur. Yönetim kurulu aynı zamanda danışman önerilerinin temel stratejileri ile aynı doğrultuda olması ve portföyde istenmeyen yoğunlaşmalarının önlenmesi için gerekli izleme faaliyetlerinden de sorumludur. Genellikle yönetim kurulu başkanı fon kurucusu şirketin genel müdürü olmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri açıkladıkları raporlarda belirtilen miktarlarda ücret almaktadırlar. Yönetim kurulu üyelerinin ücretlerine ilişkin sınırlamalarda ülkeler arasında farklılıklar da görülebilmektedir (Hall, 2000). Yatırım fonu yönetimi, kurucu tarafından belirlenen ve fonun amaçlarına uygun yönetilmesinden sorumlu olan kişileri ifade etmektedir. Kurucu dışında ayrıca yönetim için ayrı kişilerin belirlenmesi bireysel tasarruf sahiplerinin çıkarlarının korunması amacıyla yapılmaktadır.

2005 yılında yapılan bir çalışmaya göre yatırım fonu yönetimlerinde bir kişi yerine birden çok kişiden oluşan takımlarca yönetilme eğilimi giderek artmaktadır (Bär, Kempf, Ruenzi, 2005). Kurucuya ait birden fazla yatırım fonunun bulunması durumunda her bir yatırım fonunun yönetiminden sorumlu kişiler belirlendiği gibi bir şemsiye altında toplanan bu yatırım fonlarının birbirleri arasında da risk-getiri yaklaşımı içerisinde yönetilmesi amacıyla portföy yönetimi şirketi de kullanabilmektedir (Hall, 2000).

Yatırım fonu bünyesindeki yatırım danışmanı fon kurucusuna veya portföy yönetimine doğrudan bağlı bir kişi olması yerine, genellikle fon kurucusunun iştiraki şeklinde kurulmuş olan yatırım danışmanlık şirketi olmaktadır. Söz konusu bu şirket birden fazla yatırım fonu portföyü için değerlendirme yaptığından, yatırım fonlarının kuruluşunda belirlenen esaslar doğrultusunda ilgili finansal varlıkların alım veya

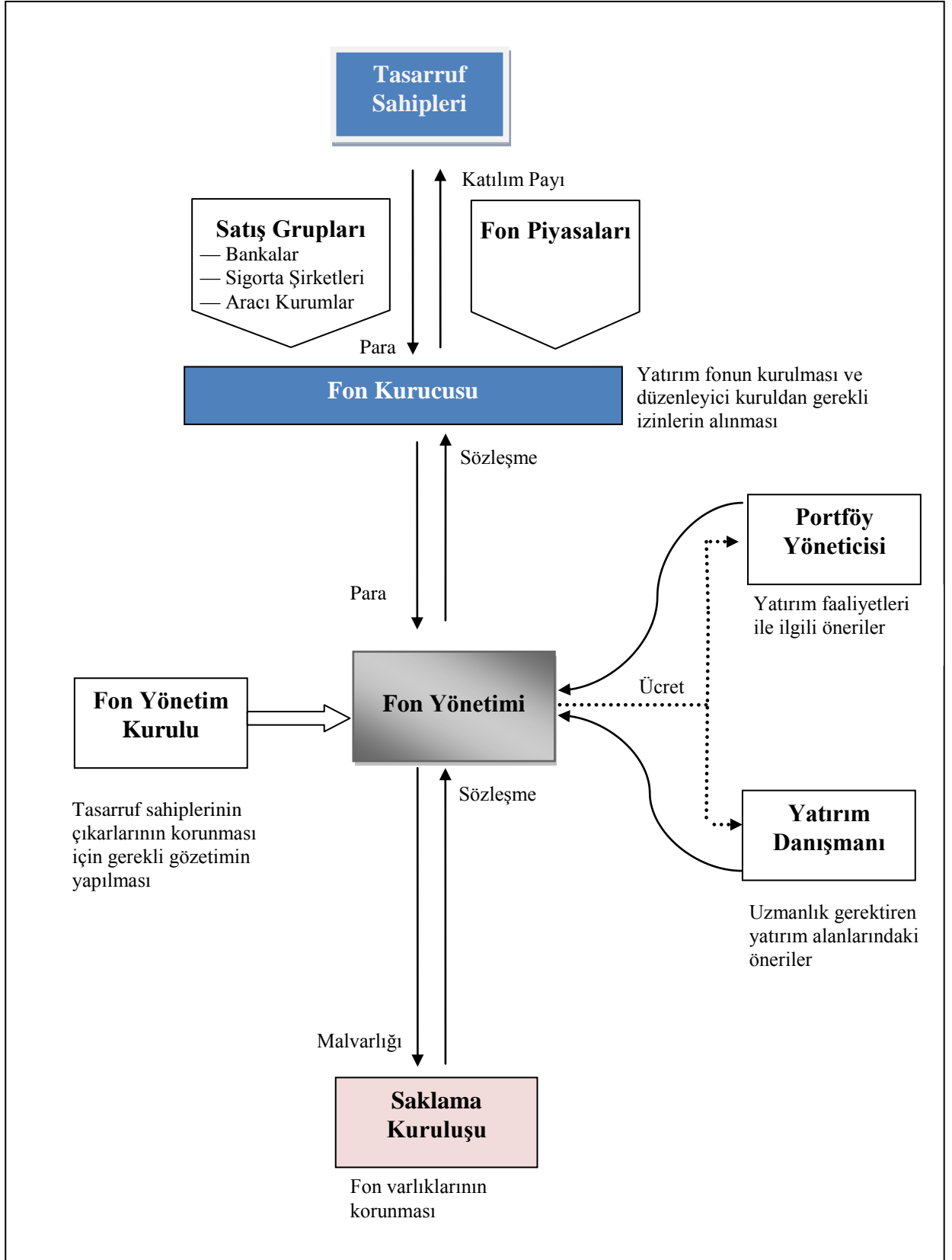
satım yönünde önerilerde bulunmaktadır. Yatırım danışmanlığı fon bünyesinde bulunan bir kişi veya birden fazla kişiden oluşan takım şeklinde de oluşabilmektedir.

Saklama kuruluşu, fon portföyündeki varlıkların saklanması ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve kar payı gelirlerinin tahsil edilmesini sağlamaktadır. Tasarruf sahiplerinin katılma payları ile sahip oldukları fon varlıklarının saklanmasından sorumlu olmaktadır. Yatırım fonlarının halka arzı uzman kuruluşlarca yapılabilmektedir. Kurulan fonun tanıtımı ve yatırımcılara sunulması bu kuruluş tarafından gerçekleştirilmektedir. Fonun kurucusu çoğu zaman bu görevi kendisi yapmaktadır. Yatırım fonunun kurulmasından sonra halka arz işlemleri, banka, aracı kuruluşlarından oluşan satış grupları veya Türkiye’de belirgin uygulaması bulunmayan fon piyasalarında gerçekleştirilmektedir.

5.2. YATIRIM FONUNUN SAĞLADIĞI FAYDALAR

Yatırım fonlarının sağladığı faydalar, kolektif yatırım olanağı tanınması ve tasarruf sahipleri ile ülke ekonomisi açısından değerlendirilen ekonomik fonksiyonu itibariyle incelenmektedir (Destanoğlu, 2004). Küçük tasarruf sahiplerinin kolektif yatırım olanağı ile uygun yatırım araçlarının seçilmesi kolaylaşmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yatırım fonları diğer kolektif yatırım kuruluşları ile benzer faydalara sahiptir. Yatırım fonlarının ekonomik fonksiyonu ülke ekonomisi açısından değerlendirildiğinde tasarruf sahiplerinin piyasalardaki yatırım fırsatlarından ve yatırımın zamanlamasından kolay yararlanmasını sağlayarak tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarından uzaklaşmasına engel olmaktadır.

Şekil 2 Yatırım Fonlarının İşleyişi



Kaynak: (Hall, 2000, s. 5,14), (Okat, 2000) , (ICI, A Guide to Understanding Mutual Funds, 2006) , (ICI, 2007)

Sermaye piyasaların gelişmesine de katkı sağlayan yatırım fonları, tasarruf sahiplerinin ülke ekonomisine katılımını sağlarken piyasaları düzenleyici fonksiyona da sahiptir.

Yatırım fonlarının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinde etkili olan unsurlar şu şekilde sıralanmaktadır (Karacabey, 1998):

- 1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanılması;** Yönetilen fonun büyüklüğünün artması ile birim başına düşen portföy yönetimi için gerekli maliyetler düşmektedir. Ölçek ekonomisi ile birim başına portföy yönetimi ve işlem maliyetlerinde azalmanın yanı sıra araştırma maliyetlerinde de önemli tasarruflar sağlanabilmektedir. 1998 verilerinin kullanıldığı bir çalışmada (Rea, Reid, & Millar, 1999) büyük fonların faaliyet giderleri oranları küçük fonlardan daha küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmada yatırım fonlarındaki varlık büyüme hızları doğrultusunda yatırım fonlarına servis sağlayıcı kuruluşların anlaşmalarında belirtilen maliyetlerde düşme görülmüştür. Ortaya çıkan bu maliyet düşüşü sabit maliyetlerin azalmasının dışında verimlilik ve ölçek ekonomisinden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.
- 2. Profesyonel Yönetim;** Yatırım fonlarının yürütülmesi alanında uzman kişiler aracılığıyla gerçekleştirildiğin tasarruf sahiplerine payları oranındaki bir maliyet ile portföy yöneticiliği hizmeti sunulmaktadır. Yönetilen portföylerin bileşimi, varlıkların portföye alınmasının ve portföyden çıkartılmasının zamanlaması profesyonel yöneticilerce sağlanmaktadır.

3. **Çeşitlendirme ve Riskin Dağıtılması;** Tasarruf sahiplerinin tek bir varlığa yatırım yaparak ortaya çıkacak risk yatırım fonunun çeşitlendirmesiyle azalabilecektir. Yatırım fonları, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara ve farklı sektörlere yatırım yapabileceğinden yatırımcılar çeşitlendirmenin sağlayacağı avantajdan yararlanabilmektedir (ICI, 2006).
4. **Çeşitlilik;** Tasarruf sahipleri farklı beklentilere göre hazırlanmış⁶ çok sayıda yatırım fonu arasından kendisine uygun fonu seçebilme imkanına sahiptir.
5. **Likidite;** Yatırımın paraya çevirebilme yeteneği likidite olmaktadır. Yatırım fonları (açık uçlu yatırım fonlarında) yatırımcılarının katılım paylarını geri almakta ve kolay şekilde likidite imkanı sağlamaktadır.
6. **Rahatlık;** Katılma payları ile yatırım fonuna katılan yatırımcılar portföy içindeki her bir varlıkla ilgili araştırma yapmaksızın beklentilerine uygun yatırım fonunu seçebilmektedir. Aynı zamanda yatırımcılar, finansal varlıklardan elde edilen gelirlerden dolayı – ülkeler arasında farklılıklar bulunmakla birlikte- vergi işlemleri ile uğraşmamaktadırlar.
7. **Yatırımcıların Korunması;** Yatırım fonlarının portföyün korunmasına yönelik olarak iç kontrol mekanizmaları uyguladıkları gibi faaliyetleri sermaye piyasaları düzenleyici kuruluşlarınca da kontrol edilmektedir (ICI, 2006).

⁶ Yatırım fonları, sektöre göre, finansal varlıkların risk ve getiri özelliklerine göre farklı amaçlarla oluşturulduğu gibi; sosyal sorumluluk gereğince toplum için zararlı ürünler üreten veya çocuk işçi çalıştıran şirketlerin hisselerini veya bonolarını portföyelerine almadıkları *etik yatırım fonları* da oluşturulmaktadır. *Etik yatırım fonları* ulusal ve uluslararası olduğu gibi sektör ağırlıklı da kurulabilmektedir. 2007 itibarıyla İngiltere’de 52 adet *etik yatırım fonu* bulunmaktadır (IMA, 2007) (Investors: IMA, 2007). Hatta etik yatırım fonlarının yanı sıra sosyal sorumluluk yatırımlarıyla ilgili araştırmalar yapan araştırma kuruluşları da bulunmaktadır (EIRIS, 2007).

8. Uluslararası Finansal Piyasalara Erişim; Son yıllarda gelişmeler yaşansa da bireysel yatırımcıların uluslararası piyasalardaki varlıklardan yararlanabilmesi oldukça zordur. Bireysel yatırımcı olarak uluslararası finansal piyasalara erişim yatırım fonları aracılığıyla rahatlıkla ve daha az maliyetle sağlanabilmektedir (Turner, 2004, s. 13).

Yatırım fonları yatırımcılara faydalar sağlamakla birlikte yatırımcılar açısından farklı olumsuzlukları da içermektedir (Turner, 2004, s. 14).

- *Maliyetler;* Yatırım fonlarında, yöneticilerin ücretleri, denetim maliyetleri ve yönetim giderleri gibi farklı maliyetlerle karşılaşmaktadır. Yatırımcılar yatırım fonlarının performansları incelerken toplam harcama oranlarına göre yatırım yapabilmektedir.
- *Yatırım yapılan varlıkların kontrolden yoksunluğu;* Yatırımcılar portföydeki varlıkların yöneticilerce kontrol edilmesini ve iyi yönetilmesini sağlarken kontrol yoksunluktan kaynaklanan bilgi akışından da mahrum kalmaktadır.
- *Garantinin bulunmaması;* Yatırım fonunun performansına ilişkin kesinliğin bulunmamaktadır. Sabit getirili varlıklara yatırım yapan yatırım fonlarında sınırlı bir performans belirlenebilse de riskli varlıkları içeren yatırım fonlarında performans getirisinin kesinliği bulunmamaktadır.
- *Yatırımların Korumadan Yoksunluğu;* Yatırım fonu yatırımcılarının mevduat garantisinde olduğu gibi mevduat sigortasından yararlanma imkanı bulunmamaktadır.

5.3. YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Yatırım fonlarının sınıflandırılmasında farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu sınıflamaların başında, pay sayısının değişebilirliğine ilişkin sınıflama; portföyün niteliğine ilişkin sınıflama ve yatırım hedeflerine göre sınıflama yapılabilmektedir. Bu sınıflamaların dışında kar dağıtımına göre de sınıflama yapabilmek mümkündür (Karacabey, 1998).

5.3.1. Pay Sayısının Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Yatırım fonlarının başlangıçta oluşturulan paylarının zaman içinde veya işlemler neticesinde değişip değişmemesine göre yapılan sınıflamadır.

5.3.1.1. Açık Uçlu Yatırım Fonu

Pay sayısı yatırımcılardan gelecek talep doğrultusunda değişebilen yatırım fonlarıdır. Bu tür yatırım fonlarında katılım paylarının doğrudan başka yatırımcılarla değişiminin sağlayan ikincil piyasa bulunmamaktadır. Katılım paylarının değişimi doğrudan fon yönetimi ile gerçekleşmektedir (Karacabey, 1998). Böylece bu yatırım fonlarının likiditesi fon yönetimi tarafından sağlanmakta; yatırımcılar istediği zaman katılım paylarını paraya çevirebilmektedirler. Açık uçlu yatırım fonları sabit sayıda paya sahip olarak yatırımcılara sunulmadığı gibi bu tür yatırım fonlarının ikincil piyasası da bulunmamaktadır (Fein, 2000).

Açık uçlu yatırım fonlarının yönetimi, beklenmeyen nakit girişi veya nakit çıkışına göre stratejisini belirlemesi gerekmektedir. Bunu sağlayabilmek için portföyün belirli kısmı nakit ve benzeri finansal varlıklarda bulunmaktadır. Söz konusu bu ihtiyatlılık için belirlenen asgari oranlar farklılık gösterebilmektedir.

Açık uçlu yatırım fonlarında her gün belirlenen net varlık değeri ile yatırımcılara payların geri alınma garantisi sağlanmakta, likidite imkanı sunulmaktadır. Açık uçlu yatırım fonlarını kapalı uçlu yatırım fonlarından ayıran başlıca unsur da likidite imkanını sağlayan bu özelliktir (Anson, 2003, s. 373).

Açık uçlu yatırım fonlarının likiditesini sağlamak üzere belirlenen net varlık değeri geriye dönük fiyatlandırma ve ileriye dönük fiyatlandırma olmak üzere iki farklı şekilde belirlenmektedir (Karacabey, 1998). Geriye dönük fiyatlandırmada bir önceki gün sonunda portföydeki varlıkların değerinin hesaplanması ile belirlenen fiyat geçerlidir. İleriye dönük fiyatlandırmada ise işlem için emir verildikten sonraki portföy varlıklarının değerlerinden hesaplanacak ilk fiyat geçerlidir. Geriye dönük fiyatlandırmada portföydeki varlıkların fiyatları gün içerisinde düşmesine rağmen önceki fiyatın uygulanması yatırım fonu yönetimi açısından olumsuz olmakta iken portföydeki varlıkların fiyatlarının yükseldiği dönemlerde yatırım fonu yönetimi yatırımcılarındaki payları almayı arzu etme eğilimindedir (Kirsch, 2005). Geriye dönük fiyatlandırma uygulaması likit varlıkların ağırlıkta olduğu yatırım fonlarında uygulanmakta iken ileriye dönük fiyatlandırma hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarında uygulanmaktadır.

5.3.1.2. Kapalı Uçlu Yatırım Fonu

Kapalı uçlu yatırım fonları belirli bir sermaye ve belirli sayıda pay ile kurulduktan sonra yatırımcılara sunulmakta ve ikincil piyasada işlem görmektedir. Açık uçlu yatırım fonlarındaki likidite sağlama mekanizmasının yerini piyasa almaktadır. Piyasada oluşan değişimler bu yapıdaki yatırım fonuna da yansımaktadır.

Piyasada oluşan eğilimler fiyatlara yansıdığı halde portföy varlıklarının net varlık değerinden çok farklı fiyatlar oluşabilmekte, büyük dalgalanmalar görülmektedir (Karacabey, 1998). Yapılan çalışmalarda kapalı uçlu yatırım fonlarının fiyatları ilk işlem gördüğü dönemlerde net varlık değerinin üzerinde gerçekleşmekteyken daha sonraki dönemlerde net varlık değerinin altında işlem görmektedir. Finansal piyasalardaki popüler anomaliler arasında yer alan bu durum “Tek Fiyat Yasası”nın ihlali olarak belirtilmektedir (Bailey, 2005).

Kapalı uçlu yatırım fonlarının fiyatlarının net varlık değerlerinden düşük olması durumu, portföylerinde taşıdıkları varlıkların riskleri yanı sıra ikincil piyasada işlem görmelerinden ortaya çıkan kendi riskinin de bulunmasından kaynaklanabilmektedir. Birçok piyasada fiyatların net varlık değerinden düşük olduğu görülse de net varlık değerinin oldukça üzerinde fiyattan işlem gören kapalı uçlu yatırım fonları da olmaktadır. Bu yatırım fonlarının fiyatlarında, arz ve talep, portföy değeri, gelecekle ilgili beklentiler ve fon yönetiminin performansı belirleyici olmaktadır.

Kapalı uçlu yatırım fonları farklı şekillerde işlem görebilmektedir. Ülkemizde yatırım ortaklığı olarak düzenlenen bu fonlar açık uçlu yatırım fonlarından sadece hukuki açıdan farklılık göstermemekle birlikte fiyat hesaplaması, alım satım işlemleri gibi bazı özellikler bakımından da farklılık göstermektedir.

5.3.2. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları

Bu sınıflama yatırım fonlarının portföylerinde bulundurdukları finansal ürünlere göre yapılmaktadır.

5.3.2.1. Hisse Senedi Fonları

Yatırım fonlarının önemli kısmı hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları bu grupta yer almaktadır. Bu yatırım fonları yatırımcılarına portföylerindeki hisse senetlerin değer artışından kaynaklanan ve bu hisselerin kar paylarından kaynaklanan kazançları sunmaktadırlar. Yatırım fonları da bu doğrultuda hisse senedi seçmekte ve buna göre de farklı sınıflandırma yapılabilmektedir (Hall, 2000, s. 35-41).

- Büyük şirket hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu (Blue Chip Stocks); Büyük ve başarılı şirketlerin hisse senetleri portföye alınmaktadır.
- Kurulu-Büyüyen hisse senedi yatırım fonu; Büyük şirketler olduğu kadar gelişen şirketlerin hisse senetleri değerlendirilmektedir. Büyük şirket hisselerinden farkı, fiyatların daha fazla oynaklık göstermesidir.
- Yüksek getirili hisse senedi yatırım fonu; Yatırımcılarına yüksek kar payı veren şirketlerin hisse senetleri değerlendirilmektedir. Bu hisse senetleri “al ve tut” stratejisine sahip yatırımcılarca değerlendirildiğinden düşük oynaklığa sahiptirler.
- Gelişmekte olan-büyüyen hisse senedi yatırım fonu; Büyüme potansiyelleri yeni fark edilmekte olan ve büyümesi durumunda yüksek getiri beklentisi bulunan hisse senetleri değerlendirilmektedir.
- Korunmacı hisse senedi yatırım fonu; Ekonomide yaşanabilecek olumsuz gelişmelerde zararı çok sınırlı olabilecek hisse senetleri değerlendirilmektedir.

- Piyasa değeri büyüklüğüne göre yatırım fonu; Piyasa değerinin büyüklüğüne göre sınıflandırılabilir (küçük-orta-büyük) hisse senetleri değerlendirilmektedir.

5.3.2.2. Tahvil Fonları

Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yaptıklarından dolayı gelir fonları olarak ta adlandırılmaktadırlar (Karacabey, 1998). Bu fonlar hisse senedi fonlarına göre farklılık göstermektedir. Tahvil fonlarının yatırım araçları devlet tahvilleri olduğu gibi şirket tahvilleri de olabilmektedir. Bu fonlar kapsamındaki tahvillerin derecelendirmesi dikkate alınarak ilgili menkul kıymetler belirlenmektedir. Uluslararası alanda tahvillerden sağlanan gelir ile ilgili vergilendirme farklılık gösterebilmekte, vergilendirme durumuna göre farklılaştırılmış tahvil fonları bulunmaktadır (Hall, 2000, s. 52). Başlıca çeşitleri; şirket tahvilleri fonu, devlet tahvilleri fonu, uluslararası tahvil fonu, çok sektörlü tahvil fonu ve dünya tahvil fonudur. Bu çeşitler ayrıca risk derecesi, vade ve vergi durumuna göre yeniden yapılandırılabilir.

5.3.2.3. Melez Fonlar

Portföylerinde hem hisse senedi hem de tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetleri barındıran fonlardır. Bu tür fonlar hisse senedine çevrilebilir tahvilleri veya imtiyazlı hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Melez fonlar hisse senedi fonlarından daha az riske sahip iken tahvil fonlarından da yüksek getiriye sahip olmaktadır. Bu fonların risk derecesi, fonun içindeki tahvil ve hisse senedi karışımlarına bağlı olmaktadır. Bu grup altındaki fonlar varlık dağılım fonu, dengeli fon ve dönüştürülebilir menkul kıymet fonu olmak üzere alt başlıklarda

değerlendirilmektedir. Varlık dağılım fonunda varlıkların dağılımı sabit veya piyasadaki gelişmelere göre esnek yapıda farklılaştırılabilmektedir. Dengeli fon ise fonun kuruluşundan itibaren fon dağılımını bildirdiği oranda devam ettirmektedir.

5.3.2.4. Endeks Fonları

Sermaye piyasaları çerçevesinde menkul kıymet borsalarındaki endekslerin veya yatırım piyasalarının bir bölümüne ilişkin göstergenin esas alındığı fonlardır. Bu fonlara gösterge fonu veya yönetilmeyen fon da denilmektedir. Esas alınan göstergenin kapsadığı varlıklara yatırım yapılması veya seçilen göstergenin yapısını yansıtması gerekmektedir. Bu fonların kurulmasında yatırımcılara konu olan endeksin değişimi ile çok büyük oranda benzerlik göstereceği belirtilmekte, yatırımcılar da buna uygun olarak yatırım yapmaktadırlar.

5.3.3. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Bu kapsamda değerlendirilen yatırım fonları, yatırım hedefleri doğrultusunda uygun varlıkların portföylerine dahil edilmesine göre sınıflandırılmaktadır. Buna göre yatırım fonlarının temel amaçları gelir elde etmek, sermaye kazancı elde etmek, gelir ve sermaye kazancı elde etmek şeklinde gruplandırılmaktadır (Karacabey, 1998). Belirlenen hedeflere uygun risk, elde tutma süresi gibi unsurlar dikkate alınarak farklı fonlar oluşturulmaktadır.

Büyüme fonları, hızlı büyüme fonları, gelir fonları, karma gelir fonları, esnek yatırım fonları, denge fonları, uluslararası fonlar gibi farklı isimlerde yatırım fonları bu kapsamda değerlendirilmektedir. Bu sınıflandırmaların dışında yatırım fonlarının belirli aralıklarla kar dağıtımını yapmasına göre de gruplandırma yapılabilmektedir.

Yatırım fonlarından oluşan yatırım fonları sepeti diğer bir yatırım fonu türüdür. Bu yatırım fonları yüksek performans gösteren yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. Bu yatırım fonları aktif olarak yönetildiği gibi başlangıçta belirlenen portföy yapısını koruyan strateji de izleyebilmektedir. Farklı yatırım fonlarından oluşan yeni bir yatırım fonu, varlıklar arasında farklılaşma sağladığı gibi endüstriler arası, ülkeler arası ve farklı portföy yapıları arasında da farklılaşma sağlamaktadır. Buna karşılık yatırım yapılan fon bünyesinde de fonların bulunması dolayısıyla yatırımcılar yüksek ücretlerle karşı karşıya kalabilmektedir. Bu olumsuz etkiyi azaltabilmek için fon yönetimi, yatırım fonuna dahil edilecek yatırım fonlarını kendi kuruluşları bünyesinde bulunan fon ailelerindeki yatırım fonlarını tercih etmektedir.

5.4. YATIRIM FONLARININ KÜRESEL BOYUTU

Finansal gelişmelerle birlikte, kurumsal yatırımcılar kapsamında önemli bir yere sahip olan yatırım fonlarının varlık büyüklükleri ülkelere göre farklılık göstermektedir. Bu farklılık üzerinde ülkelerin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile birlikte yatırım fonlarına uygulanan vergi düzenlemeleri, yabancı yatırım ortamının iyileştirmesine yönelik düzenlemelerin alt yapı ve kurumsal yatırımlara sağlanan avantajlar etkilidir.

2008 yılsonu itibariyle toplam 69.032 yatırım fonu bulunurken, bu yatırım fonlarının toplam varlıkları yaklaşık 19 Trilyon \$ civarında bulunmaktadır. 2008 yılsonu itibariyle ülkelere göre yatırım fonu sayılarına bakıldığında, Kore'nin 9.384, Lüksemburg'un 9.351, Fransa'nın 8.301 ve ABD'nin 8.022 yatırım fonuna sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 7 Ülkelere Göre Yatırım Fonu Sayıları

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dünya	53.371	53.996	54.569	55.524	56.868	61.854	66.345	69.032
AMERİKA	13.449	13.884	13.921	14.064	13.764	14.474	15.457	16.459
Arjantin	219	211	186	186	200	223	241	253
Brezilya	2.452	2.755	2.805	2.859	2.685	2.907	3.381	4.169
Kanada	1.831	1.956	1.887	1.915	1.695	1.764	2.038	2.015
Şili	177	226	414	537	683	926	1.260	1.484
Kostarika	115	128	129	115	110	100	93	85
Meksika	350	364	374	411	416	437	420	431
ABD	8.305	8.244	8.126	8.041	7.975	8.117	8.024	8.022
AVRUPA	27.343	28.858	28.541	29.306	30.060	33.151	35.210	36.780
Avusturya	769	808	833	840	881	948	1.070	1.065
Belçika	1.041	1.141	1.224	1.281	1.391	1.549	1.655	1.828
Çek Cumhuriyeti	65	76	58	53	51	52	66	76
Danimarka	451	485	400	423	471	494	500	489
Finlandiya	275	312	249	280	333	376	379	389
Fransa	7.603	7.773	7.902	7.908	7.758	8.092	8.243	8.301
Almanya	1.077	1.092	1.050	1.041	1.076	1.199	1.462	1.675
Yunanistan	269	260	265	262	247	247	230	239
Macaristan	89	90	96	97	91	161	212	270
İrlanda	1.640	1.905	1.978	2.088	2.127	2.531	2.898	3.097
İtalya	1.059	1.073	1.012	1.142	1.035	989	924	742
Lihtenştayn	N/A	111	137	171	200	233	391	335
Lüksemburg	6.619	6.874	6.578	6.855	7.222	7.919	8.782	9.351
Hollanda	522	566	593	542	515	473	450	458
Norveç	400	419	375	406	419	524	511	530
Polonya	94	107	112	130	150	157	188	210
Portekiz	202	170	160	163	169	175	180	184
Romanya	24	20	20	19	23	32	41	52
Rusya	51	57	132	210	257	358	533	528
Slovakya	N/A	N/A	37	40	43	43	54	56
İspanya	2.524	2.466	2.471	2.559	2.672	3.235	2.940	2.944
İsveç	507	512	485	461	464	474	477	508
İsviçre	313	512	441	385	510	609	567	572
Türkiye*	N/A	242	241	240	275	282	294	304
İngiltere	1.749	1.787	1.692	1.710	1.680	1.903	2.057	2.371
ASYA-PASİFİK	12.153	10.794	11.641	11.617	12.427	13.479	14.847	14.909
Avustralya	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Çin	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	341	429
Hong Kong	952	942	963	1.013	1.009	1.099	1.162	N/A
Hindistan	297	312	350	394	445	468	555	551
Japonya	2.867	2.718	2.617	2.552	2.640	2.753	2.997	3.333
Kore	7.117	5.873	6.726	6.636	7.279	8.030	8.609	9.384
Yeni Zelanda	588	577	563	553	563	613	623	643
Pakistan	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31	64	83
Filipinler	20	21	21	24	32	38	40	43
Tayvan	312	351	401	445	459	447	456	443
AFRİKA	426	460	466	537	617	750	831	884
Güney Afrika	426	460	466	537	617	750	831	884

Kaynak: (ICI, 2007, s. 141) (ICI, 2008, s. 158)

* SPK verilerinde göre yatırım fonu sayısı (sınıflandırma farkından dolayı) farklılık göstermektedir.

Tablo 8 Ülkelere Göre Yatırım Fonlarının Net Varlık Toplamları (Milyon \$)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dünya	11.654.866	11.324.128	14.048.311	16.164.793	17.771.027	21.764.912	26.199.448	18.974.521
AMERİKA	7.433.106	6.776.289	7.969.541	8.792.450	9.763.921	11.486.171	13.442.653	10.579.430
Arjantin	3.751	1.021	1.916	2.355	3.626	6.153	6.789	3.867
Brezilya	148.189	96.729	171.596	220.586	302.927	418.771	615.365	479.521
Kanada	267.863	248.979	338.369	413.772	490.518	566.298	698.397	416.031
Şili	509	6.705	8.552	12.588	13.969	17.700	24.444	17.587
Kostarika	1.577	1.738	2.754	1.053	804	1.018	1.203	1.098
Meksika	31.723	30.759	31.953	35.157	47.253	62.614	75.428	60.435
ABD	6.974.913	6.390.358	7.414.401	8.106.939	8.904.824	10.413.617	12.021.027	9.601.090
AVRUPA	3.167.965	3.463.000	4.682.836	5.640.450	6.002.261	7.744.204	8.983.244	6.288.138
Avusturya	55.211	66.877	87.982	103.709	109.002	128.236	138.709	93.269
Belçika	68.661	74.983	98.724	118.373	115.314	137.291	149.842	105.057
Çek Cumhuriyeti	1.778	3.297	4.083	486	5.331	6.842	7.595	5.260
Danimarka	33.831	40.153	49.533	64.799	75.199	95.620	105.225	65.182
Finlandiya	12.933	16.516	25.601	37.658	45.415	67.804	81.136	48.750
Fransa	713.378	845.147	1.148.446	1.370.954	1.362.671	1.769.258	1.989.690	1.591.082
Almanya	213.662	209.168	276.319	295.997	296.787	340.325	372.072	237.986
Yunanistan	23.888	26.621	38.394	43.106	32.011	27.604	29.807	12.189
Macaristan	226	3.992	3.936	4.966	6.068	7.141	12.577	9.188
İrlanda	191.840	250.116	360.425	467.620	546.242	767.520	951.371	720.486
İtalya	359.879	378.259	478.734	511.733	450.514	452.798	419.687	263.588
Lihtenştayn	N/A	3.847	8.936	12.543	13.970	17.315	25.103	16.781
Lüksemburg	758.72	803.869	1.104.112	1.396.131	1.635.785	2.188.278	2.685.065	1.860.763
Hollanda	79.165	84.211	93.573	102.134	94.357	108.560	113.921	84.568
Norveç	14.752	15.471	21.994	29.907	40.122	54.065	74.709	41.157
Polonya	2.970	5.468	8.576	12.014	17.652	28.957	45.542	17.782
Portekiz	16.618	19.969	26.985	30.514	28.801	31.214	29.732	14.180
Romanya	10	27	29	72	109	247	390	326
Rusya	297	372	851	1.347	2.417	5.659	7.175	2.026
Slovakya	N/A	N/A	1.061	2.168	3.035	3.171	4.762	3.841
İspanya	159.899	179.133	255.344	317.538	316.864	367.918	396.534	270.983
İsveç	65.538	57.992	87.746	107.064	119.059	176.900	194.955	113.331
İsviçre	75.973	82.622	90.772	94.407	116.669	159.515	176.282	165.709
Türkiye	N/A	6.002	14.157	18.112	21.761	15.463	22.609	15.404
İngiltere	316.702	288.887	396.523	492.726	547.103	786.501	955.536	526.957
ASYA-PASİFİK	1.039.236	1.063.857	1.361.473	1.677.887	1.939.251	2.456.511	3.678.330	2.037.536
Avustralya	334.016	356.304	518.411	635.073	700.068	864.254	1.192.992	841.133
Hong Kong	170.073	164.322	255.811	343.638	460.517	631.055	818.421	N/A
Hindistan	15.284	20.364	298	32.846	40.546	58.219	108.582	62.805
Japonya	343.907	303.191	349.148	399.462	470.044	578.883	713.998	575.327
Kore	119.439	149.544	121.663	177.417	198.994	251.930	329.979	221.992
Yeni Zelanda	6.564	7.505	9.641	11.171	10.332	12.892	14.924	10.612
Pakistan	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.164	4.956	1.985
Filipinler	211	474	792	952	1.449	1.544	2.090	1.263
Tayvan	49.742	62.153	76.205	77.328	57.301	55.571	58.323	46.116
AFRİKA	14.561	20.983	3.446	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417
Güney Afrika	14.561	20.983	3.446	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417

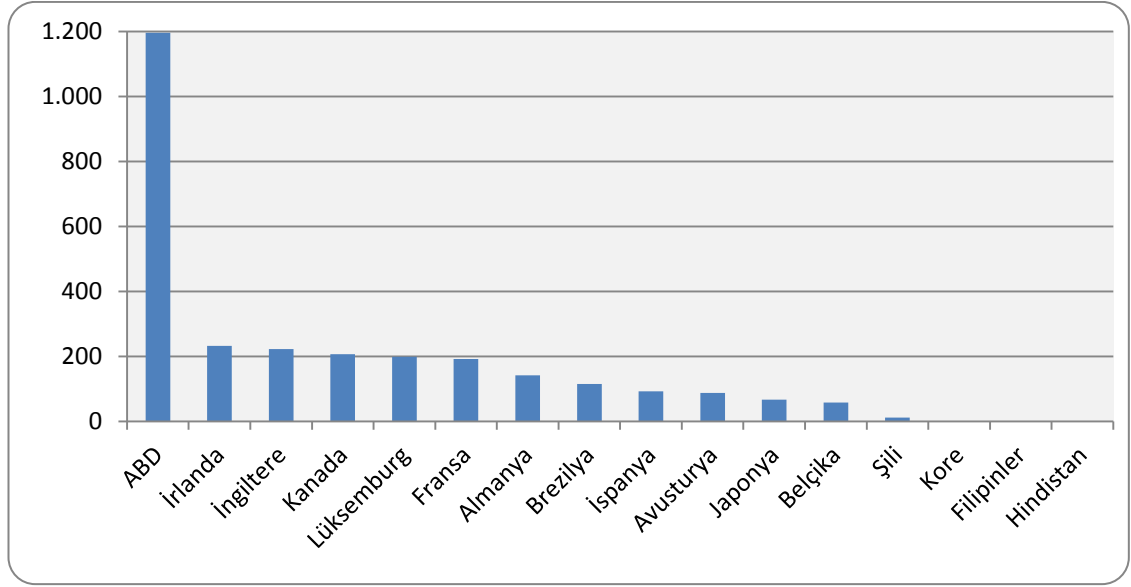
Kaynak: (ICI, 2007, s. 140) (ICI, 2008, s. 157) (ICI, 2009, s. 167)

Yatırım fonları sayısı bakımından bölgesel olarak Avrupa ilk sırada yer almaktadır. Avrupa bölgesindeki yatırım fonu sayısının yüksek olmasında Lüksemburg ve Fransa'da bulunan yatırım fonlarının sayısı etkili olmuştur. Yatırım fonlarının hem sayısal hem de varlık büyüklüğü olarak gelişmekte olan birçok ülkede giderek arttığı görülmektedir. Bununla birlikte finansal piyasalarda yaşanan likidite fazlalığı ile sermaye piyasalarında oluşan yüksek getiri dönemi süresince yatırım fonlarının sayısının arttığı da gözlenmektedir.

Yatırım fonlarının varlık büyüklükleri açısından bakıldığında 2008 yılsonu itibariyle ABD, 9,6 Trilyon \$ ile ilk sırada yer almaktadır. Bu ülkeyi sırasıyla 1,9 Trilyon \$ büyüklükle Lüksemburg ve 1,6 trilyon \$ büyüklükle Fransa izlemektedir. Yatırım fonlarının ortalama büyüklüklerine göre yapılan sıralamada ilk sırada ABD, İrlanda, İngiltere, Kanada, Lüksemburg ve Fransa'nın olduğu görülmektedir.

2005 yılında 56 ülkeyi kapsayan bir çalışmada, ülkelerdeki yatırım fonlarının elinde buldukları varlıkların ülkelerin finansal varlıklarına oranı ortalama %17 ve medyanı %4 olarak bulunmuştur. Oluşan farklılığın kıyı bankacılığı gelişmiş ülkelerdeki yatırım fonu sektöründen kaynaklandığı belirtilmiştir (Khorana, Servaes, Tufano, 2005, s. 148). Yatırım fonları büyüklüğünün yasal düzenlemelerden olumlu etkilendiği, kişi başına düşen gayri safi milli hâsılanın yüksek olduğu ülkelerde yatırım fonlarının da büyük olduğu, sektöre giriş engellerinin yüksek olduğu durumlarda yatırım fonu sektörünün daha küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Khorana, Servaes, Tufano, 2005, s. 178-179). Kurumsal yatırımcılar, yatırım ortamı gelişmiş ülkeleri seçerken yatırımları ile ilgili ülkelerin ekonomilerine katkı sağlamakta ve yatırım ortamının daha da iyileşmesine yardımcı olabilmektedir.

Grafik 9 Ülkelere Göre Yatırım Fonu Ortalama Varlık Değeri Büyüklüğü (2008, Milyar \$)



Yatırım fonlarında önemli bir paya sahip olan ABD’de 1985 yılında 25 büyük fon kurucusunun piyasa payı %78 iken 2007 yılında bu pay %71’e gerilemiştir. Sektörel rekabet yapısını yansıtan Herfindahl-Hirschman endeksi⁷, ABD yatırım fonları için 2007 yılında 440 olarak hesaplanmıştır. Buna göre ABD’de yatırım fonlarında yoğunlaşmanın olmadığı görülmektedir (ICI, 2008, s. 21).

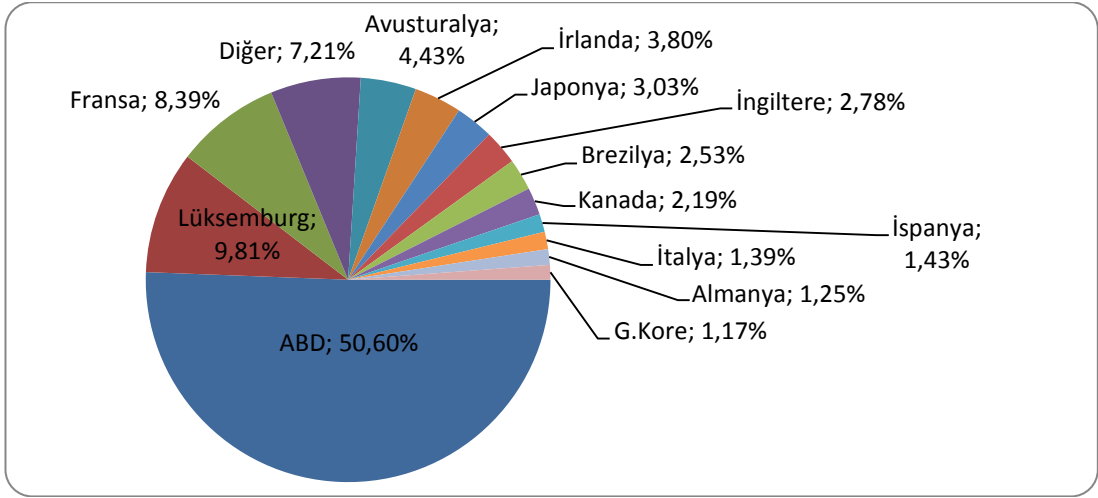
Finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler, kurumsal yatırımcıların ve fon yöneticilerinin geçmiş yıllara göre daha karmaşık durumlarla karşılaşmalarına neden olmaktadır. Yatırımcıların beklentilerinde ve hedeflerinde meydana gelen değişimler, özellikle emeklilik ve yatırım fonları olmak üzere kurumsal yatırımlarda tamamında önemli değişimlere yol açmış ve yeni eğilimlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Carney, 2006, s. 2).

⁷ Herfindahl-Hirschman (HHE) endeksi piyasa yoğunlaşmasını ölçmek için kullanılan en başarılı endekslerden birisidir. Eğer sektörde sadece 1 şirket varsa, piyasa payı %100’dür. Bu durumda HHE 10,000 olarak hesaplanmakta ve bu değer endeksin alabileceği en yüksek değerdir. Bu durumda piyasa tekel yapısı olarak nitelendirilmektedir. Piyasa payı sifıra yakın çok sayıda şirketin bulunması durumunda ise HHE sifıra yakın olmaktadır. HHE, 1000’den küçükse tam rekabet piyasası, 1000–1800 arası değerler tekeli rekabet piyasası ve 1800’den büyük değerler ise oligopol piyasa olarak değerlendirilmektedir (Özütürk, 2005, s. 12-14).

Dünyanın birçok ülkesinde insanlar daha önceki yıllara göre daha sağlıklı ve daha uzun yaşamaktadırlar. Bu durum daha uzun emeklilik dönemlerine ve daha fazla emeklilik fonlarına gereksinim duyulmasına neden olmuştur. Emeklilik fonları açısından tüm bu gelişmeler, istikrarlı getiri sağlanması yönünde eğilim oluşturmuştur. Portföy yöneticileri, istikrarlı getiri beklentisiyle getirisi yüksek alanlara yöneldiği gibi işlem maliyetlerini düşürme eğilimindedirler. Son dönemlerde faiz oranlarının düşmesi ve sermaye piyasalarının taşıdıkları riske göre yüksek getiri sağlamaması, yatırım fonlarını dış kaynak kullanımına (outsourcing) yöneltmiştir. Böylece yatırım fonları maliyetlerin azalmasını sağlarken temel yeteneklerine odaklanarak verimliliğini arttırmıştır. Nitekim yatırım yönetimi firmalarının uzun dönemli hizmet maliyetlerinde dış kaynak kullanımının yıllık %30-%40 arasında tasarruf sağladığı belirtilmiştir (Price Waterhouse Coopers) (Carney, 2006, s. 5).

Portföy yöneticileri önceki yıllara göre getirilerini arttırabilmek amacıyla alternatif finansal araçları kullanmaya yönelmişlerdir. Portföylerin önemli bir kısmı öteden beri benimsendiği şekilde hisse senetlerinden oluştuğu gibi uluslararası finansal ürünler, türev ürünler, doğal kaynaklar, değerli madenler veya bunların esas alındığı vadeli işlem sözleşmelerinden oluşmaktadır. Finansal piyasaları düzenlemeye yönelik Basel II kriterleri, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları gibi uygulama ve standartlar, kurumsal yatırımcıların risklerini titizce belirlemesini sağlarken, yatırımcıların da düzenli bilgilendirilmesi üzerinde etkili olmaktadır.

Grafik 10 Dünya Yatırım Fonu Piyasası

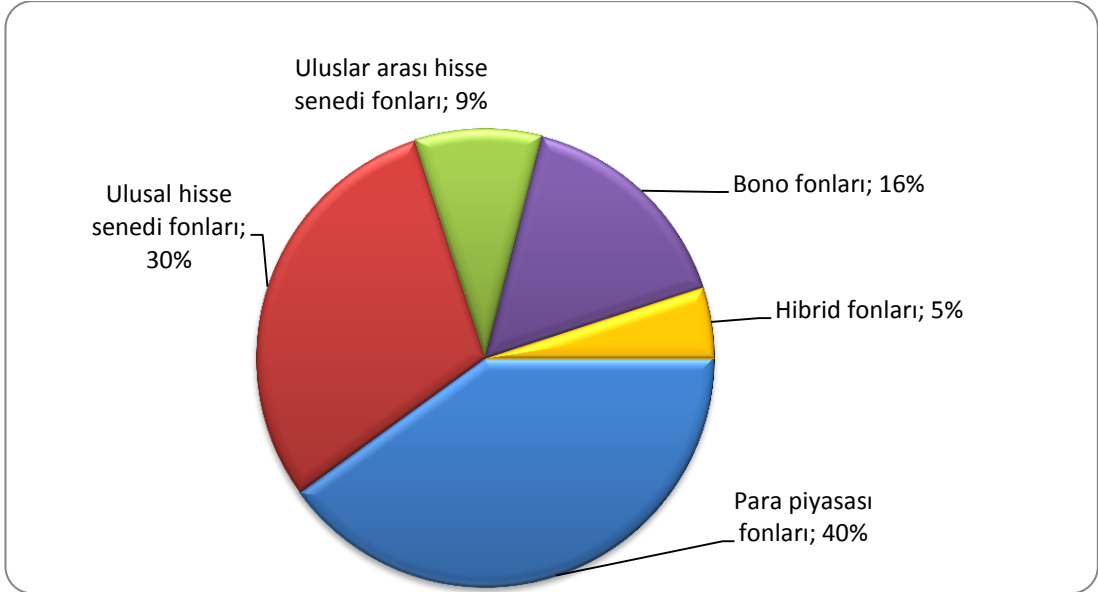


* 2008 yılı itibariyle toplam yatırım fonu varlıkları 19 Trilyon \$'dır.

** Toplam ABD yatırım fonu varlıkları 9.6 Trilyon \$'dır.

Kaynak: (ICI, 2009, s. 167)

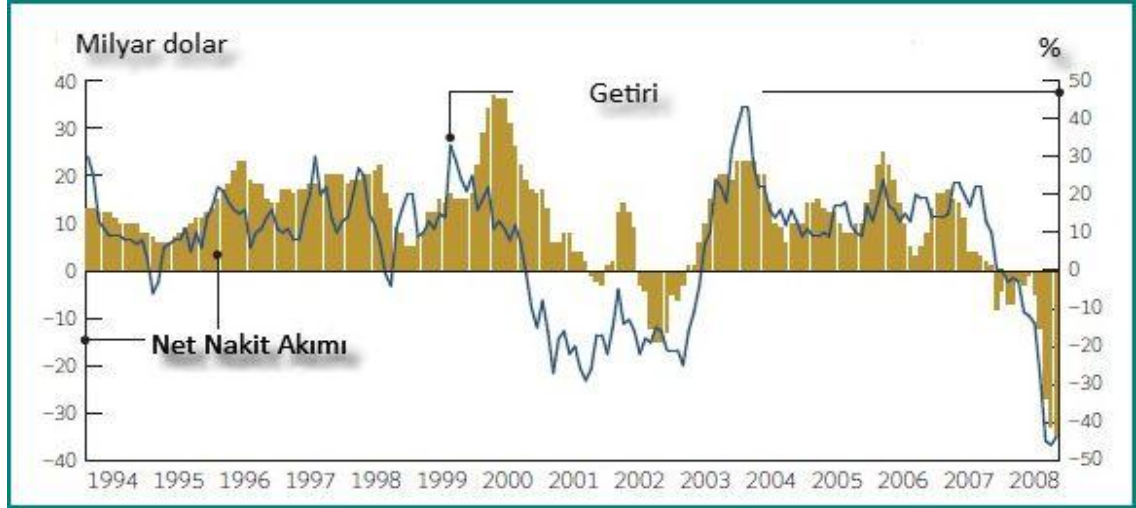
Grafik 11 ABD Yatırım Fonları



Yatırım fonu sektörü varlıklarının toplamı 2007 yılı itibariyle 26,2 Trilyon \$ ve 2008 yılı itibariyle 19 Trilyon \$ olmaktadır. Grafik 10'da görüldüğü üzere yatırım fonlarının %50.6'sı ABD'de bulunmaktadır. Yatırım fonlarının yarısından fazlasını bulunduran ABD'deki yatırım fonları içinde de para piyasası ve hisse senedi yatırım fonlarının ağırlıkta olduğu görülmektedir.

Hisse senedi yatırım fonlarına olan nakit akımları genellikle hisse senedi piyasasındaki değişime paralellik göstermiş, hisse senedi piyasalarındaki olumsuz dönemlerde ise net nakit çıkışı olmuştur. (Grafik 12)

Grafik 12 Küresel Hisse Senedi Getirileri İle Hisse Senedi Yatırım Fonları Net Nakit Akımı İlişkisi



* Hisse senedi getirileri yıllık olarak; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait 48 piyasa verilerini kullanan MSCI All Country World Index esas alınarak hesaplanmıştır.

** Net nakit akımında, 6 aylık hareketli ortalama değerlendirilmiştir.

Kaynak: (Investment Company Institute) (Morgan Stanley Capital International) (ICI, 2009, s. 28)

Yatırımcıların yatırım fonlarına olan ilgi ve beklentilerinde zaman içinde farklı eğilimler görülmektedir. Yatırımcılar özellikle hisse senedi yatırım fonlarında göreceli olarak düşük giderlere ve düşük varlık devir hızına sahip fonlara yönelmektedir. Bu doğrultuda yatırım fonlarının da bu eğilime uyum sağladığı görülmektedir. 1980 yılında portföy varlıklarının ortalama %2.32'si gider olmakta iken 2006 yılında bu oran %1.07 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım fonlarının giderlerinin azalması, gelişen bilişim teknolojileri sayesinde işlem maliyetlerinin düşmesinden ve ölçek ekonomisinin sağladığı faydalardan kaynaklanmaktadır. (ICI, 2007, s. 23, 47, 48).

Bilişim alanındaki gelişmeler sonucunda performans değerlerinde 1980 yılına kıyasla 1995 yılında 250 kat artış sağlanırken işlem bazında maliyetlerin de 583\$'dan 1,3\$'a düştüğü görülmüştür (Bryan, Fraser, 1999, s. 76). Hatta bu eğilimin son yıllarda çok daha fazla ivme kazandığı görülmektedir. Bu ölçüde bilişim alanında sağlanan gelişmelerin gelecek dönemlerde de önemli maliyet ve zaman tasarrufu sağlayacağı beklenmektedir.

Yatırım fonu sektöründe küresel düzeydeki gelişmeler finansal sistemin gelişmesinde etkili olurken, finansal sistemdeki yenilikler ve bilişim alanındaki gelişmeler de yatırım fonlarının farklı varlıklara yönelmesinde ve portföy bileşiminin değişmesinde etkili olmuştur.

5.5. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

Yatırım fonlarının Türkiye'de uygulanmaya başlaması 30.07.1981 tarihinde 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almış (Karacabey, 1998, s. 58), bu aşamadan sonra bazı yasal değişikliklerle ilk yatırım fonu 1987 yılında kurularak faaliyete geçmiştir (Ertaş, Tuncel, Teker, 1997).

5.5.1. Yatırım Fonlarının Yasal Çerçevesi

Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonları, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, yasal çerçevede belirtilen varlıkları içeren portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda menkul kıymet yatırım fonlarının portföylerinde değerlendirebilecekleri varlıklar şunlardır (SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, 2008):

- i. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,
- ii. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- iii. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- iv. Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri.
- v. Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Yatırım fonları içerdiği varlıkların likidite ve risk yapısına göre A ve B tipleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak Türk şirketlerinin hisse senetlerine yatırmış olan fonlar A tipi fon olarak adlandırılırken, B tipi fonlarda bu şart aranmamaktadır (TKYD, 2008). A tipi fonlar yatırımcılarına daha riskli varlıklardan oluşan bir bileşimi sunabilmektedir.

Ağırlıklı olarak yatırım yapılan varlıklar bileşimlerine göre farklı yatırım fonları türleri bulunmaktadır. Başlıca yatırım fonları türleri Tablo 9'de görülmektedir. Bu kapsamda yer alan yatırım fonları yanı sıra katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulan serbest fonlar (hedge funds) da bulunmaktadır.

5.5.1.1. Yatırım Fonlarının Yönetimi

Yatırım fonu kurmaya ve yönetmeye yetkili kuruluşlar, tebliğde belirlenen esaslar çerçevesinde ve SPK'dan izin almak şartıyla; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ve 506 sayılı kanunun geçici 20. Maddesi uyarınca kurulan sandıklar olarak belirlenmiştir (SPK, 2008). Yatırım fonu kurmaya yetkili kuruluşların nitelikleri ile birlikte kurulacak yatırım fonun limitleri de belirlenmiştir. Buna göre, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (seri VII, No:10) (md.11) doğrultusunda yatırım fonların limiti şu şekilde belirtilmektedir: Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonların, içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını, diğer kuruluşlarda genel kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamını aşamaz.

Yatırım fonun yönetimine ilişkin esaslar, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (md.13) (Değişik son fıkra: Seri: VII, No: 33 sayılı Tebliğ) doğrultusunda şu şekilde belirtilmektedir: Yönetici nezdinde, fonun içtüzük hükümleri ve fon yönetim stratejisi doğrultusunda sağlıklı bir şekilde yönetilebilmesi amacıyla fon yönetiminde görev alacak, fonun yatırım yapabileceği varlıklar konusunda yeterli bilgi ve sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip yeterli sayıda uzman personelin bulunması, fon yönetim işlemlerinin gerektirdiği ve fonun yatırım ve yönetim amacına uygun mekan ve teknik donanımın kurulmuş olması gerekir.

Tablo 9 Yatırım Fonu Türleri

Türü	Tanımı Kazandıran Koşul
Tahvil ve Bono Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış olmak
Hisse Senedi Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olmak
Sektör Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış olmak
İştirak Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak yatırım fonu kurucusunun iştiraklerinin menkul kıymetlere yatırmış olmak
Grup Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak ilgili tebliğde tanımlanan belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırmak,
Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış olmak
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	Portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslararası borsalarda işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış olmak
Karma Fon	Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşmak ve her birinin değeri, fon portföy değerinin % 20'sinden az olmamak
Likit Fon	Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarının yer alması ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olması. (Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi sermaye piyasası araçlarının ayrı ayrı ortalama vadeleri dikkate alınarak bulunur.)
Değişken Fon	Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmemek
Endeks Fon	Esas alınan bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az % 90 olacak şekilde ve portföyünün en az % 80'i devamlı olarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşmak.
Fon Sepeti	Portföyü en az %80'ini devamlı olarak diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarından oluşmak
Garantili Fon	Asgari 6 ay vadeli kurulmak şartıyla, başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün veya tamamının belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödemesi uygun yatırım stratejileriyle belirli vadelerde garantör tarafından garanti edilmek
Koruma Amaçlı Fon	Asgari 6 ay vadeli kurulmak şartıyla, başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün veya tamamının belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödemesi uygun yatırım stratejileriyle en iyi gayreti göstermek
Özel Fon	Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş olmak.

Kaynak: (SPK, 2008) (Özütürk, 2005, s. 6)

Ayrıca, garantili yatırım fonlarının, koruma amaçlı yatırım fonlarının ve katılma paylarının satışı sadece nitelikli yatırımcılarla sınırlandırılmış olan serbest yatırım fonlarının, portföy yönetimini üstlenecek yönetici şirketin yöneticilerinden ve fon kurulu üyelerinden en az birer kişinin ve söz konusu fonların portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine sahip olmaları, bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları, ayrıca kurucu ile yönetici şirketin bu fonların yönetimine ilişkin risk yönetim sistemlerini de içeren iç kontrol sistemini oluşturmaları zorunludur.

Risk yönetim sistemi, fonun karşılaşılabileceği temel risklerin tanımlanmasını, risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini ve önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmesini, maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesi için riskin toplam portföy ve spesifik enstrümanlar bazındaki değişik boyutları arasında kıyas imkanı yaratacak bir risk ölçüm mekanizmasının geliştirilmesini içermelidir.

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca yatırım fonlarının yönetimine ilişkin ilkeler ise şu şekilde özetlenmektedir (Karacabey, 1998) (SPK, 2008)

➤ Yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Kanun'dan, Tebliğ'den ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir amaçla kullanılmayacağı gibi rehin veya teminat gösterilemeyeceği gibi haczedilememektedir.

➤ Fon yöneticisi, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözettiği gibi yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerden biri veya yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde de bulunmamaktadır. Bu ilke doğrultusunda kurucunun sahip olduğu fonlar arasında rasyonel olmayan işlemlerin yapılması engellenmeye çalışılmıştır. Fon yöneticisi yatırım kararlarında objektif bilgilere ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine göre hareket etmesi gerekmektedir.

➤ Yatırım fonları, portföylerine aldıkları varlıkları rayiç bedelin üzerinde alamayacakları gibi satarken rayiç bedellerinin altında satmamaktadır. Rayiç bedel ise borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, diğer varlıklar için fon lehine alımlarda en düşük fiyat, satımlarda en yüksek fiyat olarak belirlenmiştir. Bu ilke uyarınca fon yöneticisinin işlemlerinden dolayı yatırım fonu katılımcılarının korunması esas alınmıştır.

➤ Yatırım fonu kurucusu ve fon yöneticisi birbirinden ayrılarak, yöneticinin kurucuya, kurucunun da fon katılımcılarına sorumlu olduğu bir yapı oluşturulmuştur. Bu doğrultuda yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satımını yapamaz. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır. Yönetici, fon adına yapılacak alım satımlarda sözleşmede belirlenen fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uymakla yükümlüdür

➤ Fon katılımcılarına sağlanacak getiri fon katılma belgeleri değerlerindeki artıştır. Bu getiri portföy bileşimindeki varlıkların piyasadaki değerleri ile ilişkilidir. Piyasa fiyatları önceden bilenemeyeceğinden fon portföyünün belirli bir getiri sağlayacağına ilişkin yazılı veya sözlü garanti verilemez.

➤ Yatırım fonu kurucusu, fon kurulu üyeleri ve yönetici, fonların yönetimi ile ilgili elde ettikleri bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın faydası doğrultusunda kullanamazlar.

Yatırım fonlarının yönetimine ilişkin ilkelerin temel amacı fon katılımcılarının çıkarlarını korumak olduğu görülmektedir.

5.5.1.2. Yatırım Fonlarının Portföy Sınırlamaları

Yatırım fonlarının portföy bileşimlerinin oluşturulmasına ve faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar getirilmiştir. Bu sınırlamalar, seri VII, No:10 sayılı tebliğle belirlenmiştir.

Yatırım fonlarının katılımcılarına sağladığı avantajlardan birisi olan riskin dağıtılması ilkesi olmaktadır. Bu ilke doğrultusunda, yatırım fonları, portföylerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramamaktadır (md 42/a). Bu sınırlama endeks fonlar için geçerlidir.

Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına (endeks fonlar hariç olmak üzere); bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamamaktadır (md 42/b). Bu sınırlama ile yatırım fonu kurucusunun çok sayıda yatırım fonunu kullanarak bir ortaklıkta söz sahibi olması önlenmekte ve fonun başka amaçlar için kullanılması engellenmektedir.

Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak garantili yatırım fonları ve koruma amaçlı yatırım fonları tarafından portföye alınan ters repo ve sermaye piyasası araçlarında bu sınırlandırma kaldırılmaktadır. Yatırım

fonu, kurucusunun ve yöneticisinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapabilmektedir. T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilmektedir. Bu duruma konu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir. Bu menkul kıymetlerde fon portföy değerinin %10'a kadar getirilen sınırlama ortadan kalkmaktadır. Bu sınırlamalar, yatırım fonun mümkün olduğunca farklı varlıklardan oluşması sağlanırken fon katılımcılarının da korunması hedeflenmiştir (md42/c).

Yatırım fonu kurucuları banka, aracı kurum, sigorta veya çeşitli nitelikteki sandıklardan oluşabilmektedir. Bu kuruluşların farklı alanlarda finansal faaliyetleri de bulunabilmektedir. Fon katılımcılarının birikimlerinin rasyonel yatırımlara yönlendirilmesi ve kötü niyetli girişimlere izin verilmemesi amacıyla fon portföyüne kurucu ve yöneticiye ait hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetlerinin satın alınması engellenmiştir (md.42/d). Bu sınırlama özel fonlar ve endeks fonlar için uygulanmamaktadır (md.42/1).

Yatırım fonu kurucusunun ve yöneticisinin; sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve yardımcılarının, ayrı ayrı veya birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların toplamı fon portföyünün %20'si ile sınırlandırılmıştır (md.42/e). Yatırım fonu kaynaklarının, kurucu, yönetici ve/veya ortaklık ilişkisinde bulunan kişilerin kendi lehlerine

kullanılmasını önlemek amacıyla böyle bir sınırlama getirilmiştir. Bu sınırlamalar; özel fonlar, iştirak fonları ve endeks fonlar için uygulanmamaktadır.

Yatırım fonu kurucusu ve yöneticisinin doğrudan veya dolaylı iştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere yatırım fon portföyünün %20'si ile sınırlandırılmıştır. Özel fonlarda, içtüzüğünde katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri fon portföy değerinin azami % 25'i, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'i olabilmektedir (md.42/f). Bu sınırlama ile yatırım fonunun ilişkili menkul kıymetlere yönlendirilerek talebin artırılmasını ve bu yolla bu varlıkların değerinin artırılması engellenmekte; yatırım fonunun ilişkili kuruluşlar açısından finansman kaynağı olarak değerlendirilmesi engellenmektedir. Bu sınırlama, iştirak fonlar, endeks fonlar ve fon sepetleri için uygulanmamaktadır.

Yatırım fonu kurucusunun, yöneticisinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla; farklı türlerdeki yatırım fonlarının katılma belgeleri, borsa yatırım fonu katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilmektedir. Portföye alınan yatırım fonu katılma belgelerinin veya borsa yatırım fonu katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'si ile sınırlanmaktadır. Bir kurucuya ait olan ve/veya aynı yöneticinin yönetimindeki yatırım fonları topluca, hiçbir yatırım fonu veya borsa yatırım fonunun toplam payının %30'undan fazlasına sahip olamamaktadırlar. Bu sınırlamayla da bir kurucuya ait topluca yatırım fonlarının aynı menkul kıymetlere yönelmelerine sınır getirilmiştir (md42/g). Bu sınırlama fon sepetleri için uygulanmamaktadır.

Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve tebliğ’de belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve tebliğ’de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesi halinde süre uzatılabilmektedir (md42/h).

Fon katılımcılarının birikimlerinin rasyonel olmayan yatırımlara yönlendirilmesini ve riskin artırılmasını engellemek amacıyla yatırım fonlarının açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemleri yasaklanmıştır (md42/ı).

Yatırım fonları, Kurul’un Seri: V, No: 18 sayılı “Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ”inin 26’ncı maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak sözleşmeyle portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süreyle sınırlanmıştır. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100’ü karşılığında nakit veya devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi şartıyla yapılabilmektedir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80’inin altına düşmesi halinde fon yönetimi teminatın tamamlanmasını istemek zorundadır (md42/j).

Seri VII, No:19 sayılı tebliğle, yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilmekte veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilmektedirler. Ayrıca, piyasada gerçekleşen

ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföye alabilmekte ve portföylerinde bulunan sertifikaları piyasada satarak portföyden çıkarabilmektedirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılmaktadır (md42/j).

Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı gütmeleri engellenmiştir. Bu sınırlamayla yatırım fonları yalnızca katılımcıların birikimlerini değerlendirmek amacıyla yönlendirilmiştir (md42/m). Portföyde değerlendirilecek varlıklarda yoğunlaşma ve ilişkili kuruluşların lehine yapılacak işlemlere sınırlama getirilirken portföy değerinin en fazla %20'si nakit değerlendirmek üzere borsa para piyasasında değerlendirilebilmektedir.

Fon sepeti, portföyünü en az %80'ini devamlı olarak diğer yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarından oluşturmaktadır. Fon sepetine özel sınırlamalar da yapılmıştır. Buna göre, tek bir yatırım fonuna yatırım fon portföyünün %10'u ile sınırlanmıştır. Ayrıca fon sepetleri, diğer fon sepetlerine ve portföyünün %10'undan fazlasını yatırım fonu katılma paylarına yatıran fonlara da yatırım yapması engellenmiştir. Bu sınırlamayla fon sepetlerinin diğer yatırım fonlarına yatırım yaparak getirilen diğer sınırlamalardan kurtulması engellenmiştir.

Fon sepetlerine getirilen sınırlamalardan biri de yatırım yapılan fonlar bakımından olmaktadır. Fon portföyüne alınan yatırım fonların veya borsa yatırım fonlarının toplam pay sayısı %20'sini aşmamaktadır.

Kurucu, yönetici ve yönetim veya sermaye bakımından bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı olanlar tarafından kurulan veya yönetilen fonların katılma paylarının fon sepeti portföyüne dahil edilmesi halinde, fon sepeti tarafından bu fonlara giriş ya da çıkış komisyonu ödenememektedir. Fon sepetleri, serbest yatırım fonlarına(hedge funds) %10 oranından daha fazla yatırım yapmaları durumunda da serbest yatırım fonları hükümlerine tabidirler.

5.5.1.3. Yatırım Fonu Katılma Belgesi ve Fiyatlandırılması

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olarak tanımlanmaktadır. Katılma belgesi kaydi değer olarak tutulmaktadır. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi fonların katılma belgeleri de menkul kıymet sayılmaktadır (md35).

Katılma belgesi, temsil ettiği değer tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilmektedir. Katılma belgelerinin itibari değeri bulunmamaktadır. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgesi sayısına bölünerek elde edilmektedir (md36).

Katılma belgesi sahipleri, belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilmektedir (md37).

Özel fonların ve serbest yatırım fonlarının katılma payları borsada işlem göremezler, özel fonların katılma paylarından fona geri dönenler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilmektedir.

Yatırım fonlarından alınan yönetim ücreti; portföy yönetim ücreti ve pazarlama satış dağıtım ücreti şeklinde bölünerek ve/veya fonlara giriş-çıkış komisyonları uygulanmak suretiyle aynı fon çatısı altında farklı pay grupları oluşturulabilir. Bu ücretler ve komisyonlar fon, kurucu, yönetici ve katılma payı alım satımına aracılık eden kuruluşlar arasında paylaşılabilir.

A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda, katılma payı alım-satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İchtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Diğer fon türlerinden farklı olarak, serbest yatırım fonlarının pay fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır. Bu fonların içtüzüklerinde katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir. Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının pay fiyatları en az ayda iki kere hesaplanmak ve ilan edilmek zorundadır.

Fiyatlandırma esasları doğrultusunda likit fonlarda geriye dönük fiyatlandırma uygulanmaktadır. Likit fonlarda yatırım yapılan varlıkların likit olması özelliğinden dolayı alım-satım emrinin verildiğinde geçerli olan fon portföy değerinin pay sayısına bölünmesi ile elde edilen fiyat kullanılmaktadır. Bu fiyat bir önceki gün sonunda belirlenen fiyat olmaktadır. A tipi yatırım fonları ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda ise ileriye dönük fiyatlandırmanın uygulandığı görülmektedir.

Buna göre ileriye dönük fiyatlamada geçerli fiyat, alım-satım emirlerinden sonra oluşan fon portföy değerinin katılma paylarına bölünmesiyle elde edilen ilk fiyattır.

5.5.1.4. Yatırım Fonları ve Vergilendirme

Türkiye’de menkul sermaye gelirlerinin vergilendirilmesinde 5527 sayılı kanunun ilgili hükümlerinin yürürlüğe girmesiyle önemli değişimler yaşanmıştır. 5520 sayılı yeni Kurumlar Vergisi Kanunu, GVK’nın ilgili maddeleri ve 5527 sayılı Kanun ile GVK Geçici 67’nci maddenin bazı hükümlerinin, 2006/10731 sayılı BKK ile de oranlarının değiştirilmesi üzerine, yatırım fonlarının menkul kıymet alım-satım kazançları, portföy kazançları ve bu kuruluşlarda yatırımlarını değerlendirmek isteyen yatırımcıların vergilendirilmesinde bazı değişiklikler olmuştur. Yatırım fonları kazançları, fonun portföy kazancı, yine fonun menkul kıymet işlemlerinden elde ettiği kazançlar ve yatırımcıların katılma belgelerinin fona iadesinden elde edilen kazanç olarak üçe ayrıldığında vergilendirilme esasları şu şekilde olmaktadır (Sarıçiçek, 2006):

- *Portföy Kazançları*; Yatırım fonları, 5422 sayılı eski KVK’nın 8’inci maddesine, 5520 sayılı yeni Kurumlar Vergisi Kanunu’nun da 5’inci maddesine göre portföy kazançları üzerinden kurumlar vergisinden istisna edilmişlerdir. 01.01.2006 tarihinden itibaren yürürlüğe giren GVK Geçici 67’nci maddesine göre, Sermaye Piyasası Kanunu’na göre kurulan yatırım fonlarının kurumlar vergisinden istisna edilmiş olan portföy kazançları, dağıtılsın veya dağıtılmasın yüzde 15 oranında vergi tevkifatına tabi tutulmuştur. Bu kazançlar üzerinden GVK 94’üncü madde uyarınca ayrıca tevkifat yapılmayacaktır. Bakanlar Kurulu Geçici 67’nci maddede yer alan oranları her bir kazanç ve irat türü itibariyle ayrı ayrı sifira kadar indirmeye

veya yüzde 15'e kadar artırmaya yetkili kılınmıştır. 5527 sayılı Kanuna eklenen Geçici 67'nci maddeye eklenen hüküm doğrultusunda 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yüzde 15'lik stopaj oranı 1 Ekim 2006'ya kadar yüzde 10'a, bu tarihten itibaren ise yüzde 0'a çekilmiştir.

- *Yatırım Fonlarının Gerçekleştirdiği Menkul Kıymet İşlemlerinden Elde Edilen Kazançlar*; 5527 sayılı Kanun ile Geçici 67. maddeye eklenen ve oranların Bakanlar Kurulu Kararı ile değişebileceğini belirten hüküm uyarınca 01.10.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere menkul kıymet yatırım fonlarının stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir.

- *Yatırımcıların Katılma Belgelerinin Fona İadesinden Elde Edilen Kazançlar*; 5527 sayılı Kanun ile birlikte Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonlarının katılma belgelerinin ilgili olduğu fona iadesinin vergi kesintisine tabi tutulacağı Geçici 67. Madde kapsamında değerlendirilmektedir. Buna göre fon portföyünün %51 ve daha fazlası İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının iktisap tarihinden itibaren 1 yıl süre ile elde tutulan katılma paylarının elden çıkarılmasında stopaj uygulanmamaktadır. Bu durum dışındaki durumlarda ise stopaj oranı %10 olarak belirlenmiştir.

Emeklilik şirketlerince kurulan ve emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların yatırım fonlarındaki esaslar doğrultusunda değerlendirilen emeklilik yatırım fonları vergisel açıdan desteklenmektedir. Buna göre gerek fon bünyesinde gerekse fon gelirleri üzerinden herhangi tevkifat yapılmamaktadır.

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gerek 5422 gerekse 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunlarında teşvik edilmektedirler. Ancak, 5527 sayılı Kanun sonrasında 01.10.2006 tarihinden itibaren yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının vergilendirilmesi fon ve ortaklıklar nezdindeki stopaj yolu ile vergilemeden yatırımcılar nezdinde vergilemeye geçilmiştir (Delotte, 2007, s. 12).

5.5.2. Yatırım Fonlarının Yapısı ve Gelişimi

Türkiye'deki yatırım fonları büyüklüklerinin, Avrupa bölgesi ve dünyadaki yatırım fonları büyüklükleri ile karşılaştırıldığında çok küçük oldukları görülmektedir. Türkiye'deki yatırım fonları 2007 yılsonu değerlerine göre Avrupa bölgesindeki payı % 0,25 ve dünya yatırım fonu büyüklüğündeki ise % 0,09 düzeyindedir. Türkiye ortalama yatırım fonu büyüklüğüne göre ve yatırım fonu sayısına göre 41 ülke arasında 31. ve yatırım fonu büyüklüğü bakımından ise 32. sırada yer almaktadır.

Türkiye'de 2008 yılsonu itibariyle 340⁸ menkul kıymet yatırım fonu bulunmaktadır. 2008 yılsonu itibariyle Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerine göre yatırım fonu toplam yatırımcı sayısı (yerli-yabancı ve gerçek-tüzel) 2.696.600 ve toplam portföy değeri ise 24,14 Milyar TL olarak belirtilmektedir (MKK, 2009). Sermaye Piyasası Kurulu verilerine göre ise menkul kıymet yatırım fonlarının toplam net varlık değeri 23,98 Milyar TL ve toplam yatırımcı sayısı yaklaşık 2,57 milyon⁹ kişidir (SPK, 2009). Buna göre kişi başı ortalama fon katılımı 9,3 Bin TL olmaktadır.

⁸ 25 koruma amaçlı yatırım fonu, 3 garantili yatırım fonu ve 5 serbest yatırım fonu dahil edilmiştir.

⁹ 31.12.2008 itibariyle toplam yatırımcı sayısı 2.938.904'tür. Bu sayıya ulaşılırken aynı kişinin farklı yatırım fonlarının katılma belgelerine sahip olması farklı yatırımcı olarak değerlendirilmesi etkili olmuştur. Diğer taraftan yatırım fonlarına yatırım yapan katılımcıların gerçek sayısının belirlenmesinde fon kurucuları ile yapılan görüşmede toplam sayının %87,4 katsayısı ile değerlendirilmesi gerektiği sonucuna ulaşıldığı belirtilmiştir (Özütürk, 2005, s. 7).

2008 yılsonu itibariyle menkul kıymet yatırım fonlarının sayısı olarak %37'si (126 adet) A tipi yatırım fonlarından oluşmaktayken %61'i (209 adet) B tipi yatırım fonlarından oluşmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları, fon büyüklüğü bakımından değerlendirildiğinde ise Türkiye'deki yatırım fonu toplam değerinin %97'si B tipi yatırım fonlarından ve geriye kalan yalnızca %2'si ise A tipi yatırım fonlarından oluşmaktadır. Geriye kalan yaklaşık %1'lik pay ise korunma, garantili ve serbest fonlara aittir.

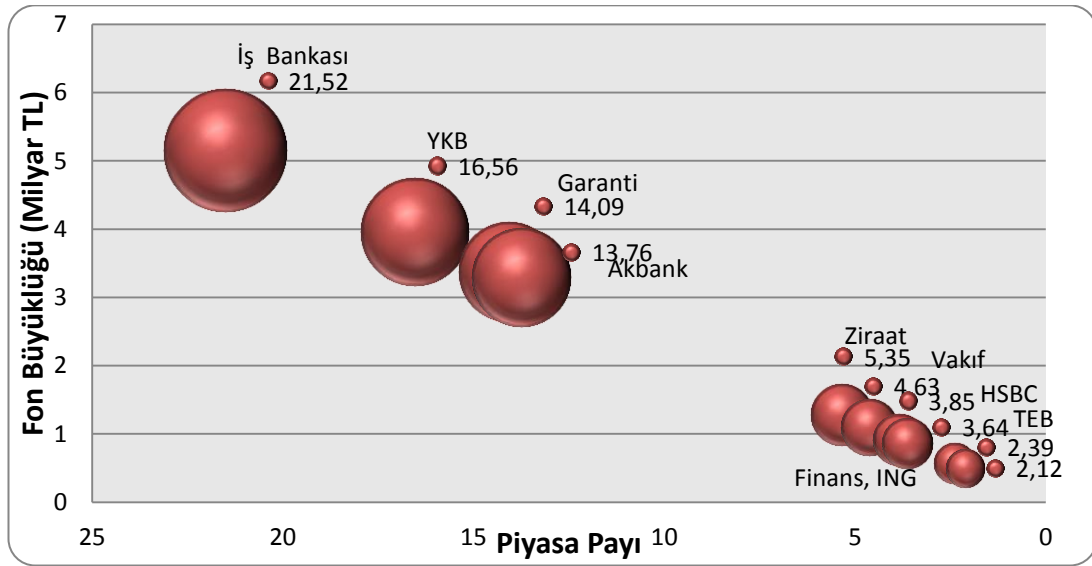
Türkiye'de yatırım fonlarının önemli ölçüde B tipi yatırım fonlarından oluşması yatırım fonlarının hisse senetlerine de düşük pay ayrılmasına neden olmuştur. ABD'de uluslararası hisse senetlerine yatırım fonları ile birlikte hisse senedi yatırım fonları, yatırım fonları içinde %54 paya sahipken Türkiye'deki yatırım fonlarındaki hisse senetlerinin portföy içindeki ağırlığı oldukça sınırlıdır.

2008 yılsonu itibariyle yatırım fonları genel olarak değerlendirildiğinde, yatırım fonu portföylerinin %49,4'ü ters repo, %43,7'si kamu borçlanma araçları, %4,8'i borsa para piyasası araçları, %1,51'i hisse senetleri ve yaklaşık %0,6'sı yabancı menkul kıymetler ve diğer yatırım araçlarından oluştuğu görülmektedir.

Yatırım fonları içerisinde yer alan likit fonlar, hızlı nakde çevrilebilmesi nedeniyle sıcak para olarak değerlendirilmektedir. Likit fonlarının ve diğer B tipi yatırım fonlarının büyüklüğünün artması yatırımcıların piyasalara duyduğu güvensizliğin göstergesi olarak kabul edilmektedir (Özütürk, 2005). Türkiye'deki likit fon büyüklüğü 2008 yılsonu itibariyle 20,45 Milyar TL ve toplam yatırım fonlarına oranı ise %85 olmaktadır.

Türkiye’de yatırım fonlarının ağırlıklı bankalarca kurulduğu görülmektedir. 2008 yılsonu itibariyle yatırım fonlarının kurucularına göre sıralamasında ilk 10 kurucunun tamamı bankalardan oluşmaktadır. İlk 10 kurucu, 2008 yılsonu itibariyle 21,1 Milyar TL toplam fon büyüklüğüne ve %87,9 oranında piyasa payına sahiptirler. Türkiye’de yatırım fonlarındaki ilk 10 kurucunun fon büyüklükleri ve piyasa payları Grafik 13’te görülmektedir.

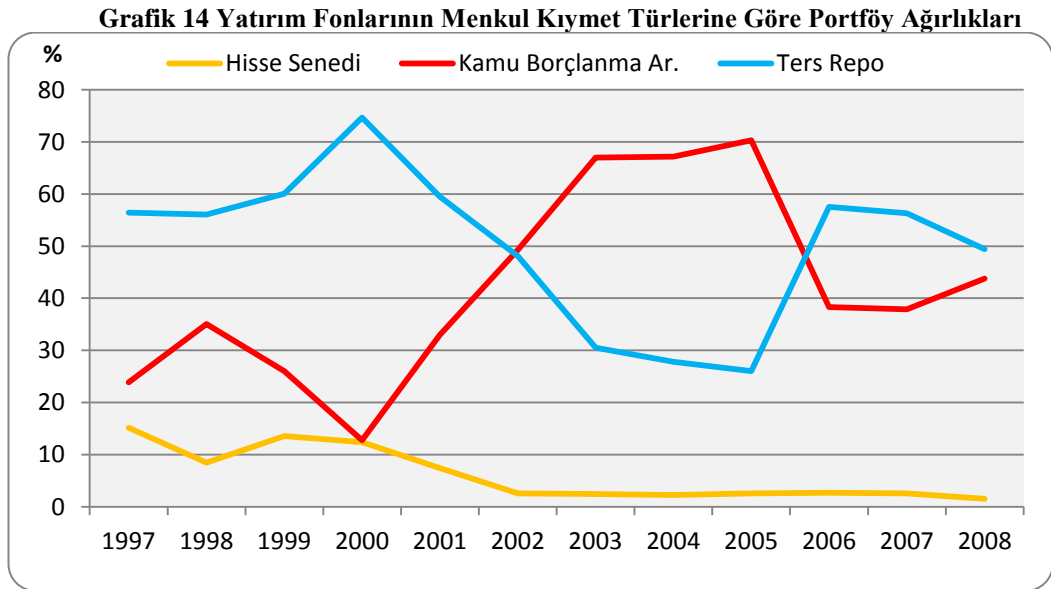
Grafik 13 Yatırım Fonu Kurucularının Fon Büyüklüğü ve Piyasa Payına Göre Sıralaması



Kaynak: (SPK, 2008/12 Aylık İstatistik Bülteni, 2009)

Türkiye’de yatırım fonu sektörünün rekabet yapısı değerlendirildiğinde, Herfindahl-Hirschman (HHE) endeksinin 1994-1996 yılları arasında 1800 değerinden yüksek olması dolayısıyla yüksek bir yoğunlaşma görülmüştür. 1997-2000 yılları arasında ise HHE değerinin 1000-1800 arasında yer almasından dolayı orta düzeyde bir yoğunlaşma yaşanmıştır. 2001 yılında yoğunlaşma görülmezken, 2002 yılından 2005 yılına kadar düşük düzey yoğunlaşma ile orta düzey sınırında yoğunlaşma görülmüştür. Türk yatırım fonu sektörünün oligopol piyasada faaliyet gösterdiği sonucuna ulaşılmış, rekabet düzeyinin yoğunlaşma riski oluşturacak düzeyde olmadığı belirtilmiştir (Özütürk, 2005).

Yatırım fonları, portföy bileşimlerini fonun kuruluşunda belirtilen kapsamda kalmak şartıyla finansal piyasalarda oluşan değişimlere göre farklılaştırabilmektedir. Her bir yatırım fonu farklı ağırlıklarda farklı menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedir. Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında kamu borçlanma ihtiyacının artması, faiz oranlarındaki artış yatırım fonlarının kamu borçlanma araçlarına yönelmelerine neden olmuştur. Bununla birlikte Türkiye’deki yatırım fonlarının hisse senedi yatırımlarının sınırlı düzeyde kaldığı Grafik 14’te görülmektedir.



Kaynak: (SPK, 2008/12 Aylık İstatistik Bülteni, 2009)

5.5.3. Türkiye’deki Yatırım Fonu Sektörünün Genel

Değerlendirilmesi

Kurumsal yatırımcıların yerine getirdiği işlevler, finansal sistemin gelişmesini sağlayarak ülke ekonomisinin de büyümesine katkı sağlamaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde yatırım fonu sektörünün gelişmesi ülke ekonomisi bakımından önemlidir. Türkiye’de yatırım fonlarının yeterince gelişmediği ancak uluslararası düzeyde yatırım fonlarında yaşanan eğilimleri yansıttığı görülmektedir.

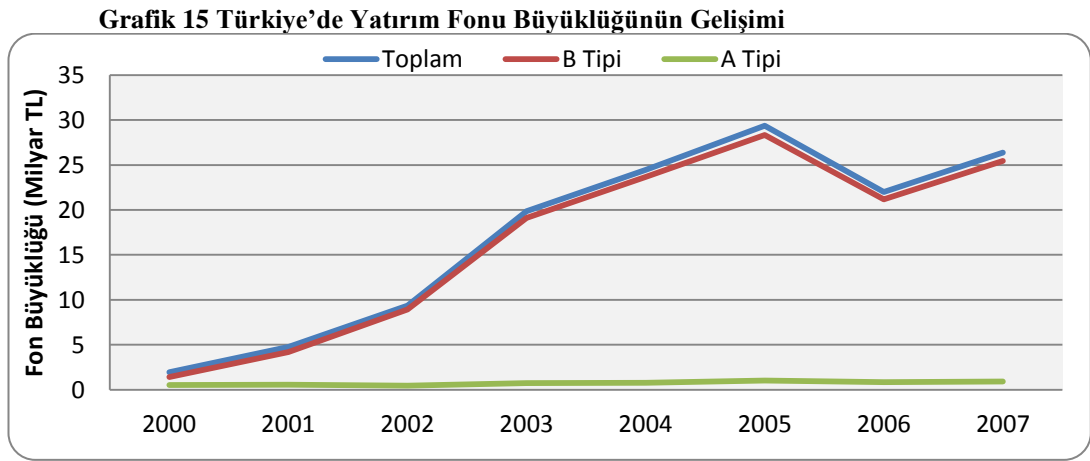
Türkiye’de 2000 yılında 150’si A tipi ve 121’i B tipi olmak üzere toplam 271 yatırım fonu bulunmaktayken 2008 yılsonu itibariyle 126 A tipi ve 181 B tipi olmak üzere toplam 307¹⁰ menkul kıymet yatırım fonu bulunmaktadır.

Türkiye’deki yatırım fonlarının toplam büyüklüğünde son yıllarda önemli bir gelişme görülmüştür. Yatırım fonlarının büyüklüğü 2002 yılında 9,3 Milyar TL (6 Milyar \$) seviyesinde iken 2008 yılında bir önceki yıla göre gerilemesine rağmen 23,98 Milyar TL (15,86 Milyar \$) seviyesine ulaşmıştır. Emeklilik yatırım fonlarında ise 2003 yılından bu yana uygulanmasına rağmen önemli bir gelişim izlenmiştir. 2003 yılı sonunda 0,43 Milyar TL olan toplam portföy büyüklüğü 2008 yıl sonunda 6,38 Milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Toplam 121 emeklilik fonunda 4.836.135 yatırımcı bulunmaktadır (SPK, 2008/12 Aylık İstatistik Bülteni, 2009).

2008 yılsonu itibariyle yatırım fonları, finansal piyasalar içinde (yatırım fonları, hisse senetleri ve özel sektör borçlanma araçları) %28’lik paya sahiptir. Hisse senetlerinin %67.4’ü değer olarak yabancılara ait iken yatırım fonlarının %99.2’si yerli yatırımcılardan oluşmaktadır. Bununla birlikte yatırım fonu yatırımcılarının %11.3’ünün tüzel kişiliğe sahip oldukları görülmektedir. Türkiye’de hisse senedi yatırımcılarında yoğunlaşmanın olduğu görülürken yatırım fonu yatırımcılarında benzer düzeyde bir yoğunlaşma görülmemektedir. Hisse senedi yatırımcıları yatırım dilimleri bazında değerlendirildiğinde, 1 Milyon TL ve üzeri yatırım yapan, 2677 (toplam hisse senedi yatırımcısının %0.3’ü) yatırımcı piyasa değerinin %88’ini elinde bulundurmaktadır. Buna karşın yatırım fonu yatırımcılarının daha dengeli bir dağılım sergiledikleri görülmektedir. Toplam fon yatırımcısının %2.9’u 78821 yatırımcı, 50 Bin TL üzerindeki yatırımlarıyla %54’lük paya sahiptir.

¹⁰ Koruma amaçlı, garantili yatırım fonu ve serbest yatırım fonu dahil edilmemiştir.

Yatırım fonlarında 8 yıl içinde 11,4 oranındaki hızlı artış yatırım fonlarının gelişmesini göstermekle birlikte bu artışta B tipi yatırım fonlarının etkili olduğu görülmektedir.(Grafik 15). B tipi yatırım fonlarının yükselişinde ise yatırımcıların kamu borçlanma araçlarına ve ters repo gibi risksiz varlıklara yatırım yapan fonlarına yönelmesi etkili olmuştur.



Kaynak: (SPK, 2008/12 Aylık İstatistik Bülteni, 2009)

Yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları hisse senedi piyasası açısından değerlendirildiğinde hisse senetlerinin portföy içindeki ağırlığının sınırlı olduğu görülmektedir. 2008 yılsonu itibariyle yatırım fonlarındaki hisse senetlerinin ağırlığı %1,51 (0,36 Milyar TL) iken emeklilik yatırım fonlarında bu oran %7,7 (0,49 Milyar TL) olmaktadır.

Yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonlarının portföylerinde bulundurdukları hisse senetleri birlikte değerlendirildiğinde yaklaşık 0,85 Milyar TL olmaktadır. 2008 yılsonu itibariyle oluşan bu değer, aynı dönem itibariyle İMKB’de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerine (182,02 Milyar TL) oranlandığında %0,47 olmaktadır. Bu oran yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarının portföylerindeki hisse senetlerinin ağırlığının sınırlı olduğunu göstermekte aynı zamanda genel olarak İMKB üzerindeki etkisinin de sınırlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye’de yatırım fonlarının çeşitliliğine bakıldığında 13 farklı yatırım fonu türünün bulunduğu Tablo 10’da görülmektedir. Ayrıca koruma, garanti yatırım fonlarının ve serbest fonların da olduğu görülmektedir. Yatırım fonları içinde en fazla değişken, likit ve tahvil, bono fonları bulunmaktadır.

Son yıllarda yaygınlaşmaya başlayan 25 adet koruma amaçlı yatırım fonunun bulunduğu görülmektedir. Bu yatırım fonlarında toplam yatırımcı sayısı 3.781 iken toplam büyüklüğü yaklaşık 0,18 Milyar TL’dir (SPK, 2009). Garantili fonlarda ise aynı dönem itibariyle yatırımcılarının bulunmadığı görülmektedir. Türkiye’de yatırım fonu çeşitliliğinin farklı beklentilere sahip yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde olduğu görülmektedir.

Yatırım fonlarının kurucuları dikkate alındığında 63 farklı kurucunun olduğu görülmektedir. Bu kurucuların 24’ü mevduat ve kalkınma bankalarından, 37’si aracı kuruluşlardan ve 2’si de sigorta şirketleri tarafından kurulmuştur. Sahiplik açısından ilişkili olmaları dikkate alındığında kurucuların 24’ü bankalar, 1’i sigorta şirketi ve 21’i de aracı kuruluşlardan olmak üzere toplam 46 farklı kurucudan oluştuğu görülmektedir (SPK, 2009). Yatırım fonu sektöründe gerek fon büyüklüğü gerekse yatırımcılara kolay erişim imkanı bakımından bankaların yoğunluğu görülmektedir. Bununla birlikte son dönemlerde aracı kuruluşların da son dönemlerde gelişim göstermiş sektörünün geleceği açısından önemlidir.

Türkiye’de kamu finansman açığının yüksek seviyelerde olması finansal sistem içinde kamu borçlanma araçlarının ağırlığını artırmıştır. Yatırımcılar farklı finansal araçlar yerine göreceli olarak daha düşük riskli ve daha yüksek getirili kamu borçlanma araçlarına veya bunları içeren yatırım fonlarına yönelmişlerdir. Bu eğilim yatırım fonlarının sermaye piyasalarında gelişimine yeterince katkı sağlayamamıştır.

Yatırım fonu sektörünün geliştirilmesinde yatırım fonlarının performans ve portföy dağılımına ilişkin bilgiler sunan, yatırımcıların beklentilerini belirleyerek uygun yatırım fonu seçilmesini sağlayan fon pazarlarının oluşturulması önemli olacaktır. Böylece yatırımcıların farklı kuruculara ait yatırım fonlarına tek bir kuruluştan ulaşabilmesi sağlanabilecektir. Bu süreç, yatırımcıların yatırım fonları hakkında bilinçlenmesinde etkili olurken, yatırım fonlarının performansları üzerinde de etkili olacaktır. Fon piyasalarının geliştirilmesiyle yatırım fonu sektöründe rekabet düzeyinin artması, banka dışı finansal kurumların da bu alana yönelmesi sağlanabilecektir.

Türkiye’de kamu finansman açığının kapatılması, ülke ekonomisinde birçok unsur üzerinde olumlu katkı sağlayabileceği gibi Türkiye’deki yatırım fonlarının sermaye piyasalarında ve özellikle halka arz sürecinde etkin olmasını sağlayacaktır. Nitekim uluslararası sermaye piyasalarında yatırım fonlarının özellikle halka arz sürecinde önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla KOBİ’lerin sermaye piyasalarından etkin şekilde yararlanmasında, yatırım fonlarının aracılığının desteklenmesi anlamlı olacaktır. Bu süreçte bireysel yatırımcıların yatırım fonlarını tercih etmelerini sağlayacak unsurların da uygulanması önemli olacaktır. Böylece ülke ekonomisinin yapı taşı oluşturulan KOBİ’lere finansman sağlanırken ve yatırım fonu sektörü geliştirilebilecektir. Bununla birlikte, finansal sisteme etkinlik kazandırmak amacıyla yatırım fonlarının özellikle hisse senetlerine yatırım yapmalarını, portföy içindeki ağırlığını arttırmalarını sağlayacak teşvik mekanizmalarının da hayat geçirilmesi önem kazanmaktadır.

Tablo 10 Türkiye’de Yatırım Fonları Türleri

	A Tipi	B Tipi	TOPLAM
1. Altın Fonu		4	4
<i>Altın Yatırım Fonu</i>		4	4
2. Borsa Yatırım Fonu	5	3	8
<i>Borsa Yatırım Fonu</i>	5		4
<i>Tahvil/Bono Borsa Yatırım Fonu</i>		2	2
<i>Altın Borsa Yatırım Fonu</i>		1	1
3. Değişken Fon	52	64	116
4. Endeks Fon	16		16
<i>İMKB 30 Endeks Fonu</i>	10		10
<i>İMKB 100 Endeks Fonu</i>	3		3
<i>Mali Endeks Fonu</i>	1		1
<i>DJ IslamicMarket</i>	1		1
<i>Teknoloji Endeks Fonu</i>	1		1
5. Fon Sepeti Fonu	1	2	3
6. Hisse Senedi Fonu	21		21
7. İştirak Fonu	3		3
8. Karma Fon	18	2	20
9. Likit Fon		50	50
10. Özel Fon	6	4	10
11. Sektör Fonu	2		2
12. Tahvil ve Bono Fonu		48	48
13. Yabancı Menkul Kıymet Fonu	2	4	6
14. Koruma Amaçlı Yatırım Fonu		25	25
15. Garantili Fonlar		3	3
16. Serbest Fonlar		5	5
TOPLAM	126	209	340

Kaynak: (SPK, 2008/12 Aylık İstatistik Bülteni, 2009)

6. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE HİSSE SENETLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Kurumsal yatırımcılar son yıllarda giderek artan bir öneme sahiptir. Yalnızca gelişmiş ülkelerde değil gelişmekte olan ülkelerde de küreselleşmeyle birlikte kurumsal yatırımcıların portföylerinin giderek arttığı görülmektedir. İsviçre, Lüksemburg ve İrlanda gibi ülkelerde kurumsal yatırımcıların GSYİH’ya oranı daha yüksek olmakla birlikte kurumsal yatırımcıların birçok ülke ekonomisi içinde önemli bir paya sahip oldukları görülmektedir. Ülkeler arasında kurumsal yatırımcıların büyüklüğündeki farklılıkta, rekabet dinamikleri, hukuk yapısı gibi arz yönlü unsurlar ve kurumsal yatırımcılara yatırım yapan yatırımcıların eğitim, gelir düzeyi gibi talep

yönlü unsurlar etkili olmaktadır (Khorana, Servaes, Tufano, 2005). Ancak bu farklılıklar görülse de kurumsal yatırımcılar küresel finans sistemi içinde giderek daha fazla etkiye ve öneme sahip oldukları görülmektedir. Nitekim 1950’li yıllarda ABD’deki hisse senetlerinin %10’luk kısmı kurumsal yatırımcıların sahipliğindeyken bu oranın 2005 yılından itibaren %70 olduğu ve aynı zamanda kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğünün de arttığı görülmektedir (Starks, 2007). Kurumsal yatırımcıların giderek önem kazanması, finansal piyasaların gelişmesini yardımcı olmakta, finansal piyasaların aracılık fonksiyonunu daha iyi yerine getirmesini sağlamakta ve tasarrufların değerlendirilerek ekonomiye kazandırılmasına aracı olmaktadır (BIS, 2007).

Finansal sistem içinde kurumsal yatırımcılarca yönetilen fonların yatırım tercihleri, varlık seçimleri ve işlemlerinin yönü, piyasaların eğilimini ve varlıkların fiyatını yakından etkilemektedir. Finans yazınında kurumsal yatırımcıların finansal piyasalar üzerine etkileri, varlık fiyatları üzerine etkileri üzerine çok sayıda çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların sermaye hareketleri dolayısıyla özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine verdiği katkı ve bu ülkelere çıktıklarında oluşan krizler, çok sayıda çalışmanın konusunu oluşturmuştur. Özellikle hedge fonların(serbest fonların) küresel ölçekte getirinin yüksek olduğu ülkelere yatırım yapması ve daha sonrasında çeşitli gerekçelerle bu ülkelere ayrılması, ülkelerin finansal krize girmesine neden olmuştur. Ancak bu çalışma kapsamında kurumsal yatırımcıların, genel olarak ekonomiye ve finansal sisteme etkilerinden çok sermaye piyasalarında işlem gören hisse senedi tercihleri ve bu hisse senedi getirilerinden nasıl etkilendikleri, izledikleri yatırım stratejileri araştırılmıştır.

Kurumsal yatırımcılar, çok farklı ölçekteki yatırımcıların birikimlerini birleştirerek portföy oluşturmaktadır. Bu portföyün oluşumu, yönetimi, kurumsal yatırımcıların yapısına göre farklılık gösterebilmektedir. Örneğin Ferreira ve Matos (2008), yaptıkları çalışmada kurumsal yatırımcılarla ilgili iki farklı gruplama yapmıştır. Buna göre yatırım fonu danışmanları ve yöneticileri bağımsız kuruluşlar olarak belirtilirken, banka ve sigorta şirketleri gibi kuruluşların olduğu kurumsal yatırımcılar ise gri kuruluşlar olarak belirtilmiştir. Bu ayrımın gerekçesi bağımsız kuruluşların gri kuruluşlara göre daha bağımsız hareket edebilmeleri olarak gösterilmiştir. Kurumsal yatırımcıların da bu şekilde farklı özelliklere sahip olması sermaye piyasalarındaki işlemlerin, yatırım stratejilerinin, kullandıkları yöntemlerin de farklılık göstermesine neden olmaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcılar üzerine yapılan çalışmaların, kurumsal yatırımcıların performanslarının ölçümüne, yatırım stratejilerine ve yatırım davranışlarına yoğunlaştığı görülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri, araştırmaların amaçlarına göre çeşitlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse fiyatlarındaki etkileri, yaptıkları işlemler dolayısıyla ve hisselerin izlenmesinden dolayı etkiler olmak üzere iki farklı boyutta değerlendirilmektedir. Buna göre kurumsal yatırımcıların işlemleri dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemeleri, yatırım tercihleri ve rasyonel gerekçelerle sürü davranışında bulunmalarından kaynaklanmaktadır (Starks, 2007). Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların hisse senedi fiyatları üzerinde, portföylere olan fon akışlarının; piyasa etkinliğinin ve kurumsal yatırımcıların bu süreçteki rolünün; kurumsal yatırımcıların gürültü ticareti ile ilişkisinin ve portföy oluşturmada kullandıkları yöntemlerin etkili oldukları görülmektedir.

6.1. FON AKIŞI VE HİSSE GETİRİLERİ

Kurumsal portföylerin, yatırımcılardan gelen birikimlerle oluştuğu kabul edildiğinde, fon yatırımcılarının portföylere olan ilgisiyle hisse senedi getirilerinin aynı yönlü olabileceği varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle yatırımcıların bir yatırım fonuna daha fazla yatırım yapması, bu yatırım fonunun portföy büyüklüğünü artırmakta, yatırım fonu da mevcut veya yeni hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Fon akışı pozitif olduğunda, portföy stratejisine göre mevcut veya yeni hisse senetleri portföye dahil edilirken; negatif fon akışı olduğunda ise bunu karşılamak üzere portföyden bazı hisse senetlerinin çıkartılması gerekmektedir. Pozitif fon akışı hisselerde talep yönlü bir etki oluştururken negatif fon akışı ise hisse senetlerinde arz yönlü bir etki oluşturacaktır. Bu süreç fon akışı ile ilgili hisselerin getirileri hatta tüm piyasa getirisi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını mümkün kılabilir. Bu ilişkiye yönelik yapılan çalışmalarda farklı sonuçların ortaya çıktığı görülmektedir.

Warther (1995), tarafından yapılan çalışmada üç aylık ve aylık veriler kullanılarak yatırım fonlarına olan fon akışları ile piyasa getirileri arasında anlamlı düzeyde eş zamanlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmada fon girişleriyle geçmiş dönem getirileri arasında veya fon girişleriyle gelecek dönem getirileri arasındaki ilişkiye yönelik herhangi bir bulguya ulaşılmamıştır.

Zhang ve Edwards (1998), 1961-1996 döneminde yatırım fonlarına ait konsolide aylık fon akışlarıyla ile piyasa getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Konsolide fon akışlarıyla piyasa getirisi arasında eş zamanlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. İlişkinin nedensellik yönünün piyasa getirisinden konsolide fon akışına doğru olduğu belirtilmiştir. Buna göre piyasa getirisinin artmasıyla birlikte bireysel yatırımcıların yatırım fonlarına yöneldikleri görülmüştür.

Wermers (1999), tarafından yapılan çalışmada ise fon girişleri ile hisselerde görülen kurumsal sürü davranışı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Buna göre çeşitli düzeylerdeki sürü davranışı değerleriyle yatırım fonu endüstrisine olan beklenen veya beklenmedik fon girişleri arasında çok düşük düzeyde ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca göre olumlu geri bildirim işlemleri ve bu işlemlerin hisse getirilerindeki etkisi, yatırım kararlarının fon yöneticisi düzeyinde gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır. Yatırım kararları, hangi hissenin seçilmesi gerektiği fon yatırımcısı düzeyinde karar verilmediğinden, fon girişlerinin hisselerde görülen sürü davranışında veya hisse getirileri üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Konsolide fon akışlarıyla piyasa getirilerini arasındaki ilişkiyi günlük verilerle araştıran Edelen ve Warner (2001), gün içerisinde fon akışlarından sonra hisse getirilerinin oluştuğunu ve nedenselliğin fon akışından hisse getirisine doğru olduğu sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin piyasa getirisi üzerinde etkili olduğu da belirtilmiştir.

Endeks yatırım fonlarıyla ilgili yapılan bir çalışmada ise Goetzmann ve Massa (2003), fon akışlarıyla piyasa getirilerini incelemiştir. Günlük verilerin kullanıldığı bu çalışmaya göre, piyasalardaki gelişmelerin fonlara olan nakit akışlarından kaynaklandığını, genel piyasanın eğiliminin, yatırımcıların fonlara olan ilgisine göre tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre yatırımcılar, piyasadaki geçmiş getirilere asimetrik olarak tepki vermektedir. Diğer bir ifadeyle piyasa düştükten sonra hisseler satılırken önceki gün yükseliş varsa hisselerde alım olmamaktadır.

Philippas (2003) ise 1996-2001 yılları arasında günlük verileri kullanarak endeks getirisi ile gecikmeli fon akışları arasında negatif bir ilişkinin bulunduğunu, eş zamanlı fon akışlarıyla endeks getirisi arasında ise herhangi bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca yatırım fonu yatırımcılarını yatırım deneyimi açısından tecrübesiz olarak nitelendirilmekte ve bunların piyasaya göre ters işlem yaptıklarını belirtilmiştir.

Campenhout (2004), 11 farklı Avrupa ülkesindeki yatırım fonları üzerinde yaptığı çalışmada, toplulaştırılmış fon akışları ile gecikmeli piyasa getirileri arasında ve gecikmeli fon endüstrisi getirileri arasında anlamlı pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada zaman serisi yöntemi kullanılarak fon akışlarıyla eş zamanlı piyasa getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bulgulara ulaşılmamıştır. Aynı çalışmada fon akışlarının, piyasa getirileri hakkında bilgi vermediği belirtilirken; piyasa getirilerinin, toplulaştırılmış fon akışlarının Granger nedeni olduğu vurgulanmıştır.

Nanda, Wang ve Zheng (2004) yatırım fonu performansı ile fon akımı ilişkisinin pozitif olduğu kadar karmaşık olduğu sonucuna ulaşmıştır. Buna göre yatırımcılar, orantılı olmayan şekilde iyi performansa sahip fonlara ilgi gösterirken düşük performans gösteren fonlardan birikimlerini geri çekerek cezalandırmaktadır. Yüksek performans gösteren fonlara olan ilgi ile düşük performans gösteren fonlardan çıkışlar arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Konsolide fon akışlarının finansal piyasalara etkisi bulunduğu kabul edildiğinde, bu ilişkiyi açıklamaya yönelik çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir (Campenhout, 2004). Buna göre muhtemel etkiler, sürü davranışı, olumlu geribildirim işlemi (momentum stratejisi), piyasa etkinliği ve gürültü ticareti boyutlarındadır.

Bu alanda yapılan çalışmalar, yatırımcıların yatırım fonlarına olan ilgileriyle piyasa getirileri arasında bir ilişkinin bulunduğunu ancak aralarındaki nedensellik yönünde farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle yatırım fonunun varlık seçimlerinden kaynaklanan yüksek performans dolayısıyla mı yatırımcılar bu fonları tercih etmekte veya yatırımcıların ilgisiyle mi yüksek performans gösterildiği konusunda farklılıklar görülmektedir. Bununla birlikte yatırım fonlarına olan nakit akımı, fonun portföyünü büyütmeyle birlikte portföye seçilecek varlıkların seçilmesini doğrudan etkilememektedir. Portföyün büyümesine karşın, portföy yöneticisi, nakit girişlerinden önce bulunan varlıkların yapısını değiştirebilmektedir. Dolayısıyla yatırım fonlarına olan nakit akışı neticesinde yatırım yapılacak hisselerin seçilmesinde fon yatırımcısı değil fon yöneticileri belirleyicidir.

6.2. PİYASA ETKİNLİĞİ VE KURUMSAL YATIRIMCILAR

Etkin piyasalar hipotezi oldukça uzun zamandır finans teorisinin merkezinde yer almaktadır. Fama (1970) tarafından etkin piyasa, varlık fiyatlarının daima mevcut bilgileri yansıttığı şeklinde belirtilmiştir (Shleifer, 2000, s. 2). Etkin piyasa hipotezi, tam rekabetçi piyasa koşulları bulunan piyasalarda, işlem yapanların davranışlarını açıklamaya çalışan bir teori olmaktadır. Piyasada oluşan yeni bilginin yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiği, fiyatlar üzerinde nasıl bir etki oluşturduğu konusu üzerinde durmaktadır (Fama, 1970).

Etkin piyasa hipotezi, piyasaya gelen yeni bir bilginin, varlıkların fiyatları üzerinde etkili olacağı ve belirli bir zamanda finansal varlıkların piyasadaki bütün bilgileri yansıttığı varsayımına dayanmaktadır. Etkin piyasa hipotezine göre piyasa etkin olduğunda, finansal varlıklarla ilgili bir bilgi ortaya çıktığında, bütün

yatırımcılar bu bilgiye sahip olduklarından fiyatlar içsel değeri yansıttığından piyasadaki yatırımcılar riske uyarlanmış aşırı getiri elde edemeyecektir. (Steven L. Jones, 2008)

Etkin piyasalar hipotezinin varsayımları, koşulları şu şekilde sıralanmaktadır:

- Piyasada birbirini etkilemeyecek kadar çok sayıda yatırımcı bulunmaktadır.
- Yatırımcıların temel amacı nihai zenginliğini, faydasını en üst düzeye çıkarmaktır.
- Yatırımcılar risk ve getiri özelliklerine göre yatırım yapmaktadır.
- Rasyonel yatırım, rasyonel düşünce esastır.
- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- Yatırımcıların yatırım ufukları aynıdır.
- Piyasadan elde edilebilen bilgilerin maliyeti düşüktür.
- Piyasada yapılan işlemlerin maliyeti yoktur.
- Piyasanın kurumsal yapısı gelişmiş olup herkese eşit fırsat tanınmaktadır

Günümüzde bilişim teknolojilerinin de gelişmesiyle, sermaye piyasalarında finansal varlıklara ilişkin çok çeşitli haber kaynakları bulunmaktadır. Birbirinden farklı teknikleri ve yöntemleri kullanan uzmanlar haber kaynaklarından yararlanarak birbirinden bağımsız ve farklı beklentiler geliştirmek amacıyla değerlendirmeler yapmaktadırlar. Bu nedenle uzmanlar, belirli bir finansal varlık değerine ilişkin farklı yargılara ulaşabilmektedirler. Söz konusu yargılar, piyasaya alım veya satım emirleri şeklinde yansımakta ve uzmanların yeni bilgilerden yararlanarak oluşturdukları değerlendirmeler, yeni fiyatların oluşmasını sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, piyasaya yeni gelen bilgi alım ve satım işlemleri şeklinde piyasaya yansımakta,

piyasada yeni bir denge oluşturmaktadır. Ancak bu denge durağan bir denge olmamaktadır. Çünkü gelen her bir yeni bilgi; finansal varlıkların dengelerini değiştirmekte, fiyat da bu değişime göre yeniden oluşmaktadır. Bu nedenle finansal piyasalarda sürekli değişen bir denge bulunmaktadır. Bir piyasanın etkinlik derecesi, piyasaya gelen bilginin fiyatlara ne kadar hızlı ve ne ölçüde yansıdığına bağlıdır. Finansal piyasaların etkinliğiyle ilgili üç farklı etkinlik kavramı bulunmaktadır:

Bilgisel Etkinlik; Finansal varlığın fiyatının o an için ilgili tüm bilgileri yansıttığı ve dolayısıyla bu bilgilere sahip olunmasıyla aşırı kazanç sağlanamamasıdır. Finansal piyasaların etkinliği daha çok bilgisel etkinlikle ilgilidir.

İşlemsel Etkinlik; Finansal piyasalardaki işlemlerin düşük maliyetle gerçekleştirilmesidir. İşlemlerin kolay bir şekilde gerçekleşebilmesidir.

Dağıtımsal Etkinlik; Ülke kaynaklarının finansal varlıklar aracılığıyla yatırımcılar arasında optimal düzeyde dağıtımının sağlanmasıdır. Bilgisel ve işlemsel etkinliğin olmadığı durumda kaynaklar optimal dağıtılmamakta, dağıtımsal etkinlik sağlanamamaktadır.

Varlık fiyatlarının bilgi bakımından etkin olup olmadığı, bilginin fiyatlara yansımaya süreci ile ilgili finans alanında çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Menkul kıymetler, bilgisel olarak etkinse aktif portföy yöneticilerince alınan ücretler savunulamamaktadır (Davis J. , 2006). Dolayısıyla bilgi açısından etkin olan varlık fiyatlarının bulunduğu piyasada ayrıca portföy yönetimi için ücret ödenmesi üstün bir getiri elde edilmesini sağlamayacaktır. Etkin piyasalarla ilgili yapılan çalışmaların farklı yaklaşımlarla ulaştıkları etkin piyasa ortak özellikleri şunlardır (Davis J. , 2006).

Getirilerin Tahmin Edilebilirliği: Gerçekleşen getirilerle tahmin edilen getiriler arasındaki farklılık tahmin edilemez olmalıdır. Bu konuyla ilgili iki farklı yaklaşımda çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Zaman serileri ile yapılan çalışmalara göre yatırımcılar zaman dönemlerinde piyasanın aşırı yüksek ve düşük getiri sağlayacağını tahmin edemeyecektir. Yatay kesit yapılan çalışmalar ise hangi hisselerin farklı dönemlerde aşırı yüksek ve aşırı düşük getirilere sahip olabileceğini tahmin edemeyecektir. Her iki yaklaşımda da getirinin hangi kısmının aşırı olduğunu belirlemek amacıyla gerçekleşen getirilerle beklenen getiriler karşılaştırılmaktadır.

Reel Ekonomi ile Finansal Piyasaların Bağlantısı: Beklenen getirilerdeki yatay kesit farklılık, ekonomide anlamlı etkileri bulunan risk faktörleriyle ilgili olmalıdır. Ekonominin tamamını etkileyen unsurların hisse senetlerinde risk primi olarak değerlendirmesi gereklidir.

Performans Sürdürülebilirliği: Profesyonel fon yöneticileri finansal bilgileri analiz ederek sürekli olarak yüksek getiri kazanmamalıdır. Bilgilerin fiyatlara yansıdığı durumda mevcut bilgilerin toplanması ve analiz edilmesi yatırımcılara herhangi bir karşılık sağlamayacaktır. Bazı dönemlerde şans eseri bazı yatırımcılar yüksek getiriler elde edebilecekse de etkin piyasanın olduğu durumda yatırım analizi yeteneklerine sahip bazı yatırımcılar bu yeteneklerini kullanarak sürekli olarak kazanç elde edemeyeceklerdir.

Grossman ve Stiglitz (1980), bilginin fiyatlara nasıl yansıdığına ilişkin bir yaklaşım ortaya koyarak, bilginin maliyetli olduğunu ve yatırımcıların bu bilginin karşılığını alabildiği durumda bilgi maliyetine katlanacaklarını belirtmiştir. Diğer taraftan bilginin varlığı belirsizliği ortadan kaldırdığı için beklenen aşırı getiriler azalmakta, riskli varlıkların fiyatı bonoların fiyatına yaklaşmaktadır (Muendler,

2007). Yatırımcıların bilginin maliyetini ortadan kaldırarak mümkün olduğunca ilgili varlığın riskini azaltması beklenmektedir. Ancak bilginin maliyeti yükseldikçe yatırımcılar bunun karşılığında daha yüksek getiri beklentisine sahip olabilmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar bilginin toplanması ve analizi için gerekli maliyetlere, marjinal katkının marjinal maliyete eşit olduğu noktaya kadar katlanmaktadırlar.

Bilgili yatırımcı davranışı hipotezi de esasen bilginin maliyetli olmasına dayanmaktadır. Bu doğrultuda bilgi elde edilmesi ve analiz edilmesi maliyetine katlanmadan diğer yatırımcıların taklit edilmesi maliyetlerin azalmasını, yatırımcıların tasarruf etmesini sağlayabilmektedir. Yatırım fonu yatırımcılarının sahip olduğu bilgilerle yatırım yapıldığında veya üstün bilgiye sahip olduğu düşünülen yatırımcıların davranışları taklit edildiğinde hisse senetlerinin fiyatlarında oluşacak değişim diğer yatırımcılar için de sinyal içerebilecektir. Bu döngünün devam etmesiyle, bilginin ortaya çıkmasına piyasa tepki vermekte, fiyatlar ve fon akışları pozitif bir ilişki içinde olabilmektedir (Campenhout, 2004). Bu bakış açısına göre yatırımcılar bütün işlemlerini rasyonel gerekçelerle yapmaktadırlar. Ancak piyasalardaki eğilimlerin, yatırımcıların tamamen bilgiye dayalı olarak rasyonel yatırım yaptığı varsayımı da her zaman gerçekçi olmayabilmektedir. Bilginin fiyatlara yansıdığı, piyasaların mükemmel düzeyde etkin olduğu kesinlikle yanlış kabul edilirken, son yıllardaki portföy yöneticilerinin performansları ışığında rasyonel fiyatlamanın maliyetli bilgi ile olabileceği gerçeğe uygun bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir (Davis J. , 2006).

Kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışının temelinde yatırımcılara uzman portföy yönetimi imkanı sağlamaları ve küçük birikimlerin bir araya gelmesiyle sağlanacak sinerji bulunmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yatırımcılar yatırım

kararlarında çok sayıda analiz kullanarak karar vermeyi ve bilgi sahibi olarak işlem yapmayı hedeflemektedirler. Kurumsal yatırımcıların tamamen profesyonel şekilde araştırmalarda bulunduğu, önyargılardan uzak oldukları ve iyi firmalar hakkında bireysel yatırımcılardan daha fazla heyecan duyduklarını belirtilmiştir (Lakonishok, Shleifer, Vishny, 1994). Ayrıca kurumsal yatırımcıların bilgilerin elde edilmesi için gerekli verilerin toplanması ve analizlerin yapılması için önemli düzeyde kaynak ayırdıkları ve ilgilenilen firmalardan ayrıcalıklı bilgi de alabildikleri belirtilmiştir. Kurumsal yatırımcıların kullandıkları analizler ekonomi dergilerinin yorumlanması, şirket yöneticileriyle yüz yüze yapılan görüşmelere kadar farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Hatta bazı fon yöneticileri ilgili şirketin işleri yetiştirmek için çalışanlarını fazla mesai yaptırıp yaptırmadığını kontrol etmek amacıyla akşam saatlerindeki araç parkını gözlemleyebilmektedir. Bu fon yöneticileri hisseyi almadan önce yöneticilerinin yeteneklerini, araştırma-geliştirme faaliyetlerinin başarısını ve rekabetçi avantajını araştırmaktadır (Edwards, 2000) (Zhao J. , 2006). Kurumsal yatırımcıları bireysel yatırımcılardan ayıran temel özellik, tüm gayretlerini, yönettikleri portföylerin performansına yönlendirmeleri ve elde ettiği bilgileri uygun yapıya dönüştürmeleridir. Bu özellik doğrultusunda kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre üstün kabul edilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların piyasadaki diğer yatırımcılara göre daha üstün olduğu ve kurumların portföylerindeki varlıkların da buna göre seçildiğine inanılmaktadır. Kurumsal yatırımcıların bilgi açısından daha üstün olduğuna ilişkin başlıca iki gerekçe gösterilmektedir. İlk olarak kullanılan teknoloji sayesinde ve bilginin işlenmesinde diğer yatırımcılara göre avantajların bulunması gösterilmektedir. İkinci gerekçe ise aynı bilgilere sahip olsalar bile, yani bilgi

avantajına sahip olmasalar bile, bireysel yatırımcılara göre bilgilerin analiz edilmesi ve yorumlanmasında daha rasyonel yatırım yapmalarıdır. Ampirik çalışmalarda kurumsal portföylerin riske göre düzeltilmiş getirileri, piyasadaki diğer yatırımcılara göre daha yüksektir. Benzer şekilde kurumsal sahiplik düzeyinin, getirilerin tahmininde diğer unsurlara göre daha güçlü bir tahmin edici olduğu sonucuna da ulaşılmıştır (Kovtunenko, Sosner, 2004). Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalardaki öneminin giderek artması, bu yatırımcılarca yapılan işlemlerin hisse fiyatlarındaki fiyat etkinliği üzerindeki etkilerinin belirlenmesine önem kazanmıştır. Kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemlerle hisse fiyatları üzerinde etkili olduğu, likiditesini artırdığı, bilginin hızlı şekilde fiyata yansımalarını sağladığı yapılan çalışmalarda belirtilmiştir.

Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgi elde edilmesiyle ilgilendiklerinden, kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin daha yüksek düzeyde fiyat etkinliğine yol açabileceğine ilişkin iki yaklaşım gösterilmektedir (Shu, 2009). İlk olarak, aktif kurumsal işlemler bilginin fiyatlarla hızlı şekilde birleşmesine yardımcı olabilmektedir. Holden ve Subrahmanyam (1992) yaptıkları çalışmaya göre bilgiye sahip yatırımcılar arasındaki rekabet, bilginin ortaya çıkış sürecini kolaylaştırabilmekte ve fiyatlarda değişim görülmektedir. (Chakravarty, 2001) de kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin üstün bilgi dolayısıyla hisse fiyatlarında etkili olduğunu belirtmiştir. (Menkhoff, 2002) ise kurumsal yatırımcıların piyasada aşırı alım satım işlemleriyle ilgili olduklarını belirtmiştir. Buna göre kurumsal yatırımcıların işlem yoğunluğu, diğer yatırımcılar ve yatırım fonlarına yatırım yapanlarca üstün bilginin göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Yapılan diğer çalışmalarda ise Nofsinger ve Sias (1999), Griffin, Harris ve Topaloglu (2003) ve Sias, Starks ve Titman (2006) kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin hisse fiyatlarını hareket ettirebildiği sonucuna ulaşılmıştır. Nofsinger ve Sias (1999), kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olmasını farklı şekilde test etmiştir. Buna göre kurumsal sahiplik düzeyinde en fazla artan %10'luk kısımdaki hisse senetleri, kurumsal sahiplik düzeyinde en az düşen %10'luk kısma göre daha üstün bir performans göstermiştir. Bu çalışmaya göre kurumsal yatırımcılar momentum işlemi yaparak fiyatlar üzerinde önemli ölçüde etkili olmaktadır. Sonuç olarak kurumsal işlemler bilginin fiyatlara yansımaları sürecini hızlandırabilmekte ve hisse fiyatlarının temel değerlere doğru hareket ettirebilmektedir (Shu, 2009). Benzer şekilde Amerikan Depo Sertifikası (ADR) piyasasına yönelik yapılan DeQing Li (2006) çalışmada kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemlerle bilginin fiyata yansımaları hızını artırdığı öne sürülmüştür. Ayrıca kurumsal yatırımcıların bu piyasada işlem yaptıkları menkul kıymetlerde oynaklığın azalmasına yardımcı olduğu belirtilmiştir.

İkinci yaklaşım, yatırımcı bileşiminin fiyat etkinliği üzerindeki etkisi “arbitraj sınırı” ile belirtilmektedir (DeLong, Shleifer, Summers, & Waldmann, 1990). Gürültü ticareti yapan yatırımcılarının yaygın olması durumunda rasyonel yatırımcılar, yanlış fiyatlandırmaya yönelik arbitraja isteksiz kalacaklardır. Bu tür arbitrajların gelecek dönemde gürültü ticareti yapan yatırımcılar tarafından yanlış algılamaları derinleşecek ve hisse fiyatları, temel özelliklere dayalı değerinden daha fazla farklılaşacaktır. Bu nedenle rasyonel yatırımcılarca az işlem gören hisselerde fiyat etkinliği daha düşük olabilecektir.

Bununla birlikte bazı çalışmalar kurumsal yatırımcıların bilgi avantajı sağlamadığı ve kurumsal yatırımcıların işlemlerinin fiyat etkinliğini engellediğini öne sürmüştür. Brunnermeier ve Nagel (2004) yaptıkları çalışmada teknoloji balonun olduğu dönemde hedge fonlarının çok yüksek seviyelere çıkan hisse fiyatlarına karşı durmak yerine balonun içinde yer aldıkları ve balonun daha da büyümesine katkı sağladıkları sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Frazzini (2006) hisselerdeki kazanç sonrası eğilimlere yoğunlaşılması, yatırım fonu yöneticilerinin geçmiş dönem kazandıran hisselerin portföyden çıkarılması ve geçmiş dönem kaybeden hisselerin ise portföyde tutulması eğilimine yol açtığı bunun da fiyatların etkinliğinde engel olduğunu belirtmiştir.

Piyasa etkinliği rasyonel olmayan yatırımcıların birbirlerini dengelemedikleri durumda ortadan kalkabilmektedir. Rasyonel olmayan yatırımcıların kümelenerek alım yönünde işlem yapmaları veya aynı zamanda piyasadan çıkmaları piyasanın etkisizleşmesine neden olabilmektedir. Hatta hep birlikte yapılan işlemlerle rasyonel yatırımcıları yenebilmektedirler. Örneğin 100 TL'den işlem gören ABC hissesi 100 farklı yatırımcı tarafından izlenmektedir. Yatırımcıların 80'i, rasyonel ve gelecekteki potansiyeline göre değerinin 100 TL olduğuna karar vermiştir. Rasyonel olmayan diğer 20 yatırımcı ise hem alım hem de satım yönünde işlem yapmıştır. ABC şirketinin gelirinin artmasıyla, alıcıların istekliliğini de değerlendiren rasyonel yatırımcılar, asgari satış fiyatını 120 TL olarak belirlemiştir. Rasyonel olmayan 20 yatırımcı, momentum oyuncularını, yükselmeye başlayan bu hisseyi alarak 135 TL düzeyine çıkarmıştır. Böylece rasyonel yatırımcıların belirledikleri değerden de yüksek fiyattan alan bu yatırımcılar, yanlış yorumladığını düşünen 10 rasyonel yatırımcının da kendileriyle aynı yönde işlem yapmasında etkili olmuştur. Bu 10

rasyonel yatırımcının da işlemleriyle ABC hissesi 145 TL düzeyine yükselmiştir. Bu süreç sarmal halini alabilmekte ve olumlu geribildirim olgusuyla değerlemede farklılıklar görülebilmektedir. Ortaya çıkan bu durum rasyonel olmayan 20 yatırımcının aynı yöndeki işlemleri ve bu sürece yardımcı olan ABC şirketiyle ilgili olumlu haberler sayesinde gerçekleşmiştir. Benzer şekilde rasyonel olmayan yatırımcılar aynı varlıkları belirli bir süreliğine portföylerinde bulundurmaları ve piyasadan aynı zamanda çıktıklarında piyasada balonların, panik ortamının oluşması hatta krizlerin oluşmasına neden olabilmektedir (Kestner, 2003, s. 23).

Kurumsal yatırımcıların uluslararası etkileriyle ilgili olarak, portföy yatırımları, gelişmekte olan ülkelerin gelişmesindeki temel unsur olmaktadır. Ancak bu piyasalarda portföy yatırımlarıyla birlikte gelişmekte olan piyasalarda farklı nitelikte balonlar oluşmuş ve izleyen dönemlerde bozulmalar görülmüştür. Finansal piyasalarda yaşanan krizler yalnızca belirli ülkelerle sınırlı kalmadığı gibi bölgesel nitelikte de kalmamıştır. Örneğin Latin Amerika'da yaşanan Tekila krizi ile birlikte yatırım fonlarının Asya ülkelerine yönelmeleri Meksika Pesosunda çöküşün yaşanmasına neden olmuştur. Tai Bahtının çökmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırım fonları, Hong Kong, Singapur ve Tayvan'da bulunan yatırımlarını önemli düzeyde geri çekerken Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Peru gibi ülkelerden de yatırımlarını geri çekmiştir. Benzer bir durum Rusya krizinde de görülmüştür. Bu kriz döneminde yatırım fonları, Malezya'da %30 ve Çek Cumhuriyetinde %16 düzeyinde satış yapmışlardır. Genel olarak finansal piyasalarda yaşanan krizin doğasında bulaşıcılık etkisinin olduğu üzerinde genel bir yaklaşım bulunmaktadır. Finansal bozulmanın etkileri ülkeler arasındaki uzaklığa bakmaksızın görülebilmektedir. Bu dönemlerde yatırım fonlarının eş zamanlı olarak farklı

ülkelerde aynı yönde işlem yapmaları, finansal bozulmanın etkileri daha da artmıştır (Kaminsky, Lyons, Schmukler, 2001).

Sonuç olarak piyasaların mükemmel düzeyde etkin olmadığı ancak maliyetine katılan bilgi ile birlikte rasyonel fiyatlamanın oluşabileceği, makul bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir. Bilginin fiyatlara yansımaları engellediği ve uluslararası boyutta fon hareketlerinin olumsuz etkilerinin bulunduğu görülmekle birlikte kurumsal yatırımcıların piyasaların işlerliğinde ve likiditesinde önemli katkılar sağladığı da görülmektedir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların davranışları zaman içinde değişebilmekte; belirli dönemlerde ve belirli hisselerde getirilerin farklılaşmasına neden olabilmektedir.

6.3. GÜRÜLTÜ TİCARETİ VE KURUMSAL YATIRIMCILAR

Yatırımcılar kararlarını rasyonel gerekçelerle taleplere yansıtırlarken talepteki tüm değişimler rasyonel olmayabilmektedir. Hisse senedi taleplerindeki rasyonel değişimler, piyasa etkinliği kapsamında bilgilerin fiyatlara yansımaları ile ilişkilidir. Ancak talepte oluşabilecek değişimler, yatırımcıların bilgiye dayanmayan kararları veya rasyonel olmayan sinyallerin değerlendirilmesinden de kaynaklanabilmektedir. Bilgiye dayanmayan ve doğru olmayan sinyallere dayalı işlem yapanlar gürültü ticareti veya söylenti ticareti olarak belirtilmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi doğrultusunda yatırımcıların rasyonel olduğu ve her bir varlığın gelecekteki nakit akımlarının risk özelliklerine göre indirgenerek değerlendirildiği kabul edilmektedir. Şirketin temel değerini etkileyecek bir gelişmenin rasyonel yatırımcılarca fiyatlara yansıtıldığı ve böylece bilginin hızlı bir şekilde fiyatlara yansıdığı görülmektedir. Bununla birlikte bazı yatırımcıların rasyonel

olmadığı ancak bu yatırımcıların işlemlerinin rastsal olduğu ve bu işlemlerin birbirlerini dengeleyerek fiyat üzerindeki etkilerinin bulunmadığı kabul edilmektedir. Yatırımcıların rasyonel olduğu yaklaşımı genişletildiğinde, rasyonel olmayan yatırımcıların aynı yöndeki işlemleri arbitraj olanağı sağlamaktadır. Fiyatlarda ortaya çıkan arbitraj olanağının rasyonel yatırımcılarca fark edilerek kullanılması fiyatın temel değere yaklaşmasını sağlamaktadır (Shleifer, 2000). Diğer taraftan bazı yatırımcıların bilgi yerine gürültü ticaretiyle uğraşabileceğini belirtilmektedir. Ancak bu şekilde gürültü ticareti yapan yatırımcıların bilgiye dayanmayan yaklaşımları birbirleri arasında korelasyon oluşturmamakta ve her birinin fiyat üzerindeki etkisi dengelenmektedir. Rasyonel davranmayan bu yatırımcıların yaklaşımları arasında korelasyon bulunsa da bu durum uzun dönemde rasyonel yatırımcıların arbitraj işlemleri ile fiyatlar temel değerlere yaklaşmaktadır. Böylece rasyonel yatırımcılar rasyonel olmayan yatırımcıları piyasadan dışlayarak fiyatların temel değerlere yaklaşmasını sağlamaktadırlar (Beaumont, Daele, Frijns, Lehnert, 2006).

Bilginin fiyatlara yansması sürecinde, doğru olmayan veya bilgiye dayanmayan gerekçelerle oluşan gürültü, bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcılar için arbitraj olanağı sağlarken, fiyatların da zaman içinde dengelenebilmesini sağlayabilmektedir. Ancak bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcılar, ortaya çıkan arbitrajı belirli bir seviyeye kadar kullanacaklardır. Örneğin gürültü ticareti sonucunda hisse fiyatının aşırı düşmesi ile ortaya çıkan arbitraj, bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcıların fiyatın yeniden yükseleceği varsayımıyla ilgili hissede alım yapabilmesine neden olabilmektedir. Ancak fiyatların yeniden dengelenmesinden önce hisse satılmak istendiğinde zarar edilebilecektir. Dolayısıyla arbitraj olanağı bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcılarca belirli bir yere kadar değerlendirilmektedir.

Bu durum “arbitraj sınırı” ile belirtilmektedir (DeLong, Shleifer, Summers, Waldmann, 1990). Gürültü ticaretinin yaygın olduğu hisselerde bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcılar, gürültüye dayalı işlem yapan yatırımcıların gelecek dönemlerdeki algılamalarının daha da derinleşmesini önlemek amacıyla ortaya çıkan arbitrajdan yararlanmaya isteksiz kalacaklardır. Bu nedenle bilgiye dayalı yatırım yapan rasyonel yatırımcıların az işlem yaptığı hisselerde fiyatların etkinliği düşük olabilmektedir.

Gürültü ticaretinin oluşturduğu yapay talep değişimi, bilginin fiyatlara yansımaları sürecinde, hisse senetlerinin getirilerinde uzun süreli olmayan farklılaşmaya da yol açabilmektedir. Gürültü ticaretinin yoğun olduğu piyasalarda veya hisselerde ortaya çıkan olumlu(olumsuz) bir bilginin getiri üzerinde olumlu(olumsuz) bir etkiye sahip olması beklenirken tam tersi bir sonuçla da karşılaşılabilir. Bununla birlikte rasyonel yatırımcılarca bilginin algılanması, yatırımcıların aynı beklentiye sahip olmasına veya aynı yönde işlem yapmasına neden olabilecek dolayısıyla işlemlerin gerçekleşebilmesi zorlaşacaktır. Yatırımcılar aynı bilgi düzeyine sahip olduklarında, yapılacak işleme taraf bulunamayacağından likidite de ortadan kalkacaktır. Bu nedenle işlemlerin gerçekleşebilmesi için gürültü ticaretinin de piyasalarda yer alması gerekmektedir.

Rasyonel davranmayan yatırımcıların düşük fiyatlanmış olan varlıkları almak yerine aşırı fiyatlanmış varlıklara yöneldikleri ve bu şekilde pasif yatırımcılardan daha düşük düzeyde getiri elde etmektedirler. Buna göre rasyonel olmayan yatırımcılar zaman içinde giderek zarar etmektedirler. Bu yatırımcılar sonsuza dek zarar ederek piyasada işlem yapmaya devam etmek yerine, bir süre sonra varlıklarını kaybederek piyasadan çekilmektedir (Shleifer, 2000). Yatırımcıların rasyonel

yatırımcı veya rasyonel olmayan yatırımcı olarak nitelendirmesinin yanı sıra karar verme sürecinde etkili olan, davranışsal finans kapsamında incelenen faktörlerin de değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu itibarla yatırımcıların bilgiye dayalı işlem yapmalarının yanında karar verme sürecinde etkili faktörlerin de rasyonel yatırımcı bağlamında ele alınması gereklidir.

Bireysel yatırımcılar her zaman rasyonel davranmadıkları gibi kurumsal yatırımcılar da rasyonel davranmayabilmektedir. Birçok yatırım fonu belirledikleri kıyaslama ölçütüne göre başarısız görülmekten kaçınmak veya diğer rakiplerine göre farklılaşmamak amacıyla sürü davranışında bulunabilmektedir. Hatta dönem sonlarında portföy içeriklerinin yatırımcılarca başarılı gözükmesi için son dönemde kaybettiren hisseler satılırken portföye bu hisselerin yerine son dönemde kazandıran hisse senetleri alınabilmektedir (Shleifer, 2000). Kurumsal yatırımcıların da bazı durumlarda gürültü ticareti ile ilgili oldukları görülmektedir. Bireysel yatırımcılarda olduğu gibi kurumsal yatırımcılarda da farklı gerekçelerle farklı yatırım davranışları görülebilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiye dayalı işlem yapmak yerine, rakiplerinin performansına göre kıyaslanabileceği varsayımıyla rakiplerini taklit edebilmektedir. Sürü davranışı(herding) olarak adlandırılan bu davranışın rasyonel gerekçelerle olduğu kadar rasyonel olmayan gerekçelerle de kurumsal yatırımcılarca uygulandığı görülmektedir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların yatırım stratejilerinde önceki dönemde kazandıran hisseleri portföyüne eklerken veya ağırlığını artırırken, kaybettiren hisseleri portföyden çıkarmakta veya ağırlığını azaltabilmektedir. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcıların davranışlarını yansıtan olumlu geri bildirim(momentum yatırım stratejisi) davranışının da bilgiye dayalı işlem kapsamında değerlendirildiği görülmektedir.

6.4. KURUMSAL YATIRIMCILARIN FON AİLELERİNE BAĞLI OLMASI VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Fon ailelerinin bir parçası olarak yatırım fonları, optimal risk getiri düzeyini hedeflerken fon ailesinin itibarı açısından daha ihtiyatlı daha dengeli davranabilmektedir. Bu dengenin sağlanmasında fon ailelerindeki diğer fonların portföy tercihleri taklit edilebilmektedir. Fon ailelerinin bulunması, yatırım fonlarının bilgiye kolay erişimini, daha ucuz maliyetli işlem yapılmasını sağlarken yöneticilerin yeteneklerinde etkileşime neden olmakta ve fon ailesi kapsamındaki fonların sürü davranışında bulunmalarını teşvik etmektedir. Fon ailelerin büyüklüğü maliyetlerde ölçek ekonomisi sağlarken sürü davranışı üzerinde de etkilidir (Nanda, Wang, Zheng, 2004).

Kurumsal yatırımcıların fon aileleriyle ilişkili olması, maliyetlerin azalmasını ve portföy getirilerinin artmasını sağlarken fon yöneticilerinin yatırım yeteneklerinin kullanılması üzerinde olumsuz bir etkiye neden olabilmektedir. Fon ailelerinin sahiplik açısından ilişkili olduğu hisseleri tercih etmesi veya yatırım fonlarınca alınan hisse senetlerinin fon ailesindeki diğer yatırım fonlarınca satılmaması, aynı yönlü işlem yapılması, yatırım davranışlarını etkileyebilmektedir. Fon ailesinin portföy büyüklüğü arttıkça belirli hisselerde aynı yönlü yatırım yapılmasıyla piyasanın geneli üzerindeki etki de artabilecektir.

Fon ailelerinin büyüklüğünün yatırım davranışları üzerinde etkili olduğu görülmektedir. 14 yıllık bir dönemde 366 fon ailesi incelenmiş, göreceli olarak daha büyük fon aileleri yenilikçilik eğiliminde iken küçük fon ailelerinin ise diğer fon ailelerini taklit etme eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır (Khorana, Servaes, 1999).

Fon ailelerinin büyüklüğü, bilgiye erişim ve yönetim maliyetlerinde ölçek ekonomisi sağlamaktadır. Bununla birlikte yatırım fonu ailelerinin büyüklüğü, sürü davranışının artmasına neden olarak bilginin fiyatlara yansımını olumsuz etkileyebilmektedir. Bu etki, fon aileleri bünyesindeki bazı fonlara daha fazla risk yüklenerek yıldız fon oluşturulduğu stratejilerde daha da güçlenebilmektedir.

Yatırım fonlarının, portföy büyüklüğü bakımından olduğu kadar sayı bakımından da son yıllarda hızlı bir artış içinde olduğu görülmektedir. Çok sayıda yatırım fonunun, yöneticilerinin hatta yatırım yaptığı varlıkların bile aynı olduğu; her bir yatırım fonunun aslında büyük portföyün farklı özelliklere göre yapılandırılmış bir parçası olduğu belirtilmektedir. Bu durum dikkate alındığında toplam yatırım fonlarının sayısının üçte birine düştüğü görülmektedir. Fon aileleri, mevcut fonlara ilaveten yeni fon kurduklarında fonların daha önce göstermiş olduğu düşük performans algılamasını değiştirebilmek amacıyla yeni kurulan fonu yüksek performans gösterebilecek şekilde yıldız fon olarak yapılandırabilmektedir. Diğer taraftan fon aileleri yeni fon kurulmasını ölçek ekonomisinden yararlanmak amacıyla olduğu kadar yüksek ve düşük getirili fonlar arasında çeşitlendirme amacıyla da kurabilmektedir (Zhao, 2002). Bu amaçlarla oluşturulan yeni yatırım fonları daha yüksek performans sağlayabilmek amacıyla yüksek risk alabilmektedir. Yıldız fonlar oluşturulurken, diğer fonlar, fon ailesinin yatırım tercihleri doğrultusunda büyük ölçüde benzerlik gösterebilmektedir.

Yatırım fonlarına olan nakit akımlarında, yatırım fonunun geçmiş getirisi, maliyet yapısı ve fonun tanınırlık düzeyi kadar üyesi olduğu fon ailesi de etkili olabilmektedir (Goriaev, Nijman, Werker, 2002). Fon aileleri yeni yatırımcıların ilgisini kazanabilmek ve mevcut yatırımcıların beklentilerini gerçekleştirebilmek

amacıyla yüksek performansı hedeflerken fon yöneticilerinin yatırım davranışlarında etkili olabilmektedir. Bu etki doğrultusunda fiyat oluşumunda da farklılıklar görülebilmektedir.

Yatırım fonları, ayrı bir portföy olmasına karşın fon ailesinin bir üyesi olmasından dolayı insan ve bilgi kaynaklarının kullanılmasında esneklik imkanına sahiptir. Bu olanaklarla birlikte fon ailelerinin itibarı, yatırımcıların fonları tercih etmesinde ve yatırım fonunun takip edilmesinde katkı sağlamaktadır. Ayrıca yıldız fonların bulunduğu fon ailelerinin olan nakit akımlarının, yıldız fonu bulunmayanlara göre anlamlı düzeyde yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Nanda, Wang, Zheng, 2004). Bu sonuçların daha önce (Khorana, Servaes, 1999) tarafından ulaşılan, yeni yıldız fonların varlığının, fon ailesinin piyasa payı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuyla da uyumlu olduğu görülmektedir.

Yatırımcıların geçmiş performanslara bakarak yatırım fonlarını seçtiklerine yönelik çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Yatırımcılar üstün performans gösteren yıldız fonları tercih ederek ödüllendirirken, düşük performans gösteren yatırım fonlarını aynı oranda cezalandırmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla fon aileleri, yatırımcıların bu yaklaşımlarını kullanmak amacıyla yıldız fon oluşturma eğilimindedirler (Nanda, Wang, Zheng, 2004). Fon ailelerinde yıldız fonun bulunması kendisine olan ilgiyi artırdığı kadar fon ailesi içindeki diğer fonlara da ilginin artmasını sağlamaktadır.

(Kempf, Ruenzi, 2004) tarafından yapılan çalışmada, yatırım fonlarının performansı ile yatırım fonlarına olan akımlar arasında pozitif ve konveks bir yapının bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. 1993-2001 yılları arasında ABD’de faaliyet gösteren yatırım fonlarının incelendiği bu çalışmaya göre fon ailesinin sıralamasıyla

yatırım fonunun sonraki dönem büyümesi arasında pozitif ilişkinin bulunduğu, yatırım fonu yöneticilerinin rakipleriyle yarıştıkları gibi fon ailesi içindeki diğer fon yöneticileriyle de yarıştıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı fon aileleri kapsamındaki yatırım fonlarının kendi aralarındaki korelasyon ilişkisinin diğer fon aileleri ile olan korelasyonundan daha düşük veya daha yüksek olabileceğine ilişkin farklı gerekçeler sunulmaktadır. Aynı fon ailesi içinde yer alan yatırım fonlarının kendi aralarındaki korelasyonun düşük olmasına yönelik gerekçe, yatırım fonlarının yapısı itibarıyla çeşitlendirilmiş olmasıdır. Fon aileleri, fon yatırımcılarına yönelik farklı özelliklere sahip yatırım fonları sunarak çeşitlendirmeye gitmekte ve yatırımcıların diğer fon ailelerine yatırım yapmalarını önlemektedirler. Bununla birlikte aynı fon ailesi içindeki yatırım fonlarının aynı araştırma kaynaklarına bağlı olmaları ve farklı özelliklere göre oluşturulan yatırım fonlarının tanınırlık açısından aynı hisseleri tercih etmesi gibi nedenlerle aynı fon ailesi kapsamındaki diğer yatırım fonları arasında korelasyon yüksek olabilmektedir. (Elton, Green, Gruber, 2005) tarafından yapılan, 1998-2002 yılları arasında 100 farklı fon ailesi kapsamında 988 farklı yatırım fonlarının incelendiği çalışmada, aynı fon ailesinde yatırım fonları arasında korelasyonun daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Korelasyonun yüksek olmasında öncelikle fon ailesinin aynı hisselerle yatırım yapmasından ve aynı sektöre yatırım yapmasından kaynaklandığı belirtilmiştir. Buna göre sermaye bakımından birbirleriyle ilişkili yatırım fonlarının aynı hisseleri tercih etmeleri, hisse getirileri üzerinde etkili olabilmektedir.

Yatırımcıların yatırım fonu tercihlerinde, yatırım fonlarının geçmiş performansının etkili olduğu ve performans bakımından üst sıralardaki yatırım fonlarının daha fazla tercih edildiği belirtilmiştir. Bu durum da fon yöneticilerinin

birbirleri arasında rekabet etmelerine yol açmaktadır. Yatırım fonları yöneticilerinin rakipleriyle yarışma halinde olmaları yatırım kararlarında risk almaya teşvik ederken, fiyat oluşumuna da ters etkiye bulunabilmektedir (Kempf, Ruenzi, 2008). Fon yöneticileri diğer yatırım fonlarıyla rekabet halindeyken aynı fon ailesinde bulunan fon yöneticileriyle de rekabet etmekte ve daha fazla risk alabilmektedirler. Bu doğrultuda 1993-2001 yılları arasında 1954 yatırım fonunu kapsayan çalışmada, yatırım fonlarının rekabet ettiği bölümde yüksek performans gösterdikçe fona olan akımın da arttığı, fon ailesi içinde de benzer bir durum olduğu ve büyük fon ailelerinde bu etkinin daha da yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Kempf, Ruenzi, 2008). Böylece fon yöneticilerinin daha yüksek performans sağlama hedefi yatırım tercihlerinde riskli hisselerle yönelmesine veya piyasanın eğilimine göre yükselen hisseleri tercih edebilmektedir.

Yatırım fonu yatırımcıları tercihlerinde fon ailelerinin özelliklerine dikkat etmektedirler. Yatırımcılar yatırım fonlarını fon ailesinin bir parçası olarak değerlendirmekte ve fon ailesinin stratejilerine göre yatırım fonlarını tercih etmektedir. Benson, Tang, ve Tutticci (2008) tarafından yapılan çalışmada 1995-2006 döneminde 1418 farklı yatırım fonu incelenmiştir. Fon ailesindeki ortalama getirinin münferit olarak yatırım fonuna olan akımların belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılamamıştır. Bununla birlikte yatırımcıların fon ailesine bağlılığı düşük maliyet göstergesi; daha eski fon ailelerinin kalite göstergesi; belirli stratejileri uygulayan, belirli alanlara yönelen yatırım fonlarının ise hızlı büyümenin bir göstergesi olarak değerlendirdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yatırım fonlarının fon ailelerinin bir parçası olması nedeniyle yatırım davranışlarında veya hisse senedi tercihlerinde etkileşim içinde olduğu görülmektedir.

6.5. KURUMSAL YATIRIMCILARIN PORTFÖY OLUŞTURMADA

KULLANDIKLARI TEKNİKLER VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ

Yatırımcılar birikimlerini tercihleri doğrultusunda yatırım fonlarına yönlendirirken oluşan fon akımları yatırım fonu performansı üzerinde etkili olurken; portföyün oluşturulması, finansal varlıkların seçilmesi, fon yöneticileri düzeyinde karar verilmektedir. Dolayısıyla yatırım fonu performansında fon yöneticilerinin varlık seçimleri, işlem için doğru zamanlamaları etkili olmaktadır. Yatırım fonları farklı özelliklere sahip olmalarından dolayı yatırım yapabileceği varlıklarda sınırlandırmalar bulunabilmektedir. Ancak özellikle hisse senedi yatırımlarında çok sayıda alternatifleri bulunmaktadır.

Yatırım fonu performansına ilişkin yapılan çalışmalarda genel olarak fon yöneticilerinin rolünün yeterince dikkate alınmadığı görülmektedir. Bu yaklaşım fon yöneticilerinin varlık seçimlerinde karar verici olma özelliğini de ihmal etmektedir (Ding, Wermers, 2003). Bununla birlikte fon yöneticilerinin hisse seçiminde kariyer geçmişinin ve hisse seçimindeki deneyiminin yatırım fonunun performansına yansiyebileceğine yönelik çalışmalar da yapılmıştır. Chen, Jegadeesh ve Wermers (2000) tarafından yapılan çalışmada aktif olarak yatırım fonu yönetiminin hisse senedi işlemlerindeki değeri araştırılmıştır. Bu çalışma ile yatırım fonlarınca yaygın şekilde portföylerinde bulundurulan hisselerin üstün performans göstermedikleri ve fonlarca alınan hisselerin satılan hisselerine göre daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmayla ulaşılan diğer bir sonuç ise kazandıran fonlarca portföylerinde bulundurulan hisselerin, riske göre düzeltilmiş getirilerinin, kaybeden fonlarca bulundurulan hisselerin getirilerine göre daha yüksek olduğudur. Bu durum hisse seçiminin sürdürülebilirliğinden çok momentum etkisine de dayandırılmıştır.

Baker, Litov, Wachter ve Wurgler (2005) ise fonlarca alınan hisselerin, gelecek kazanç duyurularında, fonlarca satılan hisselerine göre daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Hisse seçimine yönelik yapılan bu çalışmada en iyi performansa sahip fonların büyüme hedefine sahip oldukları ayrıca yöneticileri teşvik edici unsurların kullanılmasının yöneticileri motive ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalar yatırım fonu performansında fon yöneticilerinin önemini göstermektedir. Fon yöneticilerinin bu önemi yatırım tercihleri, hisse seçimlerinden kaynaklanmaktadır.

Yatırım fonlarının yatırım tercihleriyle oluşan varlık dağılımları ile yatırım fonlarının performansı arasındaki ilişki farklı yaklaşımlarla ele alındığı görülmektedir. Yatırım fonlarının daha çok son dönem getirilerine dayalı performans ölçüm yaklaşımı olan yatırım fonu stil analizi, yatırım fonlarının portföylerine veya getirilerine göre sınıflandırılması olarak da ifade edilmektedir. Stil analizinin temel amacı ise kıyaslama yapılabilecek bir portföy oluşturulmasına imkan sağlayarak performansın değerlendirilmesi olarak belirtilmektedir (Karatepe, Gökğöz, 2006). Stil analizi yatırım olanakları kapsamındaki varlık gruplarının, risk ve getirileri ile yatırım fonun performansı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Buna karşın varlık gruplarındaki her bir finansal varlığın seçilmesinin nedenleri veya bu tercihlerin ilgili varlık getirileri üzerindeki etkileri stil analizi kapsamında değerlendirilmemektedir. Stili analizi ile yapılan bu çalışmalar kurumsal yatırımcıların üstün performans göstermesi beklentisini de yansıtmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda deneyim sahibi olmaları ve alanında yetişmiş uzmanları çalıştırmaları gerekli verilerin değerlendirilerek yatırım sürecinde kullanılması bireysel yatırımcılara göre bilgi açısından üstünlük

sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar yatırım sürecinde piyasa verilerinden elde edilen analizleri kullandığı gibi yatırım yapacağı potansiyel şirket ile veya portföyünde bulunan şirket ile doğrudan iletişime geçerek şirket yönetiminin gelecek beklentileri, projelerin gelişimi, yatırım hedefleri gibi konularda bilgi alabilmektedir. Kurumsal yatırımcılar sahip oldukları uzmanlıkla birlikte bilgiye erişim avantajını da kullanmaları, özellikle hisse senedi yatırımlarında doğru seçimin yapılmasına yardımcı olabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların karar verme sürecinde hisse seçimi daha çok temel analize dayanmaktadır. Temel analize göre her bir hisse senedinin analizi, basına yansıyan haberlerin incelenmesinden şirket yöneticileriyle doğrudan görüşmelere kadar farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Geleneksel olarak fonların yönetiminde temel analiz uygulanmakla birlikte bilgi teknolojilerinin gelişmesiyle birlikte piyasa verilerinde oluşan değişimlere göre portföyün yapısını değiştiren modellerin de uygulandığı görülmektedir. Matematiksel modellerin hisselerin değerlemesinde kullanılması 1950'li ve 1960'lı yıllarda Harry Markowitz ve Robert Merton gibi akademisyenlerin çalışmalarıyla gelişmiştir (Mergenthaler, 2007, s. 2). Sayısal tekniklerin fon yönetiminde uygulanması fizik alanındaki tekniklere dayanmaktadır. Portföy oluşturmada kişisel yargılar yerine sayısal modellerin ilk uygulanmaya başlandığı 90'lı yılların ortalarında oldukça şüpheyle yaklaşılmıştır. Zaman içinde momentum olgusuyla varlık getirilerinin tahmin edilebilirliğine, piyasa anomalilerinden üstlenilen risk ve işlem maliyetine rağmen aşırı getiri elde edilebilirliğine ilişkin sonuçlar, sayısal tekniklerin portföy oluşturulmasında uygulanabilir bir yöntem olarak kabul görmesini sağlamıştır.

Finans yazınında etkin piyasalar hipotezi birçok çalışmanın temeli olurken (Lo, 2004) tarafından yapılan çalışmaya göre piyasalar sürekli değişen bir yapı içindedir. Kazanç fırsatları piyasa katılımcılarının öğrenmesiyle ortadan kalkmakta ancak bu olanak hemen ortadan kaybolmamaktadır. Bir süreliğine de olsa kazanç olanağı mümkün olabilmektedir. Bununla birlikte yeni stratejilerin geliştirilmesi, yeni kazanç olanaklarını da oluşturmaktadır. Uyarlanabilir Piyasa Hipotezi (The Adaptive Markets Hypothesis) AMH, etkin piyasalar hipotezinin aksine, piyasaların tahmin edilebilir olduğunu, yatırımcıların işlemleriyle tahmin edilebilirliğin ortadan kalkmadığını ancak fiyat değişimlerinin yeni olanaklar sağlayacağını kabul etmektedir. Ayrıca AMH sürekli devam eden deneme ve yanılma sürecinde yeni olanakların ortaya çıkacağını varsaymaktadır. AMH doğrultusunda piyasanın tahmin edilebilir olduğu, kısa süreli de olsa piyasaların sürekli olarak yeni fırsatlar sunabildiği belirtilmektedir (Fabozzi, Focardi, Jonas, 2008). Dolayısıyla sürekli değişen bir yapıda bilgi teknolojisinden yararlanarak fırsatların en iyi şekilde değerlendirilmesi fon yönetiminde sayısal tekniklerin kullanılmasıyla mümkün olabilmektedir.

Sayısal teknikleri kullanan yatırım fonlarında son dönemlerde hızla artan bir eğilim görülmektedir. Özellikle hedge fonların sayısal tekniklere dayalı işlem yapma ilgilerinin giderek arttığı görülmektedir. Hisse senedi yatırımlarını sayısal tekniklere dayalı yapan yatırım fonlarının varlık büyüklüğü 60 Milyar\$ olduğu belirtilmektedir (Mergenthaler, 2007, s. 2). Fon yönetiminde sayısal tekniklerin kullanılması yalnızca portföy oluşumunda değil yatırım alternatiflerinin azaltılmasında, esas alınan kriterlere göre sektörlerin, hisse gruplarının ve aralarındaki ilişkinin belirlenmesinde de kullanılmaktadır. Fon yönetiminde sayısal tekniklerin kullanılmasının giderek

ağırlık kazandığı, salt bu modellerin kullanılmasının yanında ikincil olarak bu modellerin kullanıldığı belirtilmiştir (Gregory-Allen, Shawky, Stangl, 2009).

Portföy yöneticileri arasında esas alınan stratejiler farklılık gösterdiği gibi zaman içinde her bir portföy yöneticisinin stratejilerinin de değişebildiği görülmektedir. Her bir stratejinin performansı da piyasalarda oluşan balon ve kriz dönemlerinde değişebilmektedir. Bu değişimi de yansıtabilecek, gelişmelere göre karar verebilecek sistemin oluşturulması; hipotezlerin kurulması, tarihi verilere göre sistemin test edilmesi ve sonuçların değerlendirilerek uygulanması aşamalarından oluşmaktadır. Sayısal teknikler kullanıldığı portföy yönetimi süreci, teknik analizden farklı olarak belirli kurallara göre işlemlerin uygulanması esasına dayanmaktadır (Kestner, 2003). Sayısal tekniklerden oluşan yatırım sistemi, portföy yöneticilerinin psikolojik faktörlerinden en az etkilenmesini sağlarken mümkün olduğunca objektif bir yatırım sistemi oluşturulmasına yardımcı olmaktadır.

Sayısal tekniklerin fon yönetiminde kullanılması fon endüstrisinin bir gerçeği olarak kabul edilmekte ve geleneksel fon yönetimini benimseyen diğer yatırım fonlarıyla başarılı şekilde rekabet edebildiği görülmektedir (Fabozzi, Focardi, Jonas, 2008, s. 4). Sayısal teknikleri kullanan fon yöneticilerinin başarısını değerlendirmek üzere emtia borsalarında işlem yapan fon yöneticileri üzerinde yapılan araştırmada, 1996-2001 yılları arasında tamamen sayısal teknikleri kullananlar ile ihtiyari olarak veya zaman zaman sayısal teknikleri kullananlar olmak üzere iki farklı grubun getirilerini yansıtan endeks oluşturulmuştur. Bu dönemde tamamen sayısal teknikleri kullanan grubun yıllık ortalama getirisi %7.12 iken diğer grubun yıllık ortalama getirisi yalnızca %0.58 olarak gerçekleşmiştir. Piyasadaki gelişmeler doğrultusunda yükseliş ve düşüşlerde benzer hareketler görünse de özellikle yükseliş dönemlerinde

sayısal tekniklerin kullanıldığı grubun performansı daha yüksek olmuştur (Kestner, 2003).

Sayısal tekniklerin fon yönetiminde uygulanmasında kullanılacak kriterler arasında makro ekonomik veriler ve temel değerlendirme oranlarının kullanılması bulunmakla birlikte bu kriterlerin ağırlıkları arasında farklı kombinasyonlar oluşturulabilmektedir. Gregory-Allen, Shawky, ve Stangl (2009) 2002-2006 dönemini kapsayan çalışmalarında geleneksel olarak temel değerlendirme oranlarına göre yatırım yapan fonların, sayısal teknikleri kullanan yatırım fonlarına göre daha üstün performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum ekonomideki karışıklığa bağlanmakta ve ekonominin göreceli olarak daha durağan olduğu dönemlerde sayısal tekniklerin kullanıldığı yatırım fonlarının daha yüksek performans gösterebileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Aktif portföy yöneticilerinin pasif portföylere göre daha düşük performans gösterdiğine ilişkin sonuçlara ulaşılan çalışmalar bulunmakla birlikte fon yöneticilerinin hisse seçiminde yetenekli olduğu belirtilmektedir (Chen, Jegadeesh, Wermers, 2000). Diğer taraftan fon yöneticilerin aldığı kararların yanlılığını ortadan kaldırarak daha objektif bir yaklaşımın kullanılmasını hedefleyen sayısal tekniklerin yatırım fonlarının performansında etkili olduğu görülmektedir. Salt sayısal tekniklerin uygulandığı yatırım fonlarında, temel analizi esas alan fonlara göre daha yüksek performans ile karşılaşılmıştır (Gregory-Allen, Shawky, Stangl, 2009). Bununla birlikte Berk ve Green (2004) temel analizi kullanan yatırım fonlarıyla sayısal tekniklerin kullanıldığı fonların riske göre düzeltilmiş performansları arasında farklılık bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak sayısal teknikleri kullanan fonların maliyet etkinliği sağladığı ve performansı olumsuz etkilemeden çok sayıdaki

hisse arasından seçim yapılmasına imkan sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Sayısal teknikleri kullanan yatırım fonlarının risklerinin diğer fonlara göre daha düşük olduğu buna karşılık sayısal teknikleri kullanan fonların, küçük hisselerde oluşan anomalileri tercih etmesinden dolayı likiditesi de düşük olabilmektedir. Dolayısıyla yatırım fonları, anomalilerden yararlanarak yüksek performans elde etme beklentisiyle küçük hisselerle yönelebilmektedir.

Son dönemlerde türev araçlar olmak üzere riskli varlıklara yönelerek yüksek getiri hedefleyen hedge fonların, hatta hedge fonlarına da yatırım yaparak sepet oluşturan hedge fonlarının, özellikle gün içi işlemlerde sayısal teknikleri yaygın olarak kullandığı görülmektedir. Diğer taraftan hedge fonların yüksek getiri elde etmeleri diğer yatırımcılarca portföy yapısının taklit edilmesini, bir ölçüde benzer yapıda portföyler oluşturulmasına yönelik teşvik etmiştir. Gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların bu ilgisini değerlendirilmek üzere “sentetik hedge fon” oluşturan “FundCreator” adlı risk yönetim sistemi 2006 yılından bu yana uygulanmaktadır. Bu sistem sayesinde hedge fonların aylık performansları endeksler aracılığıyla izlenmekte ve oluşturulan sentetik hedge fon yapısında değişiklikler yapılabilmektedir. Oluşturulan bu sistem ayrıca hisse senedi, tahvil, emtia, gibi çeşitli finansal varlıklar arasındaki korelasyonu da dikkate alarak belirlenen kriterler ölçüsünde portföy oluşturulmasını da sağlamaktadır (Rockel, 2009, s. 55). Hedge fonlarının portföylerinin taklit edilerek çoğaltılması niş bir pazar olmaktadır. Bununla birlikte hedge fonlarının portföyelerine benzer portföy yapılarının oluşturulmaya çalışılması, taklit edilmeye çalışılması, kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olduğunu veya en azından üstün bilgiye sahip olduğunun kabul edildiğini de göstermektedir. Fonlara benzer portföylerin oluşturulmasının yanında

belirli kriterlere, belirli risk faktörlerine göre portföyler oluşturması aynı sistemi kullanan yatırımcıların aynı hisseleri tercih edebilmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla sayısal tekniklerin kullanıldığı çeşitli yatırım sistemleri sentetik fon oluşturarak veya belirli hisselerin tercih edilmesini sağlayarak hisse senedi getirilerinde etkili olabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların portföy yönetiminde kullandıkları sayısal teknikler, kullanım düzeyine göre stratejilerinde de farklılık gösterebilmektedir. Birçok kurumsal yatırımcı tarafından sayısal tekniklerde ortak kriterlerin kullanılması yatırım fonlarının benzer özelliklere sahip hisselerle yönelmesine veya bu hisselerin portföyden çıkarılmasına neden olabilmektedir. Bunun sonucunda ilgili hisselerin getirilerinde önemli değişimler görülebilmektedir.

6.6. KURUMSAL SAHİPLİK, KURUMSAL İŞLEMLER VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ

Kurumsal yatırımcıların portföylerinde bulunan hisse senetleri, bireysel yatırımcılar için seçenek yatırım olarak değerlendirilebilmektedir. Bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senetlerini daha likit olarak değerlendirmekte ve bu hisse senetlerinde işlem yapmanın daha kolay olabileceğini düşünmektedirler.

Zaman sürecinde kurumsal yatırımcıların gerek sayılarının gerekse yönettikleri portföylerin hacminin artması bu yatırımcıların piyasalar üzerindeki etkileri de arttırmaktadır. Kurumsal yatırımcıların hisse senetlerini izlemeleri iyi yönetişimin oluşmasını sağlarken, gerçekleştirdikleri işlemlerle, yatırım stratejileriyle, hisse senedi seçimlerinde, hisse fiyatlarında arz veya talep yönlü etkili

olabilmektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisselerin diğer yatırımcılar için sinyal verdiği, diğer yatırımcıların kararlarını etkilediği görülmektedir. (Hessel, Norman, 1992) kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyüklüğü ve hisse senedinde yaptıkları işlemleriyle alım veya satım için bir sinyal oluşturabileceğini belirtmiştir. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olmalarından veya hisse seçiminde çeşitli analizleri yapmalarından dolayı optimal portföy oluşturdukları kabul edilmektedir. Kurumsal yatırımcıların portföylerinde bulunan hisse senetlerinin, diğer yatırımcılarca da tercih edilmesi bu hisse senetlerinde pozitif aşırı getirilerin oluşmasını sağlarken, kurumsal portföylerden çıkartılan hisse senetlerinde ise negatif aşırı getirilerin oluşmasına neden olabilmektedir. Yapılan çalışmalarda kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi olarak hisselerdeki kurumsal portföylerin payları esas alınırken yani kurumsal sahiplik değerlendirilirken kurumsal portföylerin yaptıkları işlemlerin de (hisse senetlerinde kurumsal yatırımcılarca yapılan işlem miktarı) esas alındığı görülmektedir.

Kurumsal sahipliğin, kurumsal yatırımcıların asıl portföy yapısını yansıttığını; kurumsal yatırımcıların tercihini, davranışlarını tam olarak yansıttığını savunanlar olduğu gibi, likiditenin artması dolayısıyla kurumsal yatırımcıların işlemlerinin bu yatırımcıların tercihlerini yansıtmada daha önemli olduğunu savunanlar da (Cai, Zheng, 2004) bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcıların portföylerine kattığı hisselerin (şirketlerin) yöneticileri uzun dönemde yüksek performans gösterme baskısı altında olduğu, bu nedenle kurumsal sahipliğin anlam kazandığını işaret eden çalışmalar bulunmaktadır. (Mukherjee, Padgett, 2005), kurumsal yatırımcıların aile şirketlerini tercih etmesi o şirketin itibarı açısından

olumlu bir unsur olduğunu belirtmiştir. Bu doğrultuda oluşturdukları modelde kurumsal yatırımcıların sahiplik payının hisse senedi performansı üzerinde etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal sahiplik düzeyi doğrudan şirketin performansını etkilemese de kurumsal yatırımcılar daha yüksek getiri bekledikleri hisse senetlerini almaları, düşük performans bekledikleri hisseleri tercih etmemeleri hatta bu hisse senetlerini portföylerinden çıkarmaları dolaylı bir etki oluşturmaktadır. (Lehavy, Sloan, 2008) yaptıkları çalışma sonucunda, hisselerin kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin ilgili şirketlerin yatırım ve finans olanaklarını da artırdığına ulaşılmıştır.

Diğer taraftan kurumsal yatırımcıların sahip oldukları üstün bilgi dolayısıyla bireysel yatırımcılara göre daha sık işlem yaptıkları (Dennis, Weston, 2001) ve bu işlemlerle de hisse getirileri üzerinde etkili oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yatırımcıların gün içinde yaptıkları işlemler, diğer yatırımcılarda yeterince izlenemezken kurumsal portföylerdeki hisse senetleri ve bunlardaki değişim daha kolay izlenebilmektedir. Dolayısıyla bu alanda yapılan çalışmaların, bakış açısına göre kurumsal sahiplik oranlarını veya kurumsal portföy işlemlerini esas aldıkları görülmektedir. Gerek kurumsal sahipliğin gerekse kurumsal işlemlerin hisse getirileri üzerinde ve kurumsal yatırımcı davranışlarının belirlenmesinde kullanılabildiği görülmektedir.

Kurumsal yatırımcılar, doğru varlık seçimini yaparak yüksek performans sağlayabilmek amacıyla yılda yaklaşık 50 Milyar \$ harcamaktadırlar. Yatırım fonları yüksek performans sağlamak amacıyla yaptıkları araştırmaların maliyetini yatırımcılarına yansıtırken sağlanan sermaye kazancını da aktarmaktadır. Dolayısıyla katlanılan maliyetlerin üzerinde sağlanan kazanç dikkate alındığında, hisse seçiminde

bireysel yatırımcıların kurumsal yatırımcıları izlemesi, fonun sahip olduğu hisseleri tercih etmesi makul bir yaklaşım olabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların sahipliğiyle hisse getirileri arasında doğrusal bir ilişki bulunması durumunda bireysel yatırımcıların da bu yaklaşımla kazanç sağlayabilmesi mümkün olabilecektir (Osagie, Osho, Sutton, 2005, s. 65). Nitekim kurumsal sahipliğin, hisse senedinin değerli olduğunu yansıttığından dolayı kurumsal yatırımcı payının yüksek olduğu hisselerde benzer büyüklükteki hisselerle göre daha yüksek fiyatların oluştuğu sonucuna ulaşılmıştır (Ovtcharova, 2003). Dolayısıyla kurumsal sahiplik düzeyi hissenin değerliliğine ilişkin bilgi içerdiği gibi diğer yatırımcıların kararlarında da etkili olmaktadır.

Sias, Starks ve Titman (2001), kurumsal sahiplik düzeyi ile aynı döneme ve izleyen döneme ilişkin getiriler arasında pozitif korelasyonun varlığını incelemiştir. Buna göre kurumsal yatırımcıların bilgiye dayalı işlem yaptıkları ve fiyat değişimleri portföylerinde buldukları hisse senetlerinde kalıcı bir değişime neden olmaktadır. Örneğin üç aylık dönemlerdeki kurumsal sahiplik düzeyindeki değişim ile aynı dönemlerdeki getiriler arasındaki kovaryans benzer gelişme göstermiştir. Bununla birlikte getirilerden sonraki dönemlerde kurumsal yatırımcıların pozitif getiri olduğunda alım, negatif getirilerde de satım yönünde işlem yaptıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Nofsinger ve Sias (1999) tarafından yapılan çalışmada, 1977-1996 döneminde kurumsal portföylerde yer alan hisse senetlerindeki kurumsal sahiplik düzeyleri, bireysel yatırımcıların sahiplik düzeyleri ve bu hisselerin getirileri değerlendirilmiştir. Bu veriler doğrultusunda kurumsal yatırımcıların konsolide edilmiş sahiplik düzeyleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Kurumsal sahiplik düzeyindeki değişimle 12 ayın üzerindeki dönemlerdeki getiriler arasında pozitif ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılrken bu ilişki kurumsal yatırımcılar arasında ortaya çıkan sürü davranışına dayandırılmıştır. Kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olup olmadıkları, hisselerin kurumsal sahiplik oranlarına göre sıralanmasıyla test etmiştir. Kurumsal sahiplik düzeyinde en fazla artan (ilk) %10luk kısımdaki hisse senetleri, kurumsal sahiplik düzeyinde en fazla düşen (son) %10'luk kısma göre daha üstün bir performans göstermiştir. Kurumsal sahiplik değişimine göre sıralanan portföylerin, hisselerin büyüklüğü ile aşırı değerlenip değerlenmediğini yansıtan defter değer/piyasa değeri oranı arasındaki ilişkiler de değerlendirilmiştir. Kurumsal yatırımcıların gerek olumlu geri bildirim gerekse de sürü davranışı ile hisse fiyatları üzerinde bireysel yatırımcılara göre daha etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca kurumsal sahiplikteki değişim, bir önceki dönemin kurumsal sahiplik değişimi, hissenin tüm hisse senetleri arasındaki getiri sıralaması ve hissenin bir önceki dönemdeki tüm hisse senetleri arasındaki getiri sıralamasına göre regresyon modelinde kullanılmıştır. Bu çalışmaya göre kurumsal yatırımcılar, olumlu geri bildirim (momentum) işleminde bulunmaktalar ve fiyatlar üzerinde önemli ölçüde etkilidirler. Buna göre, kurumsal sahiplik düzeyindeki değişimin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmaktadır. Nitekim Lehavy ve Sloan (2008) kurumsal yatırımcıların belirli hisseleri tercih etmesi ile bu hisselerde aynı dönemli getiriler arasında pozitif, gelecek getirilerin tahmin edilmesinde ise negatif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal sahipliğin hisselerin fiyat etkinliği üzerindeki muhtemel etkisine çeşitli açıklamalar getirilmektedir (Boehmer, Kelley, 2009). İlk olarak kurumsal sahiplik, açığa satış yapanlarca kolay işlem yapılabilirliğin bir göstergesi diğer bir

ifadeyle likidite kolaylığı olarak değerlendirilmektedir. Diğer bir açıklama olarak kurumsal sahiplik, finansal piyasalardaki analistlerin inceleme alanına girdiğinden dolayı bilgi üretimini dolaylı olarak kolaylaştırmaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisselerde fiyat etkinliği oluşabilmektedir.

Kurumsal sahiplik, belirli bir anda kurumsal yatırımcıların hisse tercihlerini yansıtırken hisselerin gün içindeki fiyat dalgalanmalarında ve getiriler üzerinde kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemlerin önem kazandığı görülmektedir.

Chan ve Lakonishok (1995) kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin hisse fiyatlarında etkili olduklarını, fiyatları hareket ettirmekte yetenekli olduklarını belirtmişlerdir. Diğer taraftan Sias ve Starks (1997) ise kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemlerin bilginin fiyata yansımaya sürecinin hızını artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Chakravarty (2001) kurumsal işlemlerin, bilginin fiyatlara yansımaya sürecini hızlandırdığı gibi hisse fiyatlarının temel değerlere yaklaşmasına yardımcı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Boehmer ve Kelley (2009) ise kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin hisse senedindeki işlem hacmi içindeki oranı ile fiyat etkinliği arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır.

Sias, Starks ve Titman (2006), kurumsal yatırımcıların yaptıkları işlemlerin ilgili hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini daha sık dönemlerde alt bileşenlerine ayırarak araştırmışlardır. Buna göre kurumsal işlemlerle getiriler arasında üç aylık dönemlerde olduğu gibi aylık ve haftalık verilerde de pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca eş zamanlı getirilerin hisse senedindeki kurumsal yatırımcıların portföylerindeki değişimden çok o hisse senedindeki kurumsal yatırımcı sayısının değişiminden kaynaklandığı ve kurumsal yatırımcıların sayısı ile eş zamanlı getiriler arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcılar alım yaptıklarında olumlu geri bildirim sonucunda hisse getirilerinde artış görülürken, kurumsal yatırımcıların net satıcı oldukları hisselerde olumlu geri bildirim sürecine ilişkin bir bulguya ulaşamamıştır (Cai, Zheng, 2004). Kullanılan nedensellik testi doğrultusunda kurumsal yatırımcıların piyasanın yükselmesinden sonra daha tanınır hisse senetlerini almayı tercih ettiklerini ve getirilerin önceki dönem kurumsal işlemlerle negatif ilişkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cai ve Zheng (2004) örnekleme yer alan hisseler işlem hacimlerine göre gruplandırılarak değerlendirilmiştir. Buna göre kurumsal alımların yoğun olduğu hisselerde anlamlı düzeyde aşırı getirinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aşırı getiri(kayıp) daha sonraki dönemde ortadan kaybolduğu sonucuna ulaşılırken bu durum sürü davranışının sonucu olarak değerlendirilmiştir.

Yapılan çalışmalarda kurumsal yatırımcıların sahiplik oranları ve aktif olarak hisselerde yaptıkları işlemler, hisse getirileri üzerindeki etkilerin belirlenmesinde, bilgiye dayalı işlemleri ölçmekte, gelecek dönem getirilerin tahmin edilmesinde, kurumsal yatırımcıların stratejilerinin belirlenmesinde ve kurumsal yatırımcı davranışlarının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Ayrıca yapılan çalışmalarda kurumsal sahipliğin ve kurumsal yatırımcıların gerçekleştirdiği işlemlerin hisse getirileri üzerinde etkili olduğu kabul edildiği gibi bu etkilerin olumlu geri bildirim işlemi şeklinde veya belirli hisse senetlerinin tercih edilmesi şeklinde ortaya çıkıp çıkmadığının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcılar belirli özelliklere sahip hisse senetleri tercih ederek getiriler üzerinde etkili olurken, hisselerin önceki dönem getirisine(kaybına) göre alım(satım) yönünde işlem yapılması olumlu geri bildirim işlemi; aynı hisse senetlerine yönelmeleri sürü davranışını ortaya çıkarmaktadır.

6.7. KURUMSAL YATIRIMCILARIN TERCİHLERİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİLERİ

Kurumsal yatırımcılar, hisse senetlerinde yaptıkları işlemlerle veya sahiplikleriyle hisse fiyatlarında etkili olduğu kadar hisse tercihlerinde dikkate aldıkları özellikler dolayısıyla da hisse senedi getiriler üzerinde etkili olmaktadır.

Yatırım stratejilerinde hisse senetlerine ilişkin temel değerlerin kullanılması yatırımcıların tercihlerini yansıtmaktadır. Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejisinde değerlendirme oranlarının belirleyici olması, tercih edilen orana sahip hisselerin getirilerinde etkili olabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların hangi özelliklere göre hisse senetlerini tercih ettiklerine ilişkin çok sayıda çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmalarda ortaya çıkan başlıca hisse senedi özellikleri, büyüklük, defter değeri/piyasa değeri oranı, geçmiş dönem getirisi, işlem hacmi, oynaklık düzeyi, özkaynak karlılığı, karpayı verimliliği, endekse dahil olma durumu, borç düzeyi ve nakit düzeyi olarak belirtilmiştir (Ferreira, Matos, 2006, s. 11)

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesinde kurumsal yatırımcıların hisse tercihlerinde hangi özellikleri dikkate aldıkları önem kazanmaktadır. Bennett, Sias, ve Starks (2003) kurumsal yatırımcıların finansal piyasalardaki giderek artan önemini ve değişen tercihlerinin finansal piyasalara etkisini ortaya çıkarmayı hedeflemişlerdir. 1983-1997 dönemindeki hisselerin kurumsal sahiplik oranları ve hisse senetlerine özgü büyüklük, fiyat, beta gibi çeşitli değerlendirme oranları 3 aylık dönemler itibariyle kullanılarak kurumsal yatırımcıların tercihleri değerlendirilmiştir. Kurumsal yatırımcıların daha çok piyasa değeri büyük hisseleri tercih ettikleri görülse de küçük, riskli hisseleri tutma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal sahipliğin artması zaman içinde likiditenin artmasına neden olmaktadır. Osagie, Osho ve Sutton (2005) yaptıkları çalışma sonucunda kurumsal sahiplik ile fiyat arasında doğrusal bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşırken, kurumsal yatırımcıların likit hisseleri tercih etmesinden dolayı piyasa büyüklüğünün aradaki ilişkiyi daha da güçlendirdiğini belirtmişlerdir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların küçük hisselerle yöneldiklerine ilişkin çalışmalar da bulunmaktadır. Buna göre zaman içinde kurumsal yatırımcıların küçük hisselerle yönelmesine ilişkin başlıca iki gerekçe belirtilmiştir. İlk gerekçe, kurumsal yatırımcıların giderek büyük hisselerle göre aşırı değerlendirilmemiş küçük hisselerle yönelmesi olarak belirtilirken ikincisi kurumsal yatırımcıların giderek büyük hisselerle yönelmesi, küçük hisselerin daha büyük fırsatlar sunmasıdır. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların giderek küçük hisse senetleri tercih etmesi daha yüksek kazanç potansiyeli bulunan ve bu hisselerin “daha yeşil çayır” olarak nitelendirilmesini sağlayan inancından kaynaklanmaktadır (Bennett, Sias, Starks, 2003, s. 1236).

Kurumsal yatırımcılar yatırım kararlarında her bir hisseyi değerlendirirken hisseleri belirli bir sektör içinden seçerek sektör yoğun portföy oluşturulabilmektedir. Bu yapı ile yatırımcılara metal eşya, kimya, elektronik, tekstil vb. gibi farklı sektörlerdeki hisselerden oluşturulan yoğunlaşmış yatırım fonları sunulmaktadır. Sektör yoğunluklu yatırım fonlarının çeşitlendirilerek oluşturulan yatırım fonlarına göre daha yüksek performans sergilediği görülmektedir (Kacperczyk, Sialm, Zheng, 2005). Sektör yoğun yatırım fonlarının küçük hisse senetlerine daha fazla ağırlık verdikleri de görülmüştür. Sektör ağırlıklı yatırım fonlarının yüksek performans göstermesindeki muhtemel gerekçelerden biri de küçük hisselerin tercih edilmesi olabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların farklı gerekçelerle küçük hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmakla birlikte kurumsal yatırımcıların piyasa değeri büyük olan hisseleri tercih ettiklerine ilişkin de çalışmalara rastlanmaktadır. Osagie, Osho ve Sutton (2005) yaptıkları çalışma sonucunda kurumsal yatırımcıların likidite tercihlerinden dolayı piyasa değeri yüksek hisseleri tercih ettiği sonucuna ulaşırken, Bennett, Sias ve Starks (2003) kurumsal yatırımcıların piyasadaki gelişmeler doğrultusunda daha yüksek kazanç potansiyeli bulunan piyasa değeri daha küçük hisseleri tercih ettikleri sonucuna ulaşmışlardır. Gompers ve Metrick (2001) ise ABD yatırım fonları arasında sahiplik düzeyinin belirlenmesinde temel belirleyici özelliğin piyasa değeri olduğunu belirtmiştir.

Hisse senedinin piyasa tarafından algılanmasını gösteren defter değeri/piyasa değeri oranı; hisselerin defter değerinden uzaklaşmasını yansıtmaktadır. Hissenin aşırı değerlendirilmesi, defter değeri/piyasa değeri oranının giderek küçülmesine yol açmaktadır. Bu durumda düşük oranlar hissenin aşırı değerlendirildiğini, yüksek oranlar ise piyasa değerinin defter değerine yakın veya altında bulunduğunu göstermektedir. Kurumsal yatırımcıların temel değerine ulaşacağı, potansiyel getirinin bulunduğu varsayımıyla yüksek defter değeri/piyasa değeri oranına sahip hisseleri tercih etmesi beklenmektedir. Ancak Gompers ve Metrick (2001) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yatırımcıların zayıf da olsa yüksek oranlı hisseleri tercih ettiği sonucuna ulaşmıştır. (Brandt, Santa-Clara ve Valkanov, 2004) ise portföy optimizasyonu ile ilgili çalışmalarında optimal portföy için yüksek defter değeri /piyasa değeri oranına sahip hisselerin tercih edilmesi diğer bir ifadeyle küçük hisselerin tercih edilmesi gerektiği sonucuna ulaşmışlardır.

Kurumsal yatırımcıların tercihlerinde daha düşük riskli hisse senetlerin tercihleriyle ilgili farklı sonuçlara ulaşan çalışmaların bulunduğu görülmektedir. Badrinath, Gay ve Kale (1989) ve Aggarwal ve Rao (1990) yaptıkları araştırma ile kurumsal sahiplikle düşük riskli hisse senetleri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Buna karşılık Kothare ve Laux (1995) kurumsal yatırımcıların, yüksek kazanç elde edebilme potansiyeli ile yüksek oynaklığa sahip hisseleri tercih edebildikleri sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Falkenstein (1996) yatırım fonlarının düşük oynaklığa sahip hisselerden kaçınırken yüksek tanınırlığa sahip aynı zamanda likidite ve fiyat bakımından düşük maliyete sahip hisseleri tercih ettiği sonucuna ulaşmıştır. Yatırım fonu yöneticilerinin yüksek oynaklığa sahip hisseleri tercih ettiğine yönelik bulguların araştırmanın yapıldığı dönemde borsanın yükselmesinden kaynaklanabileceğini belirtmiştir.

Sias (1996) kurumsal yatırımcıların düşük oynaklığa sahip hisseleri seçmelerindeki gerekçeleri şu şekilde sıralamıştır: İlk olarak kurumsal yatırımcılar ihtiyatlı yatırımcı olarak hareket etmektedir. İkinci olarak, göreceli olarak büyük portföye sahip kurumsal yatırımcılar daha fazla ve daha iyi bilgiyle ilgilenmektedir. Son gerekçe ise kurumsal yatırımcıların davranışları, ortaya çıkan eğilimlere daha az duyarlı olması olarak belirtilmektedir. Kurumsal yatırımcılar bu doğrultuda düşük oynaklığa sahip hisseleri tercih etmektedirler. Aynı çalışmada kurumsal sahiplik oranı yüksek hisselerin aynı dönemli yüksek oynaklıkla ilgili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar kurumsal yatırımcıların, riskli hisseleri seçtiğine ilişkin bir gösterge olmakla birlikte kurumsal sahipliğin artan oynaklığın nedeni olabileceğini de yansıtmaktadır.

Gompers ve Metrick (2001) ise kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılarla karşılaştırıldığında piyasa değeri büyük, likiditesi yüksek hisseleri tercih ettikleri sonucuna ulaşmıştır.

Ovtcharova (2003) kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine ilişkin değerlendirme oranlarına dayalı olarak işlem yaptıklarını belirtmiştir. Nofsinger ve Sias (1999) tarafından yapılan çalışmayı esas alarak kurumsal yatırımcıların geri bildirim dayalı işlemlerinin küçük firmalarla sınırlı olduğunu belirtmiştir. Düzeltilmiş ortalama getirilerin kullanıldığı çalışmada hisse büyüklüğünün, kurumsal sahiplik ve hisse fiyatı arasındaki pozitif korelasyonda anlamlı bir faktör olduğu sonucuna ulaşmıştır. Küçük hisselerin daha az likit olduğu veya blok halde tutulduğu, bunun da kurumsal yatırımcıların alması için uygun olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Buna göre kurumsal yatırımcılar küçük hisseleri geçmiş dönem getirilerine göre değerlendirirken ihtiyatlı yatırımcı olmanın verdiği yaklaşımla daha likit hisseleri tercih edebilmektedir.

Faugère ve Shawky (2003) kurumsal yatırımcıların düşüş dönemlerinde daha düşük oynaklığa sahip hisselerle ilgilendiklerini belirtmiştir. Bu doğrultuda NYSE ve NASDAQ borsalarında işlem gören hisse senetlerinin kurumsal sahiplik oranları, günlük getirileri ve oynaklığı, işlem hacmi gibi veriler 29 Mart 2000 ile 31 Temmuz 2000 ve 1 Ağustos 2000 ile 30 Kasım 2000 arası iki eşit dönemde araştırılmıştır. Bu çalışmada kurumsal sahiplik oranındaki artışın etkisini ölçmek üzere her iki dönemde istatistiksel olarak günlük getirilerin ortalama ve standart sapmalarında farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Kurumsal sahiplik oranındaki artışın günlük getirilerin ortalama ve standart sapmalarına etkisini araştırmak amacıyla her bir hisse senedinin piyasa değeri ve işlem hacminden oluşan iki kontrol değişkeni kullanılmıştır. İlk aşamada hisseler piyasa büyüklüklerine göre 10 grupta sıralanmıştır. Daha sonra

ikinci dönem için Temmuz 2000 piyasa değerlerine göre yeniden sıralama yapılmıştır.

İkinci aşamada ise oluşturulan her bir grup kurumsal sahiplik düzeyine göre üç farklı alt gruba ayrılmıştır. Son olarak ise tüm dönemler boyunca ortalamalar karşılaştırılmıştır. Araştırmada piyasa değerine göre sıralanmış grupların ortalama getirileri yüksek ve düşük kurumsal sahiplik düzeyine sahip firmalar arasında farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Bu doğrultuda 10 gruptan 8'i için %95 güven düzeyinde yüksek kurumsal sahiplik oranı ile yüksek ortalama getiri arasında ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Piyasa değeri bakımından en alttaki 2 grupta kurumsal sahiplik düzeyinin ölçülebilir bir etkiye sahip olmadığı sonucuna da ulaşılmıştır. Aynı gruplar içinde düşük riske sahip hisselerde daha yüksek kurumsal sahiplik düzeyinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre yüksek kurumsal sahiplik düzeyi ile düşük standart sapma değerleri arasında ilişki bulunmaktadır. Yalnızca NYSE için yapılan analizde ise piyasa büyüklüklerine göre sıralanan gruplarda kurumsal sahiplik düzeyi ile standart sapma arasında bir ilişki bulunamamıştır. Ulaşılan sonuçlara göre kurumsal yatırımcılar önemli düzeyde düşen bir piyasada bireysel yatırımcılara göre avantaja sahiptirler. Büyük ölçüde kurumsal portföylerde bulunan hisseler, Nasdaq'ın sert düşüş gösterdiği dönemde daha düşük bir standart sapmaya sahip olurken daha yüksek getiri elde etmiştir. Benzer sonuç NYSE için elde edilememiştir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların düşüş riskini bireysel yatırımcılardan daha iyi yönetebildiği şeklinde ifade edilmiştir.

Faugère ve Shawky (2003) tarafından kurumsal yatırımcıların ortalama işlem hacmi oranının yüksek ve düşük kurumsal sahiplik oranlarında farklılaşıp farklılaşmadığı da değerlendirilmiştir. Buna göre kurumsal sahiplik ile ortalama

işlem hacmi oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü düzeyde pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Likidite tercihi olarak kabul edilen işlem hacmi kurumsal yatırımcılar açısından önemli olduğu sonucuna ulaşılırken bu sonuçlar Gompers ve Metrick (2001) çalışmasıyla elde edilen kurumsal yatırımcıların piyasa değeri büyük ve likit hisseleri tercih ettikleri bulgularla da uyumludur.

Aynı çalışmada Faugère ve Shawky (2003) değerlendirilen iki piyasadan biri olan Nasdaq için farklı sonuçlara ulaşmıştır. Ancak kurumsal sahiplik ile kurumsal işlem hacmi oranı arasında bir ilişki olduğu sonucuna ulaşamamıştır. Yüksek ve düşük kurumsal sahiplik düzeylerindeki işlem hacmi oranları arasındaki ilişki t istatistiğiyle değerlendirilmiş ve anlamlı bulunmamıştır. Ulaşılan bu sonuç, düşen piyasanın şiddetinin, kurumsal sahiplikle likidite arasındaki ilişkiyi ortadan kaldırdığı veya kurumsal yatırımcıların işlem hacmi oranının likidite özelliğini bu dönemde yansıtamadığı şeklinde açıklanmıştır.

Ortalama getiri ve getirilerin standart sapmalarını tahmin etmek amacıyla EKK(OLS) regresyon yönteminde kurumsal sahiplik oranı ve ortalama işlem hacmi oranı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Muhtemel büyüklük etkisi ve piyasa değeri ile diğer değişkenler arasındaki olası çoklu bağıntı dolayısıyla değişkenler her bir dönemdeki piyasa değerinin logaritmik değerine bölünmüştür. Regresyon tahminleri her bir alt dönem ve tüm dönem için hesaplanmıştır. Ortalama getiri regresyonunda, kurumsal sahiplik düzeyiyle ortalama getiri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Standart sapmayla ilgili olarak ise alt dönemlerde kurumsal sahiplik düzeyiyle standart sapma arasında negatif bir ilişkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Faugère, Shawky, 2003). Bu sonuç kurumsal yatırımcıların düşen piyasada risklerini daha iyi yönettikleri hipoteziyle de uyumludur.

Faugère ve Shawky (2003) ayrıca kurumsal sahiplikteki değişim ile ortalama getiriler arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Bütün örneklem kurumsal sahipliğin önceki döneme göre artması, düşmesi ve değişmemesine göre sıralanmıştır. Bu gruplara göre kurumsal sahiplik düzeyindeki değişim oranı ve alt dönemlerdeki ortalama getiriler belirtilmiştir. Kurumsal yatırımcılar düşen piyasada Nasdaq'ta hisselerin %71'inde sahipliğini azaltırken, NYSE'de %48 oranında azaltmışlardır. Nasdaq hisseleri için azalan portföylerde yüksek düzeyde negatif getiriler varken artan portföylerde pozitif getirilerin olduğu görülmektedir. Değişim olmayan portföylerde ise ortalama getiri istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Sonuç olarak Faugère ve Shawky (2003) tarafından yapılan çalışmada; kurumsal yatırımcılar düşen piyasada daha az oynak hisselerle sahip oldukları, hisselerde kurumsal sahipliğin yüksek olmasıyla ortalama getirinin yüksek olması ve standart sapmanın düşük olması arasında ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların ihtiyatlı yatırım yapmaları nedeniyle bireysel yatırımcılara göre düşüş riskine daha kolay ayak uydurabildikleri ve daha etkin şekilde bu riski yönetebildikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan çalışmalarda kurumsal yatırımcıların, hisselerle ilişkin mevcut dönem verileriyle gelecek dönem performansını tahmin edebilecek nitelikte bir yatırımcı veya yetenekli yatırımcı varsayıldığı görülmektedir. Bu çerçevede kurumsal yatırımcıların tercihleriyle hisse özellikleri arasındaki ilişki önem kazanmaktadır (Jambalvo, Rajgopal, Venkatachalam, 2002). Kurumsal yatırımcıların, hisse tercihlerinde hisselerin piyasadaki gelişmelere olan duyarlılığını yansıtan beta katsayısının da değerlendirdikleri görülmektedir. Ancak beta katsayısının portföy performansının tahmin edilmesinde kısa dönemde başarılı olsa da uzun dönemde

yalnızca beta değeri yeterli gelmemekte, bununla birlikte fiyat kazanç oranı ve piyasa değeri ile ilgili diğer oranların da değerlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir (Downen, Bauman, 1986, s. 47). Benzer şekilde Badrinath, Gay ve Kale (1989) ve Hessel ve Norman (1992) kurumsal yatırımcıların tercihlerinde yalnızca beta katsayısının değil hisse senedine ilişkin çeşitli oranların da etkili olduğunu belirtmiştir.

Hessel ve Norman (1992) yaptıkları çalışmada kurumsal portföylerin büyüklüğü ve tercihleriyle alım veya satım için bir sinyal oluşturabildiğini belirtmişlerdir. Kurumsal yatırımcıların tercihlerini belirlemek amacıyla değerlendirme oranları ve piyasa büyüklüğünden oluşan yedi değişken diskriminant analiziyle değerlendirilmiştir. Buna göre kurumsal yatırımcılar, yüksek getirili, yüksek aktif karlılığına sahip hisseleri; yüksek karpayı dağıtan şirketleri tercih etmektedirler. Kurumsal sahiplik oranları üzerinde gelecek dönemlerdeki rekabet gücünü yansıtan ar-ge/satışlar oranı, aktif karlılığını gösteren net faaliyet karı/toplam varlıklar ve büyüklük gibi çeşitli finansal oranların pozitif yönde etkili olduğu, borçluluk oranıyla ise negatif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmada kurumsal yatırımcıların büyük hisseleri tercih etmesinin eşik değer olarak değerlendirilmesinin yanında süreklilik gösteren bir tercih olduğu sonucuna da ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcılar, yüksek getiri sağlamayı hedeflerken risk alabilmekle birlikte ihtiyatlı yatırımcı olma özelliğini de taşımak durumundadır. Dolayısıyla hisse tercihlerinde bu dengeyi gözetmesi gerekmektedir. Nitekim Eakins, Stansell ve Wertheim (1998) kurumsal sahiplik düzeyleri ile hisselerle özgü finansal oranlar arasındaki ilişkiyi incelemiş ve kurumsal yatırımcıların uç değerlerden kaçınma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç kurumsal yatırımcıların aşırılıklardan kaçındığını göstermektedir.

Kurumsal yatırımcılar finansal oranlara göre hisseleri tercih ederken, gelecek dönemlerdeki kazanç potansiyellerini de dikkate almaktadırlar. Hessel ve Norman (1992) araştırma-geliştirme harcamalarının satışlar içindeki oranının kurumsal sahiplik oranları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Wahal ve McConnell (2000) araştırma-geliştirme harcamalarıyla hem kurumsal sahiplik hem de kurumsal işlemler arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Yapılan bu çalışmalar kurumsal yatırımcıların uzun dönem performansını tercih ettiğini, gelecek dönem kazancına ilişkin bilgileri kullandığı ve bu doğrultuda analiz yaptıklarını göstermektedir. Buna karşılık araştırma-geliştirme harcamalarının hisse performansına uzun dönemde yansımından dolayı kurumsal yatırımcıların daha kısa vadede etkili olabilecek unsurları dikkate aldıklarını belirten çalışmalar da bulunmaktadır. Bushee (2001) kurumsal yatırımcıların kısa dönemli kazançlara odaklandığını belirtmiştir. Ayrıca fon yöneticilerinin sürü davranışında bulunurlarken bu davranışları ile günlük piyasa hareketlerinde sert yükseliş ve inişlerin olmasına neden olduklarını da belirtmiştir.

Kurumsal sahiplikle ilgili olarak yapılan çalışmalarda kullanılan verilerin farklılaştığı görülmektedir. Kurumsal sahipliği yansıttığı varsayımıyla yatırım fonlarının bir hissedeki sahip olduğu pay sayısı kadar o hisse senedini portföyünde bulunduran yatırım fonu sayısının toplam yatırım fonu sayısına olan oranı da kullanılmaktadır. Sahiplik genişliği olarak ilgili hisse senedini portföyünde bulunduran kurumların sayısının önceki dönem kurum sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır (Chen, Hong, Stein, 2002). Benzer bir yöntemin Lehavy ve Sloan (2008) tarafından da uygulandığı görülmektedir.

Kurumsal sahiplik değişimi olarak günlük bazda kurumsal yatırımcıların ilgili hisse senedinde alım hacmi ile satım hacmi arasındaki farkın dolaşımdaki toplam hisse senedine oranı olarak kullanılmıştır (Nofsinger, Sias, 1999, s. 2288-2289). Kurumsal sahipliğin llmesine ilişkin bu yaklaşım daha çok kurumsal yatırımcıların sürü davranışının test edilmesine yönelik olarak yapılandırılmıştır.

Denklem 1

$$\Delta Kurumsal Sahiplik_{i,t} = \frac{Kurumsal Alım Hacmi_{i,t} - Kurumsal Satım Hacmi_{i,t}}{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı_{i,t}}$$

Kurumsal sahipliğe alternatif olarak kurumsal yatırımcıların ilgili hisse senetlerindeki işlemlerin esas alındığı ve buna göre, t döneminde i hisse senedindeki kurumsal yatırımcılarca yapılan alım ve satım işlemlerinin, kurumsal yatırımcıların portföyünde bulundurdıkları ortalama i hisse senedi sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır (Chen, Jegadeesh, Wermers, 2000, s. 349). Bununla birlikte Griffin, Harris ve Topaloglu (2003) alışmasında Nasdaq 100 hisselerindeki yatırımcı gruplarınca yapılan alım-satım işlemleri esas alınmıştır. Cai ve Zheng, (2004) ise kurumsal işlemleri kurumsal portföylerde bulunan hisse senedi sayısındaki dönemsel değişimi kullanmıştır. Kurumsal işlemler, bazı çalışmalarda kurumsal yatırımcılarca dönem içinde gerçekleştirilen işlemler olarak değerlendirilmesine karşın bu çalışmada hisse senetlerindeki dönem başı ve dönem sonu kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi sayısı arasındaki değişim kullanılmıştır.

Kurumsal yatırımcıların portfyelerindeki her bir döneme ilişkin ilgili hisse senedi sayısı o dönemde dolaşımdaki hisse senedi sayısına oranı hesaplanarak zaman içindeki değişim ile getiri arasındaki ilişki incelenmiştir (Sias, Starks, Titman, 2006). Buna göre oluşturulan kurumsal sahiplikteki değişim şu Şekilde hesaplanmaktadır:

Denklem 2

Δ Kurumsal Sahiplik_{i,t}

$$= \frac{\text{Kurumsal Hisse Sayısı}_{i,t}}{\text{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı}_{i,t}} - \frac{\text{Kurumsal Hisse Sayısı}_{i,t-1}}{\text{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı}_{i,t-1}}$$

Falkenstein (1996) ve Eakins, Stansell ve Wertheim (1998) tarafından hisse özelliklerine göre kurumsal yatırımcıların tercihlerinin araştırıldığı çalışmalarda da kurumsal yatırımcıların portföylerindeki hisse senedi sayısının dolaşımdaki toplam hisse senedi sayısına oranının kullanıldığı görülmektedir.

Badrinath, Kale ve Noe (1995) ve Bennett, Sias ve Starks (2003) yaptıkları çalışmalarda CRSP (Center for Research in Security Prices) veritabanından almış olduğu kurumsal sahiplik düzeyini kullanmıştır. Bu çalışmalarda da esasen kurumsal yatırımcıların hisse senetlerindeki sahiplik oranları yani portföydeki hisse senetlerinin dolaşımdaki hisse senedi sayısına oranının kullanıldığı görülmektedir.

Shu (2009) ise hisse senetlerindeki yatırımcı bileşimini değerlendirmeye yönelik muhtemel ölçüm yöntemlerini kurumsal yatırımcıların işlem hacminin, yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlem sayısı ve işlem yapan yatırımcı sayısının kullanılması olarak belirtmiştir. Bu doğrultuda Shu (2009) verilerin hazırlanmasına yönelik olarak işlem hacminden yola çıkarak iki aşamalı bir yöntem benimsemiştir. İlk aşamada kurumsal yatırımcıların işlem hacmi belirlenmiştir. Bu aşamada esasen her bir hissede dönemler arasındaki kurumsal sahiplik oranındaki değişimin kullanıldığı görülmektedir. İkinci aşamada ise kurumsal yatırımcılara ilişkin verilere ulaşabilmek amacıyla ilk aşamada bulunan kurumsal işlem hacmi, hisse senedinin ilgili dönemdeki işlem hacmi devir oranına bölünmüştür. Aylık işlem hacmi devir oranı ise aylık işlem hacminin dolaşımdaki hisse senedi sayısına oranı olarak hesaplanmıştır.

Denklem 3

*Kurumsal İşlem Hacmi*_{*i,t*}

$$= \sum_{j=1}^N \text{Kurumsal Sahiplik}_{ijt} - \text{Kurumsal Sahiplik}_{ijt-1}$$

Denklem 4

$$\text{Kurumsal İşlem Hacmi Oranı}_{i,t} = \frac{\text{Kurumsal İşlem Hacmi}_{i,t}}{\text{Toplam İşlem Hacmi Devir Oranı}_{i,t}}$$

(Shu, 2009) kullandığı yönteme ilişkin verdiği örnek doğrultusunda kurumsal işlem hacmi oranını şu şekilde hesaplamıştır. Yalnızca bir dönem işlem gördüğü varsayılan *i* hissesinin sahibi olduğu %1'lik kısmı A kuruluşunca satılmış ve B kuruluşunca da alınmıştır. Her iki kuruluş için %1'lik kısım dikkate alındığında kurumsal işlem hacmi %2 olmaktadır. Ortalama işlem hacmi devir oranı da %1 olduğu durumda kurumsal işlem hacmi oranı 2 olarak bulunmaktadır.

Kurumsal sahiplikle ilgili çalışmalarda kullanılan verilerin dönemsel olarak aylık bazda Osagie, Osho ve Sutton (2005) tarafınca kullanıldığı görülmektedir. Bununla birlikte yaygın olarak üç aylık dönemler itibariyle kurumsal sahiplik oranlarının kullanıldığı Grinblatt, Titman ve Wermers (1995), Eakins, Stansell ve Wertheim (1998), Gompers ve Metrick (2001), Ovtcharova (2003), Faugère ve Shawky (2003), Brunnermeier ve Nagel (2004), Cai ve Zheng (2004), Sias, Starks ve Titman (2006), Boehmer ve Kelley (2009) görülmektedir. Hatta bazı çalışmalarda kurumsal sahiplik oranlarının yıllık dönemler itibariyle de kullanıldığı Kim ve Nofsinger (2005) görülmektedir. Buna karşılık verilerin kolaylıkla elde edilebilen ve istenen şekilde işlenebilen ülke veritabanlarının kullanıldığı çalışmalarda Grinblatt ve Keloharju (2000), Kyröläinen ve Perttunen (2005) günlük verilerin de kullanıldığı görülmektedir. Yaygın olarak üç aylık dönemler itibariyle elde edilen verilerin

kullanılmasında, çalışmaların ABD merkezli olması ve ABD piyasasında düzenleyici kurum olan SEC tarafından 13F düzenlemesiyle kurumsal yatırımcıların portföy bilgilerinin üç aylık dönemler itibariyle düzenlenmesinden kaynaklanmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların hisse senetleri üzerindeki etkileri, sahiplikleri, yaptıkları işlemler ve ilgili şirketi izlemeleri kanalıyla etkili olmaktadır. Hisse senetleri üzerindeki etkiler incelendiğinde ise kurumsal yatırımcıların tercihleri ve piyasa oluşan eğilime göre davranış durumlarının etkili olduğu görülmektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların belirli hisse senetlerini tercih etmesi diğer yatırımcılar için de yatırım yapılabilir hisse senedi algılamasını oluşturabilmekte, diğer yatırımcıların da bu hisse senetlerine ilgisini artırabilmektedir.

6.8. KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIM STRATEJİLERİ VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ

Yatırım stratejisi, menkul kıymetlere ilişkin yatırım kararlarının sistematik şekilde uygulanması olarak tanımlanabilir. Yatırım stratejisinin kullanılmasıyla seçilen kriterlerle belirsizliğin ortadan kaldırılması, riskin azaltılması ve yüksek getiri sağlanması hedeflenmektedir. Uygulanacak sistematik yaklaşım, yatırımcı profiline, piyasalardaki eğilime ve yatırım yapılacak varlığa özgü unsurlara göre değişebilmektedir. Belirlenen kriterler doğrultusunda uygulanan yatırım stratejileri, varlıkların alım-satım zamanlamasında ve portföy yapısının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Yatırım stratejilerinin uygulanmasında alternatif değişkenlerin çok sayıda olması dolayısıyla farklı yatırım stratejileri bulunmaktadır.

Yatırım stratejileri aktif, pasif ve karma olarak sınıflanmaktadır. Aktif yatırım stratejileri ise temel analiz ve teknik analize göre, büyüklüğe ve fiyat/kazanç oranına göre yapılandırılan stratejiler olarak belirtilmiştir (Temizel, Meriç, 2008, s. 130).

Yatırım stratejilerine ilişkin genel yaklaşım finansal piyasaların ve yatırımcıların rasyonel olduğuna dayanmaktadır. Buna göre yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi bulunmadığı kabul edilmekle birlikte yatırımcıların her zaman faydalarını en uygun düzeyde oluşturacak yatırımlara yöneldikleri kabul edilmektedir. Yatırımcılar üstlendiği her birimlik riske karşın daha fazla getiri beklediği ve finansal varlıkların riskindeki değişimle birlikte bu varlıklardan oluşan portföy yapısının da değiştirileceği kabul edilmektedir. Ancak finansal piyasaların her zaman rasyonel yapıda olmadığı, çeşitli anomalilerin olduğu hatta rasyonel niteliği bulunmayan önceden tahmin edilemeyen kriz ve balon dönemlerinin de bulunduğu görülmektedir (Malkiel, 2003, s. 4).

Yatırım stratejisi sistematik alım satım işlemlerini kapsamakta ve esas aldığı unsurlara göre farklılaşabilmektedir. Piyasaların etkin olduğu kabul edildiğinde, finansal varlıkların temel değerlerine ulaşması gerekmektedir. Buna göre rasyonel yatırımcıların, finansal varlığın gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değerini tahmin edebilme olanağı sağlayan, olması gereken değeri yansıtan temel değerlere göre yatırım yapması beklenmektedir. Buna karşın piyasaların her zaman etkin olmadığı gibi yatırımcıların hatta rasyonel olduğu kabul edilen kurumsal yatırımcıların bile zaman zaman rasyonel olmayan yatırım davranışlarının bulunduğu görülmektedir. Nitekim Lo (2004) piyasaların sabit bir yapıda olmadığını, piyasaların sürekli değişen bir yapı içinde olduğunu belirtmiştir. Bu yapı içinde piyasa katılımcılarının işlemleriyle, kazanç fırsatları ortadan kalkmamakta; yeni stratejilerin

kullanılması, yeni kazanç olanaklarının oluşması sağlanmaktadır. Dolayısıyla sürekli değişebilen yapı içinde yatırım stratejileri de farklılaşabilecektir. Bu kapsamda etkin piyasalar hipotezinde kabul edilen fiyatların rassal şekilde oluşumunun, geçmiş fiyat verilerinin gelecekte oluşacak fiyatlar hakkında herhangi bir bilgi içermediği varsayımına karşıt olarak olumlu geri bildirim işleminin (momentum stratejisinin) varlığı öne sürülmektedir. Bu bağlamda olumlu geri bildirim işleminin (momentum stratejisinin) finansal piyasalardaki varlığı, etkin piyasalar hipotezine getirilen eleştirilerin başında değerlendirilmektedir (Malkiel, 2003, s. 6).

6.8.1. Kurumsal Yatırımcılar ve Momentum Stratejisi

Finans yazınında olumlu geri bildirim işleminin yani momentum stratejisinin varlığına ve diğer unsurlarla olan ilişkisine yönelik çok sayıda çalışmanın bulunduğu görülmektedir. (Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1992) 341 fon yöneticisi tarafından yönetilen 769 emeklilik fonlarının yatırım davranışlarını izlemiş ve kurumsal yatırımcıların düşük düzeyde olumlu geri bildirim işlemleri ve sürü davranışında buldukları sonucuna ulaşmıştır. Kurumsal yatırımcıların bu davranışlarıyla hisse fiyatlarının oluşumunu, fiyat dengesini bozduğunu belirtmiştir. Brunnermeier ve Nagel (2004) teknoloji balonunun olduğu dönemlerde özellikle hedge fonların bu hisse senetlerini tercih etmesini, fiyatları yükselen hisselerin daha da değerlendirilmesine yol açtığını belirtmiştir. Frazzini (2006) ise yatırım fonu yöneticilerinin momentum stratejisi izlemelerinin hisse fiyatlarında etkinliğin oluşmasına engel olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmalara göre kurumsal yatırımcıların olumlu geri bildirim işlemleri fiyatların dengesini bozabilmekte, hisse fiyatlarındaki eğilimin daha da derinleşmesine neden olduğu görülmektedir. Bu sonuçların aksine 1975-1994 yılları arasındaki yatırım fonlarının işlemlerini araştıran Wermers (1999)

yatırım fonlarının düşük düzeyde sürü davranışında buldukları sonucuna ulaşmış; bu davranışlarının rasyonel olduğunu belirterek bilginin hisse fiyatlarına yansımaya sürecini hızlandırdığını, kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin uzun dönem piyasa etkinliğine katkı sağladığını belirtmiştir. Jones, Lee ve Weis (1999) ise kurumsal yatırımcıların portföylerine ilişkin olarak 1984-1993 dönemindeki üç aylık portföy değerlerini incelemiştir. Bu çalışmayla kurumsal yatırımcıların düşük düzeyde sürü davranışında buldukları sonucuna ulaşılırken kurumsal yatırımcıların hisse senetlerindeki talepleriyle hisselerin gelecek dönem getirileri arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışma sonuçları da kurumsal yatırımcıların işlemlerinin uzun dönem piyasa etkinliğine katkı sağladığını işaret etmektedir.

Hisse senedi performansının, etkin piyasalar hipotezi yaklaşımına uygun olarak salt şirketin performansına bağlanabilmekle birlikte piyasada oluşan algılamayla ilişkilendirilmesi de önem kazanmaktadır. Yatırım stratejisi belirlenmiş kurallar çerçevesinde yapıldığına göre bu kuralların, şirketin temel değerlerini yansıttığı kabul edilen unsurlara göre veya hisse senedinin piyasadaki algılanmasını yansıtan unsurlara göre uygulanması önem kazanmaktadır. Bu unsurların başında da hisse senetlerinin yatırım ufkuna göre dönemi farklılaşabilen önceki dönem getirisinin kullanılması gelmektedir. Yatırımcılar önceki dönem getirilerine göre sınıflandırdıkları hisselerde alım ya da satım yönlü işlem yapmayı tercih edebilmektedir. Buna göre yatırımcılar önceki dönem pozitif(negatif) getiri sağlayan hisselerin bundan sonra da yükseleceği(düşeceği) doğrultusunda alım(satım) işlemi yapabilmektedir. Diğer bir ifadeyle mevcut durumdaki yükseliş veya düşük eğilimin süreceği varsayımı olumlu geri bildirim işlemi veya momentum stratejisi olmaktadır.

Buna karşılık önceki dönem getirisi negatif olan hisselerin yeniden eski fiyatlarına geri geleceği, pozitif getiri sağlayacağı varsayılarak alım yapıldığında ise karşıt yatırım stratejisi ortaya çıkmaktadır. Benzer şekilde önceki dönemde fiyatı yükselmiş, pozitif getiri sağlayan hisselerin olması gereken değerinin üzerine çıktığı ve gelecek dönemde aşırı değerlendirilmiş fiyatların düşeceği, negatif getiri sağlayacağı varsayımıyla mevcut pozitif getiriyi elde edebilmek amacıyla hisse senedi satılabilmektedir. Momentum stratejisinde mevcut eğilimin devam edeceği varsayılarak yatırım pozisyonu alınırken, karşıt yatırım stratejisinde piyasada oluşan eğilime ters yatırım pozisyonu alınmaktadır.

Hisse senedinin temel değerlerinden bağımsız olarak momentum stratejisinin uygulanması, yatırımcıların tercihlerindeki etkenlerden birini oluşturmaktadır. Diğer taraftan, etkin piyasalar hipotezindeki varsayımlardan biri olan finansal piyasaların hafızasının olmadığı, geçmiş fiyat hareketlerinden yararlanarak piyasa getirisinden daha yüksek getiri elde edilemeyeceği varsayımının da geçersiz olduğunu göstermektedir.

Piyasadaki gelişmelerle aynı yönde yatırım yapılması yani olumlu geri bildirim süreci, hisselerin fiyatlarını daha da yükseltirken düşen hisselerin daha düşmesine neden olabilmektedir. Bu stratejinin rasyonel oldukları kabul edilen kurumsal yatırımcılarca uygulanması, piyasaların yükselme eğiliminin sürdüğü dönemlerin uzamasını sağlayabileceği gibi düşüş eğiliminin yaygınlaştığı dönemlerde düşüşün derinleşerek sürmesine neden olabilmektedir.

Olumlu geri bildirim işlemi veya momentum stratejisi, hisselerin içsel değerlerinden çok piyasa algılamasının gelecek dönem getirileri üzerinde etkili olduğunu kabul etmektedir. Karşıt yatırım stratejisi ise esas olarak gözden düşmüş

hisselerin alınması ve popüler olan hisselerin de satılması ile ilgilidir. Piyasada fiyatların düştüğü dönemlerde yatırımcılar hisselerin içsel değerlerini dikkate alarak bu hisseleri almakta, yükselen piyasalarda ise fiyatlara göre daha zayıf temellerin bulunduğu fark ederek satmaktadır. Buna göre geçmiş dönem kaybedenler yüksek performans göstermeye başlarken geçmiş dönemde kazananlar yeniden kırılma noktasına geri hareket etmektedirler. Bu özelliği itibariyle karşıt yatırım stratejisinin uygulanması fiyatlar üzerinde dengeleyici bir etkiye sahip olmaktadır. Hisse senetlerinde önceki dönemde oluşan pozitif getiriyi daha sonraki dönem kaybetmek istemeyen veya bir önceki dönem ortaya çıkan negatif getiriden yararlanmak (pozitif getiriye dönüşme potansiyelinden yararlanmak) isteyen yatırımcılarca tercih edilebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında ihtiyatlı yatırımcıların karşıt yatırım stratejisini tercih edebileceği düşünülmektedir.

Finans yazınında hisse senedi piyasa anomalileri arasındaki fiyat anomalilerinden biri olan aşırı tepki hipotezi yatırım stratejisiyle ilişkili olmaktadır. Aşırı tepki hipotezi, hisse senedi ile ilgili haberlerin, bilgilerin aşırı tepki gösterilerek fiyatlara yansımalarıdır. Hisse senedi fiyatlarındaki ortalamaya dönme eğilimi olarak tanımlanan aşırı tepki hipotezine göre ardı ardına gelen olumlu bilgilerden sonra gerçekleşen getirilerin ortalaması, olumsuz bilgilerden sonra ortaya çıkan getirilerin ortalamasından daha düşük olmaktadır (Barak, Demireli, 2006). Buna göre iyi habere nispeten kötü habere daha yüksek bir tepki gösterilmektedir. Aynı zamanda aşırı tepki hipotezi, karşıt yatırım stratejisiyle ilgili olmakta ve önceki dönemlerde ortaya çıkan getiriler daha sonraki dönemde fiyatlarda dönüşüm gerçekleşmektedir. (Ülkü, 2001) 1989-2000 döneminde İMKB-100 endeksi üzerine yaptığı çalışmada bu piyasada aşırı tepki hipotezinin gerçekleştiği sonucuna varmıştır. Diğer taraftan

(Durukan, 2004) aşırı tepki hipotezinin var olduğu sonucuna ulaşmakla birlikte önceki dönem kaybeden portföylerdeki getirilerinin kazanan portföylerden yüksek olduğuna ulaşırken, bu sonucun, karşıt yatırım stratejisiyle ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca bu durum yatırımcıların kaybetme korkusuyla hisse senetlerini satmaları, kötü haberlere iyi haberlerden daha çok tepki vermelerine yol açtığını belirtilmiştir. Aşırı tepki hipotezinin alternatifi olarak eksik(düşük) tepki hipotezi bulunmaktadır. Bu hipotezin de olumlu geribildirim işlemi yani momentum stratejisi ile ilişkilendirildiği ve momentum stratejisinin varlığı eksik(düşük) tepki hipotezinin kanıtı olarak belirtilmektedir (Barak, 2008, s. 169). Nitekim Bildik ve Gülay (2008) momentum kazancının piyasa tarafından eksik tepki verilmesine dayandırmıştır. Eksik tepki hipotezine göre ortaya çıkan bilginin fiyatlara yansımaları gecikmeli olarak yansımakta ve bu da fiyatlarda oluşan eğilimin bir süre daha devam etmesini sağlamaktadır. Hisse senedi piyasalarında ortaya çıkan fiyat anomalileri aynı zamanda yatırımcılarca getiri elde edebilmek amacıyla kullanılabilir. Bu açıdan bakıldığında yatırımcılar ihtiyatlılıkla birlikte karşıt yatırım stratejisi izleyebilmekte diğer taraftan piyasada var olan eğilimin kısa vadede devam edeceğini düşünen yatırımcılar ise momentum stratejisini izleyebilmektedir.

Momentum stratejisi bireysel yatırımcılarca da kullanılabilmesine karşın finansal piyasalarda rasyonel olduğu kabul edilen kurumsal yatırımcılarca uygulanması hisse senedi getirileri üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranlarıyla aynı dönemli getiriler arasındaki ilişki boyutunda değerlendirildiği gibi kurumsal yatırımcıların sahiplik oranlarıyla geçmiş dönem hatta daha sonraki dönem getirileriyle değerlendirilmektedir. Kurumsal

yatırımcıların sahiplik oranlarıyla geçmiş dönem getirilerle ilişkisi momentum stratejisi ile değerlendirilirken gelecek dönem getirileriyle ilişki ise kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olduğu, rasyonel yatırımcı olarak sinyal oluşturduğu ve diğer yatırımcıların da aynı hisseleri tercih edebileceği varsayımıyla değerlendirilmektedir.

Momentum stratejisinin, kurumsal yatırımcılarca tercih edilebilirliğine, momentum stratejisinin hisselerin özelliklerine ve dönemlere göre değişmesine ve bu stratejinin karşıt yatırım stratejisine göre üstünlüğüne ilişkin farklı çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Ayrıca yatırımcıların sürü davranışının belirlenmesine yönelik çalışmalarda olumlu geri bildirim işleminin de incelendiği, momentum stratejisi ile sürü davranışının birbirleriyle ilişkili sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalarda kurumsal yatırımcıların uluslararası yatırımlarında izledikleri yatırım stratejilerinin farklılaştığına ilişkin sonuçlara da rastlanmaktadır.

Momentum stratejisi ile karşıt yatırım stratejileri arasındaki üstünlüğe ilişkin sonuçlar çalışmalarda kullanılan veri setine, dönemine ve incelenen ülkeye göre farklılaşmaktadır. Bununla birlikte momentum stratejisinin kısa dönemde etkin olduğu ancak karşıt yatırım stratejisinin uzun vadede daha etkin olduğu görülmektedir. Grundy ve Martin (2001) uzun bir dönemi kapsayan çalışmada 1920'li yıllardan itibaren ABD piyasasında momentum stratejisinin daha karlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Schiereck, Bondt ve Weber (1999) ise 1961-1991 yılları arasında Frankfurt Borsası üzerinde yaptığı çalışma sonucunda gerek karşıt yatırım stratejisinin gerekse de momentum stratejisinin piyasa getirisinden daha fazla kazandırdığı sonucuna ulaşmıştır. Her iki stratejinin de pasif yatırım stratejisine göre

yani dönem içinde herhangi bir işlem yapılmamasına göre üstün performans sağladığı görülmektedir.

Yapılan diğer çalışmalarda yatırım stratejilerinin piyasa getirisinden farklılaştığı ve her iki yatırım stratejinin birbirlerine üstünlüğünün de farklılaştığı görülmektedir. Hatta yatırım stratejileri incelen dönemlere ve borsalara göre de farklılaşmaktadır. Yang (1999) Tayvan borsasına ilişkin 1976-1995 yılları arasında aylık verileri kullanarak karşıt yatırım stratejisinin diğer piyasalardaki kadar güçlü olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Tayvan ile ilgili diğer bir çalışmada ise Yang, Yang ve Su (2006) 1996-2004 arasındaki hisse senedi getirileri değerlendirilmiş ve karşıt yatırım stratejisinin uzun dönemde karlı olduğunu ve zamanla karlılığının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Assoe ve Oumar (2003) ise 1964-1998 dönemine ait verileri kullandıkları çalışma sonucunda kısa dönemde karşıt yatırım stratejisinin işlem maliyetleri de dikkate alındığında ekonomik olarak karlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Buna karşılık Mun, Vasconcellos ve Kish (1999) Fransa ve Almanya borsalarında işlem gören hisselerle ilişkin verilerle yaptıkları çalışmada riske göre ayarlanmış, çok değişkenli ve doğrusal olmayan bir modelle yaptıkları tahminler doğrultusunda kısa dönemli karşıt yatırım stratejisinin daha iyi performans sergilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yüksek getiri ile yüksek risk arasında korelasyon ilişkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılırken, karşıt yatırım stratejisinin kısa dönemde karlı olduğu ve zamanla karlılığının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bildik ve Gülay (2008) 1991-2000 döneminde İMKB’de işlem gören 210 hisse senedi verileriyle yaptıkları çalışmada momentum ve karşıt yatırım stratejisini test etmiştir. Araştırılan portföyler geçmiş dönem getirileri, büyüklük, fiyat, defter değeri/piyasa değeri ve fiyat/kazanç

oranına göre kurgulanmıştır. Bu çalışma sonucunda anlamlı düzeyde karşıt yatırım stratejisini benimseyen yatırımcıların üstün getiri elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Durukan (2004) İMKB’de yer alan hisse senetlerini 1988-2003 döneminde incelemiş ve uzun dönemli karşıt yatırım stratejisinin kazançlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Fornier ve Marhuenda (2003) ise momentum stratejisinin kısa ve orta vadede karşıt yatırım stratejisine göre üstünlük sağlarken uzun vadede karşıt yatırım stratejisinin üstünlük sağladığını öne sürmüştür. Buna göre momentum stratejisi karlılığını uzun vadede koruyamazken kısa dönemde oldukça etkin bir yatırım stratejisi olmaktadır.

Grinblatt ve Keloharju (2000) Finlandiya piyasası ile ilgili yaptıkları çalışmada yerli yatırımcılar karşıt yatırım stratejisini izlerken yabancı yatırımcıların momentum stratejisini izleyerek yerli yatırımcılara göre daha fazla kazandıkları sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmayla gelişmekte olan ve daha küçük piyasalarda çok sayıdaki yabancı yatırımcının işlemlerinin momentum üzerinde etkili olabildiğine ulaşılmıştır. Ayrıca bu çalışmaya göre yerli yatırımcılar hesap üzerinde ortaya çıkan kaybın gerçekleşmemesi için hisselerde işlem yapmaya isteksiz oldukları ve gelecek dönemlerde olumsuzluğun düzeleceği beklentisine sahiptirler. Bu sonuç yatırımcıların farklılığının momentum stratejisinin kabul edilmesinde ve uygulanmasında etkili olduğunu göstermektedir.

Moskowitz ve Grinblatt (1999) her bir hisse senedinin momentumunun portföy performansına olan etkisi değerlendirmek yerine hisse senetlerinin ait olduğu sektörlere göre momentumun etkisini incelemiştir. Sektör bazında momentum stratejisi izlemenin hisse bazında momentum stratejisi izlemekten daha karlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca sektör bazında momentum stratejisinin bir aylık kısa

vadede oldukça güçlü olduğu öne sürülmüştür. Buna karşılık Hurn ve Pavlov (2003) yaptığı çalışmada endüstri momentumuna rastlanmamakla birlikte bunun etkisinin çok kısa bir dönemde (6 aya kadar) ortaya çıkabildiğini belirtmişlerdir. Menkhoff (2002) kurumsal yatırımcıların da zaman zaman irrasyonel olabildiklerini ve portföy yöneticilerinin aşırı güvene sahip olduklarını belirtmiştir. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım stratejileri yerine kısa vadeli yatırım stratejileri tercih edebildiklerini belirtmiştir. Bu durum fon yöneticilerinin hızlı ve aşırı getiri sağlamaları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bunun sonucunda da momentum stratejisi izlenebilmektedir. Kurumsal yatırımcıların momentum stratejisini izlemelerinde etkili olan unsurlardan biri de fon yöneticilerinin iş güvencesi ile ilişkili olduğu görülmektedir.

Khorana (1996) fon yöneticilerinin 6-8 aylık dönem düşük performans göstermelerinden sonra fon yöneticiliği görevinden alındıklarını belirtmiştir. Dolayısıyla fon yöneticileri, kısa dönemde portföy performansı üzerinde etkili olabileceğini varsayarak momentum stratejisini izlemektedir. Benzer şekilde kurumsal yatırımcıların uzun dönemde daha iyi performans göstereceği bilinen hisseler yerine belirli özelliklere sahip diğer hisseler yöneltmeleri, momentum stratejisinden kaynaklanabilmektedir. Bu stratejinin uygulanması da kurumsal yatırımcıların kısa vadeli yatırım ufkuна sahip olmalarına bağlanmaktadır (Jegadeesh, Titman, 1993, s. 90). Kurumsal yatırımcıların, özellikle emeklilik fonlarında, yatırım ufukları, kuruluş amaçlarına göre farklılaşabilmekte, kısa vadeli yatırım ufkuна sahip kurumsal yatırımcılar momentum stratejini izleyebilmektedir.

Chan ve Lakonishok (1993) kurumsal yatırımcıların mevcut fiyat üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir. Momentum stratejisine göre hisse

senedinde pozisyon alan ve daha sonra portföyünden çıkaran kurumsal yatırımcıların işlemleri, hisse fiyatları üzerinde geçici bir etkiye sahipken karşı yatırım stratejisi izleyen kurumsal yatırımcılar fiyatlar üzerinde uzun dönemli etkiye sahip olmaktadır.

Jegadeesh ve Titman (1993) momentum stratejisinin hisse senedi büyüklüğüyle ilişkili olduğunu ve momentum stratejisinin oluşmasında sürü davranışının etkili olduğunu belirtmiştir. Nofsinger ve Sias (1999) ise kurumsal yatırımcıların aynı zaman diliminde benzer yatırım davranışı sergiledikleri; sürü davranışında buldukları sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada kurumsal yatırımcıların üstün bilgiye sahip olduklarını ve bireysel yatırımcıların da bu gerekçeyle kurumsal yatırımcıların işlemlerini referans aldıklarını belirtmişlerdir. Dolayısıyla kurumsal yatırımcılara benzer işlemlerin yapılması, sürü davranışının ortaya çıkmasına neden olurken aynı zamanda hisse getirileri üzerindeki olumlu yada olumsuz etkilerin derinleşmesini de sağlamaktadır. Bir hissedeki momentumun yükselmesi ile kurumsal sahipliğin artma eğilimi ilişkilendirilirken, yüksek getirilerin oluşması sürü davranışından kaynaklandığı belirtilmiştir. Nofsinger ve Sias (1999), Wermers (1999), Sias, Starks ve Titman (2001) tarafından ulaşılan sonuçlar, kurumsal yatırımcıların momentum stratejileriyle bu hisse senetlerinin pozitif getirileri arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğunu göstermektedir.

Borensztein ve Gelos (2001) Ocak 1996-Mart 1999 döneminde yatırım fonlarının portföylerini inceledikleri çalışmada kurumsal yatırımcıların büyüklüğünün, momentum stratejisinin izlemesiyle ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Buna göre fon büyüklüğü bakımından en küçük ve en büyük fon grubunda yer alan fonlar, karşıt strateji izlemektedir. Momentum stratejisi, gelişmekte olan

piyasalardaki fonlarca uygulanırken kriz dönemindeki Asya ülkelerinde yeterince belirgin olmadığı görülmüştür. Momentum stratejisinin tercihi, belirgin şekilde likit piyasalarda olmaktadır. Bu durum kurumsal yatırımcıların likit olmayan piyasalarda büyük miktardaki ani alımlar veya ani satımları sonucunda ciddi oynaklığın çıkmasıyla beliren etkiden kaynaklanmaktadır. Nitekim Alemanni ve Ornelas (2008) 2000-2005 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı yatırımcıların davranışlarını incelediği çalışmalarında, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde fiyat baskısı oluşturmamak ve oynaklığı artırmamak için yatırımlarında kademeli şekilde hareket ettikleri sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca riskten korunan yabancı yatırımcılar, momentum stratejisini izlerken, riskten korunmayanlar ters geri bildirim işlemi yani karşıt yatırım stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Choe, Kho ve Stulz (1999) Kasım 1996 ile Aralık 1997 döneminde Asya krizinin değerlendirmek amacıyla Kore borsasındaki hisse senedi işlemlerini incelemiştir. Buna göre yabancı yatırımcıların kriz öncesi dönemde sürü davranışında buldukları ve momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşılık kriz döneminde sürü davranışının zayıfladığı, momentum stratejisinin ise görülmediği yönünde bulgular elde edilmiştir. Ayrıca bu çalışmaya göre kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların fiyatlar üzerinde etkisi olmamaktadır. Bowe ve Domuta (2004) tarafından yapılan çalışmada da 1997 Asya krizinin Endonezya Jakarta borsasındaki yerli ve yabancı yatırımcıların davranışları üzerine etkileri araştırılmıştır. Buna göre yerli ve yabancı yatırımcı gruplarının sürü davranışında bulduklarına ulaşılırken, momentum stratejisi izlediklerine ilişkin herhangi bir bulguya ulaşılamamıştır. Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) ise yatırım fonlarının momentum davranışıyla ilgili olmalarını ve ülkeler arasındaki bulaşma

etkisini yani bir ülkede hisse senetleri düşerken sistematik olarak diğer ülkelerde de satış işleminin yapılıp yapılmadığını araştırmıştır. Çalışmada gelişmekte olan ülkelerde yatırım fonlarının momentum stratejisiyle ilgilendikleri sonucuna ulaşılmıştır. Kriz dönemlerinde eş zamanlı momentum stratejisi, fon yöneticileri ve yatırımcılar için aynı düzeyde güçlü olduğu sonucuna ulaşılrken gecikmeli momentum stratejisinin fon yöneticileri için daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Grinblatt, Titman ve Wermers (1995) 1974-1984 yılları arasında 274 yatırım fonuna ilişkin olarak üç aylık portföy değişimlerini değerlendirmiştir. Momentum stratejisiyle ilgili olarak kurumsal yatırımcıların geçmiş kaybeden hisselerin satılmasından çok kazandıran hisselerin alınmasında sürü davranışının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hurn ve Pavlov (2008) 1973-1998 dönemine ilişkin verileri kullanarak yapılan 2003 yılındaki çalışmalarını güncelleyerek 1973-2004 döneminde Avustralya piyasasında kısa ve orta dönemde momentum stratejisinin var olduğu sonucuna yeniden ulaşmışlardır. Ayrıca momentumun küçük ve orta büyüklükteki hisselerde daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lee ve Swainathan (2000) getirilerin tahmin edilmesinde likidite göstergesi olarak işlem hacmi oranını kullanmıştır. Buna göre düşük işlem hacmine sahip hisselerin piyasa tarafından düşük değerlendirildiği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca yaptıkları çalışmada momentum yaşam döngüsü hipotezi oluşturmuşlardır. Bir hissenin momentum yaşam döngüsü içinde yerinin belirlenmesinde işlem hacminin önemli bir role sahip olduğu belirtilerek bir hisse senedinin işlem hacmi arttığında popülaritesinin de arttığı buna karşılık işlem hacmi azaldığında ise ihmal edildiği

sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca geçmiş dönem getirilerin ve işlem hacminin getiri tahmininde güçlü bir tahmin unsuru olduğunu öne srmşlerdir. Griffin, Harris ve Topaloğlu (2005) Ocak 1997-Mart 2000 döneminde Nasdaq piyasasında yatırımcı gruplarının davranışlarını incelemişlerdir. Kurumsal yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlemlerin hisselerin önceki gün getirileri ile aynı doğrultuda olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmada yatırımcı grupları arasında ilişkinin karmaşık olduğu sonucuna ulaşılırken teknoloji hisselerindeki fiyat artışının oluşmasında ve fiyatların yeniden düşmesinde kurumsal yatırımcıların önemli ölçüde etkili oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Sias (2004) kurumsal yatırımcıların işlemleri ile eş zamanlı getiriler arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Kurumsal yatırımcılar momentum yatırımcısı olarak tanımlanırken, kurumsal yatırımcıların sürü davranışının düşük bir kısmının momentum işleminde kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Choi ve Sias (2008) ise kurumsal yatırımcıların sürü davranışlarına ilişkin başlıca gerekçelerini belirterek kurumsal yatırımcıların hisse düzeyinde olduğu kadar sektör düzeyinde de momentum stratejisi izlediğini ne srmştr. Cohen, Gompers ve Vuolteenaho (2002) kurumsal yatırımcıların pozitif nakit akımıyla ilgili haberlerle birlikte geçmiş dönem kazanan hisselerde alım yönlü işlem yaptıklarını fakat nakit akımıyla ilgili haberlerin bulunmadığı geçmiş dönemde kazanan hisselerin satımı yönünde işlem yaptıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Momentum stratejisiyle ilişkili çalışmalar değerlendirildiğinde farklı sonuçlara ulaşılmış olsa da bu stratejinin kısa dönemde karşıt yatırım stratejisine göre üstün performans gösterdiği görülmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalarda kurumsal yatırımcıların davranışlarının ve izlenen stratejilerin değerlendirildiği

görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların momentum stratejisi izlediği, hatta sektörel bazda bu stratejiyi uyguladığı, hisselerin tercihinde geçmiş dönem getirilerinin önemli ölçüde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yapılan çalışmalarda kurumsal sahipliğin önceki getirilerle olduğu kadar gelecek dönem getiri potansiyelleri ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

6.8.2. Momentum Stratejisinin Ölçülmesine Yönelik Yöntemler

Araştırmalar çerçevesinde kurumsal yatırımcıların sürü davranışında bulunmasında rasyonel gerekçeler ve davranışsal unsurların etkili olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların rasyonel gerekçelerle sürü davranışında bulunmalarında ise portföy yöneticilerinin taklit edilmesi, alınan işaretlere benzer tepkilerin verilmesi, portföy sigortası yaklaşımının benimsenmesi, zarar önleyici emirlerin uygulanması vb. gibi yatırım tercihleri ve işlem stratejileri etkili olmaktadır. Kurumsal yatırımcılarla ilgili sürü davranışının araştırıldığı birçok çalışmada kurumsal sahiplik ve hisse özellikleri arasındaki ilişkinin, kurumsal yatırımcıların yatırım stratejilerinin de incelendiği görülmektedir (Starks, 2007). Benzer şekilde Wermers (1999) sürü davranışı test etmiş, alım ve satım yönlü sürü davranışının gelecek dönem getirileriyle ilişkisini incelemiştir. Bu çalışma kapsamında doğrudan kurumsal sahiplikle hisse senedi getirileri ve kurumsal yatırımcıların momentum stratejisini benimseyip benimsemedikleri incelendiğinden kurumsal yatırımcıların sürü davranışı araştırma kapsamı dışında tutulmuştur.

Kyröläinen ve Perttunen (2005) momentum stratejisinin test edilmesinde Grinblatt ve Keloharju (2000) tarafından kullanılan yöntemi esas almıştır. Bu doğrultuda önceki dönem getirilerin değerlendirilmesinde kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere farklı dönemler oluşturularak bu dönemlerdeki getirilerin değişimi

incelenmiştir. Bu dönemlerin oluşturulmasında günlük verilerle çalışılmasının etkili olduğu görülmektedir. Grinblatt ve Keloharju (2000) kurumsal sahiplik öncesi getirileri (-5,-2), (-20,-6), (-120,-21) ve (-120,-1) dönemleri itibariyle değerlendirmiştir. Diğer taraftan Hurn ve Pavlov (2003) momentum stratejisinin etkisini değerlendirmek üzere geçmiş aylara ait (0-1), (1-6), (6-12), (1-12), (12-24), (24-36) dönemlerini incelemiştir.

Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1992) 1985-1989 arasındaki 769 yatırım fonun işlemlerinin etkilerini sürü davranışı ve geribildirim stratejisi kapsamında araştırmıştır. Pozitif geri bildirim işleminin işlemin çok güçlü olmasının varlık fiyatlarını dengesizleştirebileceği belirtilmiştir. Olumlu geri bildirim işlemini ölçmek amacıyla genel bir yaklaşım sağlayan bir yöntem kullanılmıştır. Geribildirim işlemi hisse senedindeki aşırı talebin varlığıyla ölçülmüştür. Buna yönelik olarak parasal ve yatırımcı sayısı olarak iki farklı yaklaşım ortaya koyulmuştur.

$$\text{Denklem 5 } Dratio_{i,t} = B_{i,t} - S_{i,t} / B_{i,t} + S_{i,t}$$

$Dratio_{i,t}$; t döneminde i hisse senedindeki aşırı talep

$B_{i,t}$; t döneminde i hisse senedinde alım yapan yatırımcı grubunun parasal miktarı

$S_{i,t}$; t döneminde i hisse senedinde satım yapan yatırımcı grubunun parasal miktarı

Hisse senedindeki ilgiyi ölçmek üzere alıcıların parasal olarak ağırlığı aşırı talep olarak ölçülürken, alıcı tarafındaki yatırımcıların ilgisi de alıcıların o dönemdeki aktif yatırımcılar içindeki oranı olarak ölçülmüştür.

Denklem 6 $N_{ratio_{i,t}} = \#B_{i,t} / \#B_{i,t} + \#S_{i,t}$

$N_{ratio_{i,t}}$; t döneminde i hisse senedindeki alıcı yatırımcıların oranı

$\#B_{i,t}$; t döneminde i hisse senedinde alım yapan yatırımcı sayısı

$\#S_{i,t}$; t döneminde i hisse senedinde satım yapan yatırımcı sayısı

Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1992) oluşturduğu bu yöntemleri önceki dönem getirilerine göre 1.si en iyiyi ve 5.si en kötüyü temsil etmek üzere sıralanan hisse senetlerini incelemiştir. Ayrıca bu hisseleri büyüklüklerine göre de değerlendirmiştir.

Bildik ve Gülay (2008) yatırım stratejilerinin performansının belirlenmesi için kurgulanan portföyleri, 1, 3, 6 ve 12 ay öncesi getirilere göre ve aynı süreler ölçüsünde elde bulundurduğu varsayımıyla oluşturmuştur. Momentum stratejisinin test edilmesinde önceki dönem getirilerine göre oluşturulan kazanan ve kaybettiren portföylerin, zaman içindeki performansları piyasa getirisiyle birlikte değerlendirilmiştir. Buna göre her bir hisseye ait ortalama getirilerden piyasa getirisinin çıkartılmasıyla ortalama aşırı getiri değerine ulaşılmıştır. Bu işlemin her dönem için gerçekleştirilerek test edildiği Bildik ve Gülay (2008) görülmektedir. Bu kapsamda n dönem boyunca her bir hissedeki aşırı getirinin bulunmasına yönelik iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bu yöntemlerden ilkinde, aşırı getirilerin zaman sürecince toplanmasıyla kümülatif aşırı getiriye ulaşılmaktadır. Diğer yaklaşım ise al-ve-tut getirisi olarak ifade edilmekte ve her dönemdeki getiriler çarpılarak elde edilen toplam değerden, aynı dönemlerdeki piyasa getirilerin çarpılmasıyla oluşan

toplam piyasa değerinin çıkarılması işleminden oluşmaktadır (Schiereck, Bondt Weber, 1999, s. 107).

$$\text{Denklem 7} \quad R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad \Leftrightarrow \quad AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Denklem 8

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^T AR_{i,t}$$

$R_{i,t}$; i hisse senedinin t dönemindeki getirisi $R_{m,t}$; piyasanın t dönemindeki getirisi

$P_{i,t}$; i hisse senedinin t dönemindeki fiyatı

$AR_{i,t}$; i hisse senedinin t dönemindeki aşırı getirisi

$CAR_{i,t}$; i hisse senedinin t dnemine kadar oluşan kmlatif aşırı getirisi

Momentum stratejisinin test edilmesinde kullanılan yntemlerden ilki, incelenen dnemler boyunca ortaya ıkan aşırı getirilerin toplanmasıyla elde edilen kmlatif aşırı getiri olmaktadır. Denklemdeki $P_{i,t}$ i hisse senedinin t dnemindeki kapanış fiyatını, $P_{i,t-1}$ ise i hisse senedinin t-1 dnemindeki kapanış fiyatını gstermektedir. Bu denklemdeki hesaplamayla i hisse senedinin t dönemindeki $R_{i,t}$ getiriye ulaşılmaktadır. $AR_{i,t}$ i hisse senedinin t dönemindeki getirisinden ($R_{i,t}$), t dönemindeki piyasa getirisinin ($R_{m,t}$) ıkarılmasıyla elde edilmektedir. Daha sonraki süreçte ise i hisse senedinde ortaya çıkan her bir aşırı getiri toplanmakta ve kümülatif aşırı getiriye ($CAR_{i,t}$) ulaşılmaktadır. Bundan sonraki aşamada ise kazanan ve kaybeden portföylerin kümülatif aşırı getirileri arasındaki fark, istatistiksel yöntemlerle test edilmektedir.

Momentum stratejisinin test edilmesinde kullanılan diğer bir yaklaşım ise al-ve-tut yöntemidir. Bu yaklaşıma göre hesaplanan aşırı getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır;

Denklem 9

$$BHAR_i = \frac{1 + R_{i,1} + 1 + R_{i,2} + \dots + 1 + R_{i,n}}{1 + R_{m,1} + 1 + R_{m,2} + \dots + 1 + R_{i,n}}$$

Uzun dönemli getiri hesaplamasında ortalama aşırı getirilerin (AAR), al-ve-tut portföy getirilerinin (BHAR) farklı avantaj ve dezavantajlarının bulunduğu buna karşın ortalama aşırı getiri yaklaşımının daha az istatistiksel soruna sahip olduğu ve genel bir yaklaşım sunduğu ifade edilmektedir (Bildik, Gülay, 2008).

Momentum işleminin ölçümü, yatırımcı gruplarının sahiplikleri ile ilişkilendirildiğinde farklılaşmaktadır. Yatırımcı gruplarıyla sahiplik oranlarının ilişkilendirildiği çalışmalarda (Grinblatt, Titman ve Wermers, 1995) tarafından geliştirilen yöntemin kullanıldığı görülmektedir. Bu denklem hisse senetlerindeki işlemlerle getiriler arasında doğrudan bir ilişki kurmaktadır. Araştırma kapsamında hisse senedi getirilerinin aylık olmasına karşın yatırım fonu portföylerine ilişkin veriler üçer aylık dönemlerde elde edilebildiğinden aylık bazda hesaplanan bir denklem kurmuştur.

Denklem 10

$$M = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N w_{j,t} - w_{j,t-1} R_{j,t-k+1}$$

$w_{j,t} - w_{j,t-1}$; j hisse senedinin t ve t-1 dönemindeki portföy içindeki ağırlığının farkı

$R_{j,t-k+1}$; j hisse senedinin k gecikmeli dönemden sonraki dönem getirisi

M, momentum ölçüsünü ifade ederken $w_{j,t}$, j hisse senedinin t dönemindeki portföy içindeki ağırlığını ve $R_{j,t-k+1}$ j hisse senedinin t-k döneminden t-k+1 dönemine kadar süreçteki getirisidir. Burada belirtilen k ifadesi dönemler arasındaki gecikmeyi belirtmektedir. Denklemdaki k değeri 1 olduğunda eş zamanlı ilişki değerlendirilirken, 2 olması durumunda 1 gecikmeli ilişki değerlendirilmektedir (Grinblatt, Titman ve Wermers, 1995, s. 1090).

Momentum stratejisinin ölçümünde Grinblatt, Titman ve Wermers (1995) tarafından geliştirilen yöntemin esas alınmasına karşın Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) bazı değişikliklere gitmiştir. Buna göre yeniden düzenlenen yöntemin iki önemli avantaja sahip olduğunu belirtilmiştir. Düzenlenen yöntemin pasif fiyat momentumuna neden olmadığı belirtilmiştir. Hisselerin portföy içindeki ağırlığı kullanıldığında, diğer hisse senetlerine göre bir hissenin fiyatının yükselmiş olması yatırım stratejisiyle ilgili herhangi bir işlem yapılmamasına karşın portföy ağırlığı ile getiri arasında pozitif bir ilişkiye sebep olmaktadır. Bu nedenle portföy ağırlığı yerine oransal miktar değişimi esas alınmıştır. Diğer bir avantaj ise pasif miktar momentumunun giderilmesi olarak belirtilmiştir. Portföy ağırlığı esas alındığından yalnızca bir hissede yoğun işlem yapılması diğer hisse senetlerinde işlem yapılmadığı ile ilişkilendirilmesine neden olmaktadır. Oluşturulan bu yöntemle bu olumsuz etki de giderilmiştir. Ayrıca Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) yaptıkları çalışmada momentum işlemini geliştirerek, yalnızca yatırımcı ve yalnızca yönetici bazında ayrıştırarak incelemiştir. Momentum değerinin hesaplanmasına yönelik oluşturulan model şu şekildedir.

Denklem 11
$$M_{i,j,t,k} = \frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{Q_{i,j,t}} R_{j,t-k}$$

$M_{i,j,t,k}$; momentum ölçüsünü,

$Q_{i,j,t}$; i fonunca t dönemindeki sahip olduğu j hisse senedi sayısını,

$Q_{i,j,t}$; $(Q_{i,j,t} + Q_{i,j,t-1}) / 2$ şeklinde hesaplanmakta ve her iki dönemdeki ortalama hisse sayısını

$R_{j,t-k}$; t-k-1 döneminden t-k dönemine kadar olan süreçteki j hisse senedi getirisini, k ise getiri ile ilişkilendirilecek gecikme dönemi sayısını, göstermektedir.

Badrinath ve Wahal (2002) ise daha önce Grinblatt, Titman ve Wermers (1995) tarafından kullanılan yöntemi benimseyerek farklı gecikmeye sahip dönemleri de kullanarak momentum işlemini test etmiştir.

Denklem 12
$$ITM_{jt}(k, 1) = \sum_{i=1}^N w_{ijt} - w_{ijt-1} R_{i,t-k} - R_{m,t-k}$$

$ITM_{jt}(k, 1)$; her bir kurumun dönemler itibariyle k gecikmeli dönem getirisine duyarlı momentum işlemi

w_{ijt} ; i hisse senedinde j kurumunun t dönemindeki toplam takas içindeki oranını,

$R_{i,t-k}$; i hisse senedinin k gecikmeli t dönemindeki getirisini,

$R_{m,t-k}$; piyasanın k gecikmeli t dönemindeki getirisini,

ifade etmektedir.

Shu (2008), kurumsal portföylerin üçer aylık verileriyle yaptığı çalışmada benzer bir yöntemi kullanmasına karşın bazı değişiklikler yapmıştır. Buna göre, i hisse senedinde t dönemindeki kurumsal yatırımcıların sahiplik oranlarındaki değişimin inceleme dönemi boyunca ortaya çıkan mutlak değişim toplamına oranının, dönemler itibariyle hisse senedinin geçmiş getirilerine göre oluşturulan endeks değeriyle çarpımı sonucunda momentum işlemine ulaşmıştır.

$$\text{Denklem 13} \quad MT_i = \frac{\sum_{t=1}^8 \Delta H_{i,t}}{\sum_{t=1}^8 \Delta H_{i,t}} ppindex_{i,t}$$

MT_i ; i hisse senedinde t dönemindeki momentum işlemi

$\Delta H_{i,t}$; i hisse senedinde t dönemindeki sahiplik oranındaki değişim

$ppindex_{i,t}$; i hisse senedinde t dönemine kadar olan 6 dönemlik (üç aylık) getirilere göre oluşturulan -5 ve 5 arasında değişen gösterge

Somuncu ve Karan (2005) yerli ve yabancı yatırımcıların davranışlarıyla ilgili yaptıkları çalışmada, 2001-2004 dönemindeki 2 aracı kurum üzerinden yapılan yabancı yatırımcı işlemleri ve yerli yatırımcı işlemleri incelenmiştir. Bu çalışma kapsamında olumlu geribildirim işlemi ölçüsü olarak Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) tarafından geliştirilen yöntem kullanılmıştır.

$$\text{Denklem 14} \quad M_k = \frac{1}{JT} \sum_t \sum_j M_{k,j,t}$$

M_k ; k yatırımcı grubunun momentum ölçüsü

$M_{k,j,t}$; t döneminde, j hisse senedini taşıyan, k yatırımcı grubunun momentum ölçüsü

Buna göre bir dönem için k yatırımcı grubu için momentum işleminin ölçüsüne, t döneminde j hisse senedini portföyünde bulunduran k yatırımcı grubunun momentum işlemlerinin toplamının, dönemler boyunca işlem gören toplam hisse senedi (Boluc, Eregl, Enka, Petkm vb. gibi) sayısına ve toplam dönem sayısına bölünmesiyle ulaşılmaktadır (Somuncu, Karan, 2005, s. 333).

Oluşturulan bu yöntemle göre geri bildirim işleminin olmaması durumunda M_k ortalama değeri sıfır olmaktadır. Sistemik bir olumlu geri bildirim işleminde M_k değeri pozitif olacaktır. Diğer taraftan bu değer negatif olması negatif geri bildirim işlemini yani karşıt yatırım stratejisini işaret etmektedir (Somuncu, Karan, 2005, s. 333).

7. KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIM TERCİHLERİ VE STRATEJİLERİNİN ANALİZİ: İMKB ÖRNEĞİ

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi üzerindeki etkilerinin tek bir boyutta olmadığı; kurumsal portföylerin yapısına göre değiştiği, hisse tercihlerinden izledikleri yatırım stratejisine, hisselerine ait geçmiş dönem getirilerinden piyasanın genel eğilimine varıncaya kadar çok sayıda unsurdan etkilendiği görülmektedir. Bu kapsamda Türkiye’de kurumsal yatırımcılarla ilgili yapılan çalışmalar, Türkiye’de A tipi yatırım fonlarının, yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının, portföy yönetim şirketlerinin ve yabancı yatırımcıların hisse senedi tercihleri, bu hisselerdeki sahiplikleri ile bu hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ayrıca araştırma kapsamında değerlendirilen kurumsal yatırımcıların momentum stratejisi izleyip izlemedikleri yani olumlu geri bildirim işlemleri incelenmiştir.

7.1. KURUMSAL YATIRIMCILAR VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE ETKİLİ UNSURLARLA İLGİLİ TÜRKİYE’DE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Kurumsal yatırımcılar ve hisse senedi portföylerinin oluşumuna yönelik Türkiye’de yapılan çalışmalara bakıldığında; ağırlıklı olarak, hisse senedi özelliklerine göre oluşturulan portföylerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelendiği, yatırım fonlarının performans ölçümlerine yöneldiği görülmektedir.

Hisse senedi fiyatlarının oluşumuyla ve hisse senedi özellikleriyle getirilerin ilişkilendirildiği çalışmalarda, yatırımcıların hisse senedi tercihlerinin, davranışlarının ve izledikleri yatırım stratejilerinin, göz ardı edildiği görülmektedir. Kanalcı (1997) hisse senedi fiyatlarına etki eden faktörlerin firma içi ve firma dışı faktörler olarak sınıflandırmıştır. Dışsal unsurlar içinde hisse senedi fiyatlarının

belirlenmesinde vergi, kamu harcamaları, enflasyon, döviz ve faiz düzeylerindeki değişimler dikkate alınmasına karşın fiyatların oluşumunda yatırımcıların arz ve talebini etkileyen unsurlar üzerinde durulmamıştır. Hisse senedi getirilerinin hisse özellikleriyle ilişkilendirilmesine yönelik çalışmalarda ağırlıklı olarak firma büyüklüğünün ve piyasa değeri/defter değeri oranlarının etkisi araştırılmıştır. Firma büyüklüğü, sinerjinin oluşumuna katkı sağlarken, özkaynak getirisi üzerinde etkili olmakta ve bu yönde firma büyüklüğü hisse senedi getirisi üzerinde etkili olabilmektedir. Diğer taraftan firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı(PD/DD), beklenen kar payı dağıtım oranı, kazançlardaki beklenen büyüme oranı ve risklilik çevresinde şekillenirken, en fazla etkileyen unsur özsermayenin getirisi olmaktadır (Ercan, Öztürk, Küçükkaplan, 2006, s. 62). Dolayısıyla çalışma kapsamında benzer nitelikte çeşitli değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

Hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerin değerlendirilmesinde PD/DD yerine defter değeri/piyasa değeri(DD/PD) oranının da kullanıldığı görülmektedir. DD/PD oranı yüksek hisseler “değer hisseleri” ve DD/PD oranı düşük hisseler ise “büyüme hisseleri” olarak belirtilmektedir. Değer hisselerinin(yüksek DD/PD) büyüme hisselerinden (düşük DD/PD) yüksek getiri sağlaması değer primi olarak tanımlanmakta ve buna yönelik dört farklı açıklama bulunmaktadır. Buna göre ilk yaklaşım, değer hisseleriyle ortalama getiriler arasında bulunan ilişkinin pozitif çıkması örneklemden kaynaklanan bir olasılık olmaktadır. İkinci yaklaşım ise değer hisselerinin risk içermesinden dolayı değer primi ortaya çıkmaktadır. Değer primine yönelik üçüncü yaklaşım ise aşırı tepki hipotezi olmaktadır. Aşırı tepki hipotezi doğrultusunda zayıf firmalar yüksek getirilere sahip olurken güçlü firmalarda düşük getiriler ortaya çıkmaktadır. Son açıklama ise değer priminin riskin sonucunda

olmadığı, davranışsal aşırı tepkinin bir sonucu olduğudur (Gönenç, Karan, 2003, s. 1-2). Değer primiyle ilişkili olarak (Gönenç, Karan, 2003) 1993-1998 döneminde 60 aylık periyotta 120-186 arasında değişik şirketlerin getirilerini ve hisse senetlerine ilişkin DD/PD, hisse başına kazanç, nakit akımları/fiyat gibi oranları incelenmiştir. DD/PD oranlarına göre sıralanan hisse senetleri yıllık dönemler itibariyle ilk %30, orta %40 ve son %30 olmak üzere gruplandırılmıştır. Ayrıca hisse senetleri her yıl Haziran ayı büyüklüğüne göre sıralanarak büyük ve küçük hisse senetleri olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Bu yöntemle her bir portföyün büyük ve küçük hisselerine göre ortalama getirileri test edilmiştir. Çalışma sonucunda İMKB’de değer priminin bulunmadığı, değer veya büyüme hisselerinden oluşan portföylerin piyasa getirisinden yüksek performans gösteremediğine ulaşılmıştır. Ayrıca istikrarsız ekonomik ortamın ve yüksek sistematik riskin özellikle küçük ve orta büyüklükteki firmaların temel değerlerini etkilediği, kurumsal ve yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarını etkilediği öne sürülmüştür. Bu gerekçeyle kurumsal ve yabancı yatırımcılar, finansal temeli güçlü aynı zamanda büyük firmaların hisse senetlerini tercih etmektedirler. Bu sonuçla uyumlu şekilde halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin incelendiği çalışmada Kırkulak (2007) büyük firmaların uzun dönemde küçük hisse senetlerine göre yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

Yalçiner ve Boztosun (2005) 1999-2004 yılları arasında 148 hisse senedine ait yıllık verilerle firma büyüklüğünün ve piyasa değeri/defter değeri oranının getiri üzerindeki etkisini incelemiştir. Firma büyüklüğünün ve betanın getiri üzerinde etkili olduğu buna karşın piyasa değeri/defter değeri oranının etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre büyük firmaların ortalama getirisi

küçük firmalara göre daha yüksektir. Küçük hisselerdeki işlem maliyetlerinin de dikkate alınmasıyla büyük hisselerin daha yüksek getiriye sahip olduklarına yönelik çalışmalar bulunmasına karşın küçük piyasa değerine sahip hisse senetlerinin geleneksel finansal varlıkları fiyatlama modellerinin (CAPM) öngördüğünden çok daha yüksek ortalama getiri sağlayan çalışmaların da bulunduğu belirtilmektedir. (Özmen, 1997, s. 45-46)

Şamiloğlu (2006) 1996-2002 döneminde 125 hisse senedi ile ilgili olarak, üçlü faktör modeliyle büyüklük ve değer priminin varlığı test edilmiştir. Hisselerin büyüklük ve DD/PD oranlarına göre oluşturulan portföylerin beklenen getirisi ile büyüklük ve DD/PD arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını belirtilmiştir.

Yıldırım (2006) 1990-2002 dönemindeki sayısı zaman içinde sayısı değişen hisse senetlerinden %70-%85 arasında değişen orandaki kısmı incelemiştir. Bu çalışmada firma büyüklüğü ve DD/PD değerine göre yılsonunda oluşturulan portföylerin bir yıl sonra ne kadar getiri elde ettikleri araştırılmıştır. Buna göre İMKB’de küçük firma primi ve DD/PD etkisi bulunmakla birlikte piyasanın genel eğilimine göre dönemler (piyasanın yükseldiği ve düştüğü dönemler) bölündüğünde etkilerin farklılaştığı belirtilmiştir.

Canbaş, Kandır ve Erişmiş (2007) 1992-2005 döneminde 156 ayı kapsayan mali sektör dışındaki hisse senedi özelliklerine göre oluşturulan portföylerin getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Defter değeri/piyasa değeri oranına göre oluşturulan portföylerden yüksek DD/PD değerine sahip portföyler istatistiksel olarak yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finans yazınına uyumlu olarak küçük hisse senetlerinin büyük hisse senetlerine göre yüksek getiri sağladığı belirtilmiştir. Bu çalışma ile hisse özelliklerine göre oluşturulabilecek portföylerin yüksek getiri

sağlayabileceği belirlenmiştir. Aynı dönemi ve aynı hisse verilerini kapsayan çalışmada Canbaş, Kandır ve Erişmiş (2008) hisse senedi getirilerini 4 farklı modelle açıklamıştır. Bu çalışmada da küçük hisselerin büyüklere göre ve yüksek DD/PD değerine sahip hisselerin düşük değere sahip hisse senetlerine göre daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Hisse senedi getirilerin etkilerinin araştırılmasında ağırlıklı olarak firma büyüklüğü ve DD/PD oranlarının kullanılmasının yanı sıra farklı değerlendirme unsurlarının da kullanıldığı görülmektedir. Karatepe ve Çelik (2007) 1997-2004 döneminde üç aylık dönemler itibariyle çimento sektöründe temel değerlere göre oluşturulan portföy getirilerinin açıklanmasında temel değerlerin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre satışlar/fiyat oranına göre oluşturulan portföylerin gelecek dönem üç aylık getirilerin tahmininde satışlar/fiyat oranı anlamlı olmaktadır. Ayrıca incelenen hisse senetlerinde S/F oranları ile getiriler arasında aynı yönde ve anlamlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre temel değerlerin hisse senedi getirilerini açıklamada etkili olabileceği görülmektedir.

Sevim, Yıldız ve Akkoç (2007) 1988-2002 döneminde 36 aylık periyotlarla hisse senedi getirilerine göre portföy oluşturarak aşırı tepki hipotezini İMKB’de test etmişlerdir. Aşırı getiri ve kümülatif aşırı getiriler hesaplanarak ulaşılan sonuçlarda, önceki dönem kazandıran hisse senetlerinin satılması buna karşın önceki dönem kaybettirenlerin ise alınması gerektiğine ulaşılmıştır.

Türkiye’de yatırım fonlarının performansını ölçmeye yönelik çok sayıda çalışmanın bulunduğu görülmektedir. Bunlardan başlıcaları; Akgün (1993), Şahinbeyoğlu (1991), Gürman (1995), Karacabey (1998) tarafından yapılan çalışmalar gösterilmiştir (Canbaş, Kandır, 2002, s. 14). Türkiye’de yapılan

çalışmaların kurumsal portföylerin oluşumu, kurumsal yatırımcıların hisse senetlerindeki sahiplik oranları veya bu yatırımcılarca benimsenen yatırım stratejilerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri yerine daha çok portföylerin performansı ve sürdürülebilirliğine yönelik olduğu görülmektedir.

Yatırım fonlarının performansının farklı yöntemlerle değerlendirilen çalışmaların başında Karacabey (1998) tarafından yapılan çalışma gelmektedir. Bu çalışmada 1994-1997 dönemindeki 31 A tipi yatırım fonunun tek kriterli ve çok kriterli olmak üzere performansını değerlendirilmesi ve aynı zamanda portföylerin performans devamlılığı araştırılmıştır. Çalışma sonucunda fonların performanslarının hisse senedi piyasasına ait bir endekse göre ölçüldüğünde ortalama olarak fonların seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerine sahip olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte hisse senedi piyasasına ait bir endeksin, fon portföy bileşimlerini temsil etme konusundaki yetersizliği nedeniyle karma endeksin kullanılması durumunda ise A tipi yatırım fonlarının seçicilik kabiliyetine sahip olduğu ancak zamanlama kabiliyetinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca portföy bileşimlerinin yapısı göz önünde bulundurulduğunda performans ölçümü için karma endeks kullanılmasının makul ve gerçekçi bir yaklaşım olduğu belirtilmiştir (Karacabey, 1998, s. 217).

Arslan (2002) yaptığı çalışmada fon yöneticilerinin seçicilik ve zamanlama kabiliyetinin finans yazınındaki çalışmalarda belirtilen düzeyin çok altında olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Gökgöz (2007) Kasım 2003-Haziran 2006 döneminde bireysel emeklilik fonlarının performans devamlılığını incelenmiştir. Buna göre fonlar, menkul kıymet seçiminde başarılı olmalarına karşın, zamanlamada yeterince başarılı bulunmamıştır. Bununla birlikte Treynor-Mazuy ve Jensen oranıyla yapılan

performans çalışmalarında incelenen fonların performans devamlılığına sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan Türkiye’de yatırım fonu sektörünün üstün ve sürdürülebilir performansa sahip olabilmesi için sektörün yeni kaynaklara, reel sektör yatırımlarıyla ekonomik istikrar ve güven ortamının sağlanması gerektiği belirtilmiştir (Karatepe, Gökgöz, 2007, s. 108).

Yıldız (2006) yatırım fonlarının performansını değerlendirmek amacıyla 2001-2003 dönemine ilişkin olarak 53 yatırım fonuna ilişkin verileri veri zarflama yöntemiyle incelemiştir. Buna göre yatırım fonları portföy bileşimlerini sık şekilde değiştirdiklerinden işlem maliyetleri dolayısıyla performans üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Fon yönetim ücretlerinin yüksek olması düşük performansın ortaya çıkmasına neden olurken, fon büyüklüğü maliyeti azaltıcı bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Diğer taraftan Sarıtaş (2006) 1998/Ocak–2004/Aralık döneminde kesintisiz faaliyette bulunan 40 A tipi yatırım fonuna ait verilerle yatırım fonu portföyü ile performansı arasındaki ilişki test etmiştir. Burada ulaşılan sonuç ise yatırım fonlarının getirileri ile varlık değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmadığıdır. Bu çalışmaya göre yatırım fonun üstün getiri sağlayabilmesi için mutlaka daha büyük portföye sahip olması gerekmektedir. Canbaş ve Kandır (2002) ise 1996-2000 döneminde 29 A tipi ve 52 B tipi yatırım fonunun aylık getirilerini incelemiştir. A tipi yatırım fonlarının İMKB-100 endeksine göre başarılı oldukları ancak çoklu endekslerle kıyaslandığında ise iyi performans gösteremedikleri sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan Akel, Kandır ve Karadeniz (2007) yatırım fonlarının getirileri üzerinde etkili unsurları inceledikleri çalışmalarında, fazla gider oluşmaması için aktif portföy stratejisi yerine pasif portföy stratejisinin izlenmesi gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Yatırım fonlarının

tercih edilmesinde fon giderlerinin önemli olduğunu belirten diğer bir çalışmada Çıtak ve Gözbaşı (2007) toplam 47 profesyonel fon yöneticisi ve yatırım danışmanları ile yapılan anket çalışması verilerini konjoint analiziyle değerlendirmiştir. Buna göre en fazla önem verilen unsur, fonun gider oranı ve daha sonra fon yöneticisinin tecrübesi etkili olmaktadır. Nispeten şaşırtıcı olabilecek unsur ise fonun bağlı olduğu kurum ve fon büyüklüğünün orta düzeyde önemli olduğudur. Demir ve Kocabıyık (2008) ise kurumsal portföy yöneticilerinin portföy oluştururken kullandıkları modellerin ve kriterlerin belirlenmesine yönelik 107 kişiyi kapsayan anket çalışması yapmıştır. Araştırma sonucunda kurumsal portföy yöneticilerinin hisse senedi portföylerinin oluşturulmasında sırasıyla dönem net karı, büyüme potansiyeli, esas faaliyet karı, hisse başına kazanç oranı ve işlem hacmi unsurlarına önem vermektedirler. Diğer taraftan en az önemsenen unsurun tüyolar olduğu sonucuna da ulaşılmıştır. Yapılan anket çalışmasında kapalı uçlu soruların yöneltmesi ve alternatiflerin sınırlı olması kurumsal yatırımcıların davranış şekillerinin tam olarak yansıtılmasını sınırlamıştır. Ancak bu çalışmayla birlikte kurumsal yatırımcıların tüyolarla hareket etmediği, ağırlıklı olarak temel analiz ve teknik analiz yöntemlerinin kullanılması kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan farklılaştığını gösteren, kurumsal yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımını destekleyen sonuçlar da sunulmaktadır.

Korkmaz ve Uygurtürk (2007) 46 emeklilik fonu ile yaptığı çalışmada performans ölçümünü ve fonların zamanlama yeteneklerini incelemiştir. Bu çalışma sonucunda emeklilik fonların üstün performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır. Korkmaz ve Uygurtürk (2007) 2004-2006 döneminde A tipi hisse senedi ve B tipi tahvil ve bono yatırım fonları ile emeklilik fon gruplarının performans ölçütlerine

göre karşılaştırmıştır. Çalışma sonuçlarına göre fonların üstün performans gösteremediği bununla birlikte emeklilik fonlarının yatırım fonlarına göre daha yüksek performans göstermektedir. Diğer taraftan incelenen fonlarının tamamının zamanlama yeteneği gösteremediği belirtilmiştir.

Teker, Karakurum ve Tav (2008) işlem gören fon sayısının çok fazla olduğunu belirterek A tipi değişken yatırım fonu ve B tipi yatırım fonu gruplarından 5'er yatırım fonunu, toplamda 20 yatırım fonunu incelemiştir. Her bir yatırım fonu grubunda performans ölçütlerine göre değerlendirmeler yapılmıştır.

Emektar ve Birgili (2005) ise 1998-2004 döneminde yatırım fonlarının performansının çeşitli değişkenler arasındaki ilişkiyi parametrik olmayan testlerle ölçmüştür. Bu doğrultuda yapılan çalışma sonucunda A tipi fonların hisse senedi ağırlıklı olması dolayısıyla B tipi yatırım fonlarına göre getirisinin yüksek olması beklenmesine karşın, B tipi yatırım fonlarının ortalama getirilerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca sermaye varlıklarını değerlendirme modelinin geçerliliği ve piyasa etkinliği konusunda ciddi problemler olabileceğini belirtilmiştir.

Akel (2006) 2000-2004 arası dönemde 51 A tipi ve 51 B tipi yatırım fonunun aylık getirileriyle performanslarını tek indeksli yöntemlere göre ölçmüştür. Bu çalışma sonucunda A tipi yatırım fonlarının seçicilik ve zamanlama kabiliyetine sahip olmadığı; B tipi yatırım fonlarının ise yalnızca seçicilik kabiliyetine sahip olduğu, zamanlama kabiliyetine sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca A tipi yatırım fonlarının yalnızca kısa dönemde göreceli ve mutlak performans devamlılığına sahip olduğu belirtilirken, B tipi yatırım fonları hem kısa hem de uzun dönemde göreceli ve mutlak performans devamlılığı gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Buna göre Türkiye’de yatırım fonları kısa dönemde performans devamlılığına sahiptir.

Yatırım fonlarıyla ilgili çalışmalar arasında performans ölçümüne alternatif yöntemlerin de uygulandığı görülmektedir. Eken ve Pehlivan (2009) 2000-2006 döneminde 46 A tipi ve 49 B tipi yatırım fonu getirilerini kullanarak klasik yöntemler ve veri zarflama analiziyle performans ölçümlerini karşılaştırmıştır. Buna göre veri zarflama analizi performans ölçümünde alternatif bir yaklaşım olabilmektedir. Diğer taraftan yatırım fonlarıyla ilgili yapılan çalışmalarda yatırım fonu yatırımcıların karar vermesini kolaylaştırmak amacıyla çeşitli yapıların oluşturulduğu görülmektedir. Doğanay (2002) yaptığı çalışmada hisse senedi yatırım fonlarını çok boyutlu olarak derecelendirmiştir. Bu doğrultuda 6 farklı ölçüte göre yatırımcıların fon seçiminde karar vermelerini kolaylaştırıcı bir derecelendirme sistemi oluşturulmuştur. Bu sayede yatırımcıların farklı derecelerdeki yatırım fonu tercihleri sistematik hale getirilmiştir.

Yatırım fonlarının performansıyla ilgili çalışmaların yanında optimal portföy oluşturmayı sağlamak amacıyla yapay zeka için bir öğrenme yöntemi olan yapay sinir ağlarının da kullanıldığı görülmektedir. İnce (2006) yaptığı çalışmada Nasdaq borsasına ilişkin olarak hisse başına kazanç, haber bilgisi ve fiyat değişkenleriyle hisse senetlerinin kümelenmesi ve yapay sinir ağları yöntemiyle optimal portföyün oluşturulmasını hedeflemiştir.

Yatırım fonlarıyla ilgili performans ölçümü dışında yapılan çalışmalardan biri de Sarıtış (2005) tarafından yapılan, yatırım fonu performansı üzerinde etkili olan unsurların belirlenmesine yönelik çalışmadır. 1998-2002 döneminde 30 yatırım fonuna ilişkin verilerle yapılan çalışmada yatırım fonu özelliklerinin yatırım fonu

performansı üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Yatırım fonu portföyünün büyüklüğüyle fon getirisi arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunurken, yatırım fonu performansının fon yaşı ve risk düzeyi arasında ilişki bulunamamıştır.

Görüldüğü üzere kurumsal yatırımcılarla ilgili yapılan çalışmalar, yatırım fonlarını veya diğer kurumsal yatırımcıları, yatırımcı olarak değerlendirmekte ve tercihlerinin değerlendirilmesinden çok finansal varlık olarak performansı, performansın ölçümü ile ilgili olmaktadır. Yatırım fonu performansı ölçülmesi farklı yaklaşımlarla ortaya çıkmakla birlikte hisse senedi getirilerinde oluşabilecek değişimin de portföyleri doğrudan etkileyebileceği gerçeği göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla kurumsal portföylerin performansını ölçerken, tekli veya çoklu karşılaştırma göstergelerinin yanında, hisse senedi seçimleri ve yatırımcı olarak gerçekteşirdiği işlemlerle hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

2001-2006 döneminde günlük verileri kullanarak yabancı hisse senedi yatırımcılarının etkilerinin araştırıldığı ampirik çalışmada, net yabancı hisse senedi yatırımlarındaki belirsizlik döviz kuru üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yabancı hisse senedi yatırımcıları, döviz kuru oynaklığını şiddetlendirmedeği gibi döviz piyasasında oluşan oynaklık sonrasında hisse senetlerinin ağırlığını değerştirmektedirler. Bununla birlikte hisse senedi piyasasında ortaya çıkabilecek oynaklık artışının döviz kurları üzerindeki etkisinin ihmal edilebilir boyutta olduğu belirtilmiştir (Çiçek, Öztürk, 2007, s. 102).

Akar (2008) Ocak 1997-Mart 2007 döneminde net yabancı işlem hacmi ile İMKB-100 endeksi arasındaki ilişkiyi nedensellik boyutunda incelemiş ve olumlu geri bildirim işlemini etki-tepki analiziyle test etmiştir. Bu çalışmayla endeks

getirisinden net yabancı işlem hacmine doğru tek yönlü nedensellik bulunduğu ve yabancı yatırımcıların negatif olumlu geri bildirim işleminde bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda yabancı yatırımcıları önceki dönem getirisi pozitif olan hisseleri satarken, önceki dönem kaybettirmiş hisseleri almaktadır. Bu çalışma yabancı yatırımcıların İMKB’de yatırım stratejilerini ve bunun yönünü test ederken, hisse bazında değerlendirilmemesinden dolayı olumlu geri bildirim işlemine yönelik genel bir yaklaşım ortaya koymaktadır. Akar (2008) aynı döneme ilişkin verileri Toda-Yamamoto nedensellik yöntemiyle de değerlendirmiştir. Buna göre endeks getirisi ile net yabancı işlem hacmi arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin bulunduğu sonucuna ulaşmakla birlikte endeks getirisinden net yabancı işlem hacmine doğru nedenselliğin daha güçlü olduğu belirtilmiştir. Diğer taraftan Akar (2008) aynı verileri sınır testi ve dağıtılmış gecikme modeli yardımıyla da incelemiştir. Bu çalışma sonucunda ise yabancı yatırımcılara ait hisse getirileri ile endeks getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı belirtilmiştir. Bu çalışmalar birlikte değerlendirildiğinde yatırımcı gruplarının işlemleri ile getiriler arasındaki ilişkinin varlığı ve yönü farklı yöntemlerle değişebilmektedir.

Dönmez, Karataş ve Kiraz, 2004) 1997-2003 döneminde yabancı yatırımcıların performansını incelemiştir. Yabancı yatırımcıların %98’inin kurumsal yatırımcılardan oluştuğu belirtilen çalışmada bu açıdan bakıldığında yabancı yatırımcıların incelenmesiyle kurumsal yatırımcıların performansı da değerlendirilmiştir. Çalışmada yabancı yatırımcıların işlemlerine ilişkin konsolide edilmiş veriler kullanılmıştır. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların işlemleri hisse bazında değerlendirilmek yerine borsanın geneline ilişkin olarak yabancı

yatırımcıların payları kullanılmıştır. Yatırımcı gruplarının borsa içindeki paylarının dönemlere göre değerlendirildiği çalışmada ayrıca yabancı sermaye giriş çıkışı ile borsa endeksi arasındaki ilişki test edilmiştir. Çalışma sonucunda araştırılan dönemler itibariyle yabancı yatırımcıların giriş çıkışlarının genel olarak piyasanın bir önceki ay getirisi ile negatif yönlü ilişkisinin bulunduğu, momentum yatırım stratejisi izlemedikleri, karşıt yatırım stratejisi izlediğine ulaşılmıştır. Ayrıca toplam işlem hacmindeki yabancı yatırımcıların payı incelenmiş, yabancı yatırımcıların %40-%50 olduğu dönemlerde işlem hacminin yalnızca %20'si bu yatırımcılarca gerçekleştirilmiştir. Buna göre toplam işlem hacminde yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre hisse senetlerini daha uzun süre portföylerinde bulundurduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı yatırımcıların işlemleriyle ve hisse senetleriyle piyasa arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışma, momentum stratejisinin bu yatırımcılarca benimsenmediğini gösterse de incelenen dönem içindeki sahip olunan hisse senetlerindeki değişimi yani portföy bileşiminin değişimini göz önünde bulundurmamaktadır. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların izlemiş oldukları yatırım stratejisini tam olarak ortaya çıkarabilmek için piyasanın geneli yerine hisse bazındaki yabancı yatırımcıların işlemlerinin değerlendirilmesi anlamlı olacaktır.

Kurumsal yatırımcıların hisse senetlerinin tercih edilmesi sürecinde firmalarca iyi yönetişimin uygulanması, kamuoyu aydınlatılmasına ağırlık verilmesi önemli bir etken olduğu kadar kurumsal sahiplikle birlikte bu unsurların da gelişmesine katkı sağladığı, geliştiği görülmektedir. Gürsoy (2006) stratejik yönetim kapsamında yabancı hissedarlık ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi irdelemiştir. Kurumsal yönetimin sağlanmasında yabancı hissedarlığın önemli olduğu vurgulanmıştır.

7.2. VERİ SETİ

Araştırmada kullanılan veriler, çeşitli veri kaynaklarından alınmış ve çalışmada yeniden işlenerek kullanılmıştır. Gelişmiş lkeleri kapsayan çalışmalarda verilere erişimin kolay ve zaman almayacak şekilde olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamında veri setinin hazırlanması başlıca üç kaynaktan elde edilerek oluşturulmuştur.

İlk olarak, kurumsal yatırımcıların portföylerinde bulunan hisse senetlerinin sayıları, Takasbank bünyesinde bulunan veriler, Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetlerinin “Matriks Veri Terminali” aracılığıyla elde edilmiştir. Ayrıca elde edilen takas verileri, ilgili dönemde veri terminalinden elde edilen dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile ilişkilendirilerek kurumsal yatırımcı gruplarının hisse senetlerindeki sahiplik oranlarına ulaşılmıştır.

İkinci veri kaynağı olarak; hisse senedi getirileri, hisse senetlerindeki işlem miktarı ve sözleşme sayıları İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından (İMKB) talep edilerek elde edilmiştir.

Son olarak, hisse senetlerine ilişkin değerleme oranları İMKB internet sitesi üzerinden her bir aya ilişkin aylık bültenlerden ayrı ayrı sorgulama yapılarak elde edilmiştir.

Böylece üç farklı veri seti oluşturulmuş ve belirlenen hisse senetlerinin yatırımcı gruplarına göre sahiplik oranları; hisse senedi getirileri ve hisse senedi değerleme oranları uyumlaştırılmıştır. Bu süreçte çeşitli nedenlerle hisse kodlarındaki değişiklikler veri setine yansıtılmıştır. İncelenen dönem başlangıcından itibaren isim değişikliği gerçekleşen hisse senetlerine ilişkin bilgiler aşağıdadır.

Tablo 11 İşlem Kodu Değişen Hisse Senetleri

ESKİ HİSSE KODU	YENİ HİSSE KODU	TARİH
OZFIN	OZGYO	02.01.2009
BEKO	GRUND	02.01.2009
DOKTS	COMDO	02.01.2009
MMART	MARTI	02.01.2009
KOZAD	KOZAA	02.01.2009
FACFA	CRDFA	02.01.2008
GRGYO	DGGYO	02.01.2008
IHGYO	YYGYO	02.01.2008
EURYO	EMBYO	02.01.2008
PERYO	PEGYO	04.01.2007
DISBA	FORTS	02.01.2006
EVREN	EGCYO	02.01.2006
DUROF	DURDO	02.01.2006
BSPRO	BSHEV	02.01.2006
CARSI	BOYNR	03.01.2005
COMUN	AVIVA	03.01.2005
GLBYO	PERYO	03.01.2005
GLMDE	GLYHO	03.01.2005
MILYT	DGZTE	03.01.2005
TPFAC	FACFA	03.01.2005

7.2.1. Kurumsal Sahipliğe İlişkin Veri Setinin Oluşturulması

Araştırma kapsamında 02.01.2005 – 25.07.2008 dönemindeki kurumsal yatırımcıların portföylerindeki toplam hisse senedi sayıları, veri dağıtım şirketi Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş. aracılığıyla elde edilmiştir. Araştırmada kullanılan sahiplik verileri, inceleme kapsamındaki her ay sonu itibariyle, A tipi yatırım fonlarının tamamını, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının tamamını, emeklilik yatırım fonlarının tamamını, portföy yönetimi şirketlerinin tamamını ve yabancı yatırımcıları temsilen seçilen aracı kurumlardaki yabancı yatırımcıların tamamını içerecek şekilde Takasbank verilerinden derlenerek elde edilmiştir. Böylece her bir ay için faaliyet gösteren her bir kurumsal yatırımcı grubunun portföyünde bulunan hisse senetlerine ve miktarlarına ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcı gruplarının konsolide portföylerindeki hisse senedi sayıları, dolaşımdaki toplam hisse senedi sayısına oranlanarak her bir yatırımcı grubunun her bir hisse senedindeki sahiplik oranlarına ulaşılmıştır. Şirketlerin zaman içinde sermaye artırımları dolayısıyla hisse senedi sayılarında değişimler olabilmektedir. Bu doğrultuda hisse senetlerindeki bölünme etkisi de dikkate alınarak hisse senetlerinde kurumsal sahipliğe ulaşılmıştır.

Bölünme etkisi hesaplanırken, şirketin sermaye artırımının yapıldığı tarih yerine, bölünmeden sonra yeni hisselerin belirli bir zaman içinde dolaşıma girmesi göz önünde bulundurarak düzenlenmiştir. Bölünmenin gerçekleştiği tarihten sonra toplam hisse senedi sayısında hemen artış olmamakta, ilgili şirkete ilişkin toplam hisse sayısı Takasbank bünyesinde zaman içinde artmaktadır. Bu nedenle bölünmeye ilişkin resmi tarihin baz alınarak normalleştirme uygulaması sahiplik oranlarının yanlış hesaplanmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla her bir hisse senedinin dolaşımdaki hisse senedi sayılarının değişim oranları ölçüsünde düzeltme yapılmış ve nihai olarak kurumsal yatırımcı gruplarına ilişkin sahiplik oranlarına ulaşılmıştır.

7.2.2. Hisse Senedi Getiri ve İşlem Miktarlarına İlişkin Veri Setinin Oluşturulması

Hisse senetlerine ilişkin getiriler, İMKB'den talep edilen veri setinden elde edilmiştir. Aylık getiriler TL bazlı ve özellikle yabancı yatırımcılara yönelik olarak ABD Doları bazında oluşturulmuştur. Hesaplanan aylık getiri, hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiriyi göstermektedir. ABD Doları bazında aylık getiriler, TL bazında hesaplanan aylık getirilerin, ABD Dolarının aylık değer artışından arındırılması suretiyle bulunan getirilerdir. Buna göre aylık getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$G_i = \frac{F_i * (BDL + BDZ + 1) - R * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

G_i : “i” ayna ait getiri.

F_i : “i” ayna ait en son kapanış fiyatı.

BDL : Ay içinde alınan bedelli hisse adedi.

BDZ : Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedi.

R : Rüşhan hakkı kullanma fiyatı.

T : Ay içinde 1 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarı.

F_{i-1} : “i” ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı.

Her bir hisse senedine ait elde edilen seanslık sözleşme sayıları ve işlem miktarları, günlük bazda olacak şekilde yeniden birleştirilmiştir. Bu verilerden de her bir hisse senedine ilişkin aylık ortalama sözleşme sayısına ve aylık ortalama işlem miktarına ulaşılmıştır.

Hisse senetlerinde yatırımcıların yoğunluğunu göstermesi bakımından her bir hisse senedinde gün içinde yapılan işlem miktarı (işlem gören toplam hisse sayısı) aynı gün içinde gerçekleşen sözleşme sayısına oranlanarak o güne denk düşen ortalama emir büyüklüğüne ulaşılmıştır. Ortalama emir büyüklüğünün yüksek olması, gün içinde büyük miktarda emirlerin verildiğini yansıtabilmektedir. Bu durum likidite düzeyinin bir göstergesi olduğu kadar hisse senedinde büyük yatırımcıların yoğunluklu olarak işlem yaptığını da işaret edebilmektedir.

7.2.3. Hisse Senedi Değerleme Oranlarına İlişkin Veri Setinin Oluşturulması

Kurumsal yatırımcıların tercih ettiği hisse özelliklerinin de araştırılması amacıyla hisse senetlerinin ay sonları itibariyle değerlendirme oranlarına gereksinim duyulmuştur. Bu doğrultuda İMKB internet sitesindeki aylık bültenlerden değerlendirme oranlarına ulaşılmıştır. Değerleme oranları kapsamında hisse senetlerinin ay sonları itibariyle piyasa değeri, özsermaye, piyasa değeri/defter değeri oranı, fiyat/nakit ve fiyat/kazanç oranlarına ulaşılmıştır. Hisse senetlerine ilişkin özsermaye olarak borsada ilan edilen en son özsermaye değeri esas alınmıştır. Piyasa değeri/Defter değeri (PD/DD) oranına ise piyasa değerinin özsermayeye oranlanması ile ulaşılmıştır. Fiyat/kazanç oranı ise toplam piyasa değerinin son ikişer 6 aylık bağımsız denetimden geçmiş dönemin net kar-zarar toplamına oranlanarak elde edilmiştir. Fiyat/nakit akışı oranı ise aşağıdaki formüldeki şekilde elde edilmiştir.

F/NA

$$= \frac{\text{Piyasa Değeri}}{(\text{Son dört 3'er Aylık Dönemin Net Karlar - Zararlar Toplamı} + \text{Son dört 3'er Aylık Dönemin Amortisman Toplamı})}$$

7.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI

Araştırmada kapsamda değerlendirilen verilere erişim başlangıcı 2005 yılı olduğundan çalışmanın kapsamı da bu tarihten başlatılmıştır. Diğer taraftan A tipi yatırım fonlarının portföylerinde bulunan hisse senetlerinin ve bu hisse senetlerine ilişkin verilerin açıklanması 2008 Temmuz ayında SPK tarafından alınan karar doğrultusunda (SPK, Haftalık Bülten-27, 2008) 2008 Ağustos ayından itibaren yayınlanmamıştır. Dolayısıyla araştırmanın kapsamı 02.01.2005 – 25.07.2008 olarak belirlenmiştir.

Araştırmada kullanılan veriler ay sonları itibariyle 43 dönemde incelenmiştir. İncelenen dönemlerdeki hisse senetlerinin seçiminde iki farklı kriter kullanılmıştır. İlk kriter borsa yatırım fonları dışındaki hisse senetlerinin seçilmesidir. İkinci kriter ise ilgili hisse senedinin kurumsal yatırımcı gruplarının portföylerinde en az bir defa yer almasıdır. Bu kriterler sonrasında incelenen hisse senedi sayısı 305 olmuştur. Ancak hisse senetlerinin yatırımcı gruplarınca bazı aylarda tercih edilmesi bazı aylarda ise tercih edilmemesi sonucunda her ay farklı sayıda hisse senedini inceleme kapsamına girmiştir. Araştırma kapsamının son dönemi itibariyle örneklemini oluşturan hisse senetlerinin piyasa değerleri, İMKB piyasa genelinin %99'unu yansıtmaktadır.

Araştırma kapsamında incelenen kurumsal yatırımcı gruplarına bakıldığında (EK-1), A tipi yatırım fonlarının (YF) sayısı 123, emeklilik yatırım fonlarının (EYF) sayısı 37, yatırım ortaklıklarının (YO) sayısı 28 ve portföy yönetim (PY) şirketlerinin sayısı ise 12 olmak üzere toplamda 200 farklı kurumsal yatırımcı yer almaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıları (YY) temsil etmek üzere yabancı yatırımcılarla çalışan 4 farklı aracı kurumun sahiplik oranları da incelemeye alınmıştır.

Yabancı yatırımcıların her bir hisse senedindeki sahipliklerine ulaşılamadığından yabancı yatırımcılarla çalışan aracı kurumların sahiplik oranları tercih edilmiştir. Seçilen bu aracı kurumların portföy değerleri, İMKB kapsamında konsolide olarak açıklanan yabancı yatırımcılara ait portföy değerinin 31.07.2008 itibariyle %81.5'ini yansıtmaktadır. Bu oran, dönemler itibariyle değişse de %80 seviyesinin üzerinde seyretmiştir. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların sahiplik oranlarının büyük bir kısmına ulaşılmıştır.

Oluşturulan veri setleri YF, EYF, YO, PY ve YY olmak üzere 5 farklı yatırımcı grubuna göre değerlendirilmiştir. Buna ek olarak, YF-YO, YF-EYF, YF-YO-PY ve tüm yatırımcı gruplarını içeren kurumsal yatırımcı grubu olmak üzere ayrıca yapay olarak oluşturulan 4 farklı yatırımcı grubu da incelenmiştir. Sonuç olarak ulaşılan bulgular, toplamda 9 farklı yatırımcı grubuna göre değerlendirilmiştir.

7.4. METODOLOJİ

Çalışmada kullanılan verilerin kullanılabilir hale getirilmesinde Microsoft Office Excel 2007, Statistica 8.0 ve Matlab 7.0 programları kullanılırken; elde edilen verilerin analizlerinde ise Spss 15.0 ve E-views 5.0 programları kullanılmıştır.

Yatırımcı gruplarının hisse tercihlerini belirlemek üzere sahiplik oranları kullanılarak her bir yatırımcı grubunun hisselerdeki sahiplik düzeyine göre %10'luk oranlar halinde on ve hisse senedinin tercih edilmemesine göre bir alt grup olmak üzere toplamda onbir farklı alt grup oluşturulmuştur. Aynı yöntem her bir dönem için uygulanarak, hisse senetlerindeki sahiplik oranlarına göre yatırımcı gruplarının değerlendirme oranlarındaki tercihlerini yansıtması sağlanmıştır. Hisse senetlerinin dönemler itibariyle yer aldığı alt gruplar, her bir yatırımcı grubu için test edilmiştir.

Örnek-1A Varsayılan Yatırımcı Grubuna Göre Dönemler İtibariyle Alt Grupların Oluşturulmasına Örnek

Sahiplik Oranları %	1	2	3	4	..	43	Alt Grup No	1	2	3	4	..	43
							Hisse / Dönem						
A	5	12	10	15		20	A	1	2	3	4		5
B	12	20	0	20		10	B	3	5	0	5		3
C	25	0	20	0		15	C	6	0	5	0		4
D	20	45	23	25		15	D	4	10	9	7		4
..
Z	40	40	35	30		25	Z	10	9	8	9		8

Yatırımcı grubunun kendi içindeki sahiplik oranına göre oluşturulan alt grubun seviyesi o dönemde gerçekleşen diğer hisse senetlerindeki sahiplik oranı düzeyine göre farklılaşabilmektedir. Örneğin 1. Dönem D hissesindeki %20 sahiplik oranı, bu hissenin 4. Düzeydeki alt grupta yer almasını sağlarken, 2. Dönemde %20 sahiplik oranına sahip olan B hissesi 5. Düzeydeki alt grupta yer alabilmektedir.

Bu şekilde oluşturulan alt gruplarda yer alan hisselerin veri setinde karşılığı bulunan değerlendirme oranları hesaplanmıştır.

Örnek-1B Oluşturulan Alt Gruplara Karşılık Gelen F/K Oranları

F/K Oranı Hisse / Dönem	1	2	3	4	..	43
A	2.3	2.1	3.5	2.5	..	1.9
B	1.2	1.5	2	2.7	..	2.1
C	4	3.2	2.3	3.1	..	2.5
D	3	3.5	2.4	3	..	2.6
..
Z	5	4.6	4.8	5.3	..	4.5

Yukarıdaki örnekte olduğu gibi alt gruplar belirlendikten sonra bu dönemlere denk düşen değerlendirme oranları dikkate alınarak her bir alt grubun dönemler itibariyle ortalama değerleri hesaplanmıştır.

Örnek-1C Alt Gruplara Ait Ortalama F/K Oranı

Alt gruplar	1. Dönem	2. Dönem	3. Dönem	4. Dönem	...	43. Dönem
1	1.7	1.6	1.3	1.4	..	1.8
2	2.1	1.7	1.4	1.5	..	1.6
3	2.4	2.1	2.2	1.9	..	1.9
4	1.5	2.2	2.3	2.0	..	2.3
5	2.6	2.3	2.1	2.4	..	2.5
6	3.2	2.8	2.6	2.7	..	2.7
7	3.5	3.1	2.8	2.9	..	3.3
8	2.6	3	3.1	3.7	..	3.8
9	4.7	4.5	3.9	4.1	..	4.1
10	4.9	4.7	4.5	3.9	..	4.6
0	1.0	1.3	0.9	1.1	..	1.2

Her bir yatırımcı grubunun sahiplik oranlarından yola çıkarak, sahiplik düzeyine göre oluşturulan alt gruplardaki ortalamalar, araştırma kapsamındaki 43 ayrı dönem için hesaplanmıştır. Örnekteki yatırımcı grubunca en yüksek sahipliğin bulunduğu 10. düzeydeki hisse senetlerinin F/K oranının, en az sahiplik oranlarının bulunduğu hisse senetlerini yansıtan 1. Grupta yer alan hisse senetlerinin F/K oranından farklı olup olmadığı test edilmiştir. Benzer şekilde farklılık hiç tercih edilmeyen 0. düzey grubunda yer alan hisse senetleri için de yapılmıştır. Buna göre sahiplik düzeylerine göre oluşturulan alt gruplar arası farklılık, her bir yatırımcı grubunun değerlendirme oranı tercihlerini yansıtmaktadır.

Araştırma kapsamında momentum stratejisinin belirlenmesine yönelik metodoloji olarak Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) tarafından geliştirilen yöntem benimsenmiştir. Ayrıca $R_{j,t-k}$ değişkeni yerine ABD Doları ve İMKB-100 bazlı aşırı getiriler ile oluşturulan endekslerin kullanıldığı yöntem uygulanmıştır.

$$M_{i,j,t,k} = \frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{Q_{i,j,t}} R_{j,t-k}$$

$M_{i,j,t,k}$; momentum işlemi ölçeği,

$Q_{i,j,t}$; i yatırımcı grubunca t dönemindeki sahip olduğu j hisse senedi sayısını,

$Q_{i,j,t}$; $(Q_{i,j,t} + Q_{i,j,t-1}) / 2$ şeklinde hesaplanmakta ve dönemlerdeki ortalama hisse sayısını

$R_{j,t-k}$; t-k-1 döneminden t-k dönemine kadar olan süreçteki j hisse senedi getirisini, k ise getiri ile ilişkilendirilecek gecikme dönemi sayısını, göstermektedir.

$M_{i,j,t,k}$ değeri, pozitif(negatif) olduğunda momentum stratejisinin(karşıt yatırım stratejisinin) varlığını göstermektedir. Değerin sayısal büyüklüğü ise uygulanan yatırım stratejinin gücünü yansıtmaktadır.

7.5. HİPOTEZLER

7.5.1. Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Tercihlerine

İlişkin Hipotezler

Araştırma kapsamında değerlendirme oranlarının yatırımcı gruplarının hisse senetlerindeki sahiplik oranlarına göre oluşturulan alt grupların dağılımı ve en yüksek sahiplik düzeyine göre farklılıklar test edilmiştir. Buna göre bir yatırımcı grubunun en fazla sahip olduğu hisse senetlerinin bulunduğu grup ile en az sahiplik düzeyinin bulunduğu grup arasında hisse senedine ilişkin özellikler bakımından farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Bu kapsamda ayrıca yatırımcı gruplarının en fazla tercih ettikleri hisse senetlerinden oluşan grup ile portföylerinde bulundurmadıkları yani hiç tercih etmedikleri hisselerden oluşan grup arasında farklılık olup olmadığı da test edilmiştir. Buna göre her bir değerlendirme oranına, hisse senedi özelliğine göre yatırımcı grupları bazında boş hipotezler şu şekildedir.

A tipi yatırım fonu $\Rightarrow H_{YF,1,0}$ = A tipi yatırım fonlarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) en az tercih edilen (1. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

A tipi yatırım fonu $\Rightarrow H_{YF,2,0}$ = A tipi yatırım fonlarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) hiç tercih edilmeyen (0. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Emeklilik yatırım fonu $\Rightarrow H_{EYF,1,0}$ = Emeklilik yatırım fonlarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) en az tercih edilen (1. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Emeklilik yatırım fonu $\Rightarrow H_{EYF,2,0}$ = Emeklilik yatırım fonlarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) hiç tercih edilmeyen (0. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Yatırım Ortaklıkları $\Rightarrow H_{YO,1,0}$ = Yatırım Ortaklıklarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) en az tercih edilen (1. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Yatırım Ortaklıkları $\Rightarrow H_{YO,2,0}$ = Yatırım Ortaklıklarınca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) hiç tercih edilmeyen (0. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Portföy Yönetim Şirketleri $\Rightarrow H_{PY,1,0}$ = Portföy yönetim şirketlerince en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) en az tercih edilen (1. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Portföy Yönetim Şirketleri $\Rightarrow H_{PY,2,0}$ = Portföy yönetim şirketlerince en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) hiç tercih edilmeyen (0. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Yabancı Yatırımcılar $\Rightarrow H_{YY,1,0}$ = Yabancı yatırımcılarca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) en az tercih edilen (1. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Yabancı Yatırımcılar $\Rightarrow H_{YY,2,0}$ = Yabancı yatırımcılarca en fazla tercih edilen grupta (10. Alt grup) hiç tercih edilmeyen (0. Alt grup) grup arasında fark yoktur.

Bu hipotezler doğrultusunda yatırımcı gruplarının hisse özelliklerini hangi düzeyde daha fazla tercih ettikleri, hangi düzeyde daha az tercih ettikleri veya hangi düzeyde tercih etmediklerine ilişkin sonuçlara ulaşılabacaktır.

7.5.2. Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Yatırım Stratejilerine İlişkin

Hipotezler

Araştırma kapsamında yatırımcı gruplarının yatırım stratejileri arasında farklılık bulunup bulunmadığı test edilmiştir.

Bu çerçevede A tipi yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve yabancı yatırımcılar olmak üzere 5 farklı yatırımcı grubu bazında değerlendirmeler yapılmıştır. Buna göre her bir yatırımcı grubu için boş hipotezler şu şekildedir.

A tipi yatırım fonu $\Rightarrow H_{YF,3,0} =$ A tipi yatırım fonları bir önceki dönem getirilerine göre karşıt veya momentum yatırım stratejisini benimsememekte ve momentum işlemi ölçeğinin ortalaması 0'dır.

Emeklilik yatırım fonu $\Rightarrow H_{EYF,3,0} =$ Emeklilik yatırım fonları bir önceki dönem getirilerine göre karşıt veya momentum yatırım stratejisini benimsememekte ve momentum işlemi ölçeğinin ortalaması 0'dır.

Yatırım Ortaklıkları $\Rightarrow H_{YO,3,0} =$ Yatırım ortaklıkları bir önceki dönem getirilerine göre karşıt veya momentum yatırım stratejisini benimsememekte ve momentum işlemi ölçeğinin ortalaması 0'dır.

Portföy Yönetim Şirketleri $\Rightarrow H_{PY,3,0} =$ Portföy yönetim şirketleri bir önceki dönem getirilerine göre karşıt veya momentum yatırım stratejisini benimsememekte ve momentum işlemi ölçeğinin ortalaması 0'dır.

Yabancı Yatırımcılar $\Rightarrow H_{YY,3,0} =$ Yabancı yatırımcılar bir önceki dönem getirilerine göre karşıt veya momentum yatırım stratejisini benimsememekte ve momentum işlemi ölçeğinin ortalaması 0'dır.

Hipotezler doğrultusunda elde edilen yatırımcı grupların momentum işlemi ölçeklerinde t-testi kullanılmış ve ortalamaların sıfırdan farklılığı test edilmiştir. İstatistiksel olarak anlamlı ve sıfırdan farklı olmakla birlikte pozitif çıkan değerler yatırımcı gruplarının momentum stratejisini uyguladıklarını gösterirken, negatif değerler karşıt yatırım stratejisinin uygulandığını göstermektedir.

7.6. ARAŞTIRMA BULGULARI

Kurumsal yatırımcı gruplarına ilişkin araştırma sonuçları, bu yatırımcıların hisse senedi tercihleri ve momentum stratejisi başlıklarında değerlendirilmiştir.

7.6.1. Kurumsal Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Tercihlerine İlişkin Bulgular

Kurumsal yatırımcı gruplarının hisse senedi tercihleri, sahiplik oranlarına göre ağırlıklandırılmış alt gruplar düzeyindeki sonuçlar ve oluşturulan hipotezlerin test edilmesinin yanı sıra kurumsal yatırımcı grupları ve hisse senetlerine ilişkin genel istatistiksel sonuçlara da yer verilmiştir.

Yatırımcı gruplarının hisselerdeki ortalama sahiplik oranlarının zaman içinde değiştiği görülmektedir. Bu değişimde kurumsal yatırımcıların portföy fon akışındaki değişim etkili olduğu kadar bu yatırımcı gruplarının izledikleri yatırım stratejileri etkili olmaktadır. Örneğin, A tipi yatırım fonlarının portföy büyüklüğünün yeterince büyük olmamasına karşılık çok sayıda hisse senedini tercih etmesi hisse senetlerindeki ortalama sahiplik oranının düşük çıkmasına neden olmuştur.

Diğer taraftan hisselerdeki sahiplik oranlarına bakıldığında yabancı yatırımcı grubunun portföylerinin diğer yatırımcılara göre büyük olması her bir hissedeki ortalama sahiplik oranının oldukça yüksek olmasına neden olmaktadır. Nitekim Tcell hisse senedinde Aralık 2007 döneminde yabancı yatırımcıların sahiplik oranı %94.99 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de gerek basında gerekse birçok akademik çalışmalarda yabancı yatırımcıların borsadaki konsolide payı kullanılmasına rağmen bu yatırımcıların bazı hisse senetlerinde oldukça yüksek seviyelerde, bazı hisse senetlerinde ise çok düşük seviyelerde sahiplik oranları bulunmakta hatta birçok hisse senedini hiç tercih etmedikleri görülmektedir.

A tipi yatırım fonlarının incelenen dönemde 147 ile 196 arasında değişen hisse senedinde sahipliği bulunurken, yabancı yatırımcı grubunun 185 ile 264 arasında değişen hisse senedi sahipliği bulunmaktadır.

Yatırımcı gruplarına göre ortalama değerlerin hesaplanmasında, her bir dönem portföylerde değişen hisseler dikkate alınmış, dönemler itibariyle yatırımcı gruplarının işlem yaptıkları hisselerin değerlerine ulaşılmıştır. Ayrıca söz konusu hisse senetlerinin PD/DD oranlarını da negatif yapacağından hesaplanırken negatif özsermayeye sahip şirketlerin değerleri; fiyat kazanç oranı hesaplanırken de son 2 dönem bağımsız denetimden geçmiş gelir tablolarında kar açıklamamış şirketlerin değerleri göz ardı edilmiştir. Bu doğrultuda her bir yatırımcı grubunun her dönemdeki tercih ettiği hisse sayısı değişirken bu hisselerle ait temel finansal verilerin de değişmesi sağlanarak yatırımcı grupları bazında ortalama değerlere ulaşılmıştır. Yatırımcı gruplarının tercih ettiği hisse senetlerinin değiştiği durumda ortalama değerlerin de dönemler boyunca farklılaştığı doğal karşılanmaktadır.

Tablo 12 Yatırımcı Gruplarının Araştırma Kapsamındaki Hisselerdeki Ortalama Sahiplik Oranları ve İlgili Dönemde İşlem Yapılan Hisse Senedi Sayısı

	Yatırım Fonu		E. Yat. Fonu		Yat. Ort.		Port. Yön.		Yabancı Yat.	
	Sahiplik	H.S.	Sahiplik	H.S.	Sahiplik	H.S.	Sahiplik	H.S.	Sahiplik	H.S.
Şubat 05	1.18%	147	0.17%	82	1.04%	98	0.40%	105	19.69%	185
Mart 05	1.37%	148	0.21%	82	1.00%	101	0.48%	91	20.27%	187
Nisan 05	1.23%	152	0.22%	74	1.16%	110	0.60%	81	19.70%	190
Mayıs 05	1.06%	149	0.17%	74	1.15%	110	0.64%	80	19.36%	198
Haziran 05	1.11%	148	0.23%	77	1.13%	109	0.86%	83	20.38%	198
Temmuz 05	1.02%	153	0.23%	77	1.13%	106	0.83%	88	21.04%	203
Ağustos 05	1.00%	157	0.22%	84	1.04%	116	0.92%	81	22.25%	203
Eylül 05	1.02%	157	0.23%	84	1.08%	114	0.85%	79	21.94%	207
Ekim 05	1.16%	158	0.20%	87	1.11%	109	0.80%	90	23.39%	209
Kasım 05	1.05%	158	0.22%	87	0.95%	112	0.86%	90	24.27%	203
Aralık 05	0.96%	159	0.22%	87	0.93%	108	0.90%	86	24.95%	208
Ocak 06	1.13%	158	0.23%	87	0.95%	110	0.21%	77	25.41%	208
Şubat 06	1.26%	162	0.25%	90	0.78%	104	0.22%	68	26.38%	206
Mart 06	1.28%	174	0.28%	90	0.82%	114	0.20%	69	26.70%	211
Nisan 06	1.30%	168	0.25%	96	0.96%	112	0.17%	66	23.01%	251
Mayıs 06	1.20%	170	0.47%	96	1.07%	122	0.18%	67	23.37%	253
Haziran 06	1.20%	169	0.50%	90	1.06%	122	0.18%	69	27.51%	215
Temmuz 06	1.02%	168	0.57%	90	1.24%	121	0.18%	68	26.91%	213
Ağustos 06	1.04%	162	0.65%	89	1.34%	111	0.20%	68	27.21%	210
Eylül 06	1.01%	165	0.63%	89	1.08%	119	0.17%	73	26.55%	215
Ekim 06	0.95%	168	0.58%	95	1.06%	122	0.18%	69	26.39%	216
Kasım 06	0.94%	171	0.65%	95	1.16%	124	0.18%	67	26.13%	223
Aralık 06	0.96%	160	0.58%	102	1.22%	120	0.14%	67	26.37%	223
Ocak 07	0.90%	173	0.62%	102	1.18%	117	0.26%	67	25.72%	223
Şubat 07	0.86%	184	0.69%	105	1.17%	109	0.30%	66	25.87%	223
Mart 07	0.87%	188	0.63%	105	1.15%	113	0.27%	64	25.94%	224
Nisan 07	0.83%	185	0.62%	111	1.12%	116	0.26%	73	26.59%	227
Mayıs 07	0.80%	181	0.65%	111	0.97%	126	0.29%	66	26.85%	233
Haziran 07	0.75%	181	0.57%	127	1.06%	130	0.31%	67	27.73%	232
Temmuz 07	0.77%	193	0.65%	127	1.07%	125	0.23%	72	25.85%	258
Ağustos 07	0.77%	188	0.99%	124	1.05%	120	0.24%	69	25.77%	264
Eylül 07	0.71%	185	0.96%	124	1.07%	124	0.27%	67	28.57%	233
Ekim 07	0.74%	187	0.97%	127	0.98%	127	0.29%	65	25.49%	264
Kasım 07	0.68%	194	0.83%	127	1.01%	131	0.24%	63	27.55%	246
Aralık 07	0.65%	189	0.89%	120	1.00%	134	0.22%	65	28.32%	244
Ocak 08	0.61%	196	0.86%	120	0.90%	131	0.21%	65	28.55%	243
Şubat 08	0.61%	187	0.83%	120	0.96%	126	0.21%	67	29.30%	236
Mart 08	0.56%	186	0.89%	120	0.92%	126	0.22%	68	28.66%	237
Nisan 08	0.55%	189	0.96%	119	1.05%	117	0.21%	70	29.18%	228
Mayıs 08	0.63%	173	0.93%	119	1.01%	121	0.21%	71	28.96%	227
Haziran 08	0.54%	182	0.95%	121	0.93%	124	0.21%	71	28.42%	226
Temmuz 08	0.54%	177	1.00%	121	0.92%	124	0.22%	70	28.91%	217

Not: Sahiplik oranları, her bir aydaki tercih edilen hisse senetlerindeki ortalama sahiplik oranıdır. Örneğin 2008 Temmuz döneminde yabancı yatırımcılar, İMKB piyasa değerinin %70.58'ini oluşturmasına karşın tercih edilen hisse senetlerindeki ortalama sahiplik oranı %19.69 olmuştur.

Yatırımcı gruplarının tercih ettiği hisse senetlerinin piyasa değerlerine ve özkaynak değerlerine bakıldığında portföy yönetim şirketlerinin daha çok piyasa değeri büyük şirketleri tercih ettikleri görülmektedir. Yatırım ortaklıkları da benzer şekilde defter değeri ve piyasa değeri büyük hisse senetlerini tercih etmektedir.

Tablo 13 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Piyasa Değerleri (Bin TL)

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	768245.17	1703097.40	1269424.5976	251902.70279
EYF	43	1417311.88	2526926.19	1982950.9500	287940.80037
Yort	43	987622.52	2376248.67	1721993.7931	369660.44128
PY	43	1163708.99	4157767.10	2536586.5900	780758.11042
Yabancı	43	596685.03	1385544.02	1012890.9680	206120.86045

Tablo 14 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Özkaynakları (Bin TL)

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	544628.05	910595.34	667812.7918	99844.55872
EYF	43	896623.87	1271949.17	1047870.2340	86831.32227
Yort	43	736094.96	1212352.67	904578.8081	141049.27944
PY	43	695866.65	1859732.82	1289229.1248	321219.40060
Yabancı	43	424983.04	763883.74	535448.9987	90891.07250

Portföy yönetim şirketlerinin diğerlerine göre büyük şirketleri tercih ediyor görünmesinde daha az sayıda hisse senedini tercih etmesi etkilidir. Benzer şekilde portföy yönetim şirketlerinin özkaynakları yani defter değeri büyük olan şirketleri tercih ettikleri görülmektedir. Ancak PD/DD değerlerine bakıldığında göreceli olarak PD/DD değeri büyük olan şirketlerin, daha çok yatırım ortaklıklarınca tercih edildiği sonucuna varılmaktadır.

Tablo 15 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama PD/DD Oranı

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	1.41	3.18	2.0951	.37802
EYF	43	1.41	2.81	1.9093	.31471
Yort	43	1.46	3.27	2.2207	.31672
PY	43	1.54	2.84	2.1033	.32334
Yabancı	43	1.46	2.88	1.9731	.29551

Dönemler itibariyle yatırımcı gruplarının tercih ettiği hisse senetlerinin F/K oranlarına bakıldığında ise yatırımcı grupları arasında belirgin bir farklılık görülmemekle birlikte göreceli olarak yabancı yatırımcıların belli bir düzeyin üstündeki F/K oranına sahip hisseleri tercih ettiği görülmektedir. Bu tercihin arkasında hisse senetlerine ilişkin yüksek büyüme beklentisinin bulunduğu düşünülmektedir.

Tablo 16 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama F/K Oranı

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	13.96	28.73	22.8194	3.97408
EYF	43	11.76	27.79	18.4323	3.79154
Yort	43	13.97	33.34	21.1592	4.31927
PY	43	8.58	27.96	19.5820	4.84029
Yabancı	43	15.28	31.89	21.7976	3.81211

Yabancı yatırımcıların F/K oranında olduğu gibi göreceli olarak F/NA oranı yüksek olan hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Bu oranın minimum ve maksimum değerleri aynı zamanda standart sapma değerleri birlikte değerlendirildiğinde yabancı yatırımcıların F/NA oranı yüksek hisseleri tercih ettikleri görülmektedir. Bu yatırımcı grubunu A tipi yatırım fonları izlemektedir.

Hisse senetlerinde gerçekleşen günlük işlem miktarının günlük sözleşme sayısına bölünmesiyle elde edilen ortalama emir büyüklüğü hisse senetlerindeki büyük miktarda işlemleri yansıtabilmektedir. Buna göre ortalama emir büyüklüğü likiditenin bir yaklaşımı olabilmektedir.

Tablo 17 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama F/NA Oranı

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	8.86	20.78	13.7018	2.81918
EYF	43	7.24	18.55	11.2650	2.25103
Yort	43	8.03	21.28	13.3838	2.93352
PY	43	6.40	21.51	12.6445	4.02512
Yabancı	43	9.09	21.18	14.2403	2.70237

Ortalama emir büyüklüğünün yatırımcı grupları bazında dönemler itibariyle değerlendirilmesinde portföy yönetim şirketlerinin tercih ettiği hisse senetlerinde yüksek miktarda emirlerin verildiği görülmektedir. Dolayısıyla portföy yönetim şirketleri hisse tercihlerinde büyük defter değeri, büyük piyasa değeri ve emir büyüklüğü yüksek hisse senetlerini tercih etmektedirler.

Tablo 18 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama Emir Büyüklüğü

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	1212.64	6743.85	1646.2400	1057.26287
EYF	43	1486.76	12809.42	2237.9901	2099.99055
Yort	43	1308.82	8918.38	1974.6278	1454.23596
PY	43	1459.90	13112.97	2506.4796	2273.41202
Yabancı	43	1110.07	5254.80	1466.6137	806.63458

Yatırımcı gruplarının tercih ettiği hisse senetlerinde gerçekleşen işlem miktarlarına bakıldığında ise portföy yönetim şirketlerinin yüksek işlem gören hisseleri tercih ettikleri görülmektedir. Buna karşın yabancı yatırımcıların daha düşük işlem miktarı olan hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir.

Tablo 19 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Şirketlerin Ortalama İşlem Miktarı

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Fon	43	1220641.01	2638309.78	1856610.6444	392287.18453
EYF	43	1711266.70	3454422.77	2489425.9766	494382.27070
Yort	43	1476431.51	3530644.79	2309642.0313	562923.13268
PY	43	1387100.60	5426591.95	3085396.8501	1016632.11114
Yabancı	43	1046046.82	2184833.92	1577825.3015	321419.91971

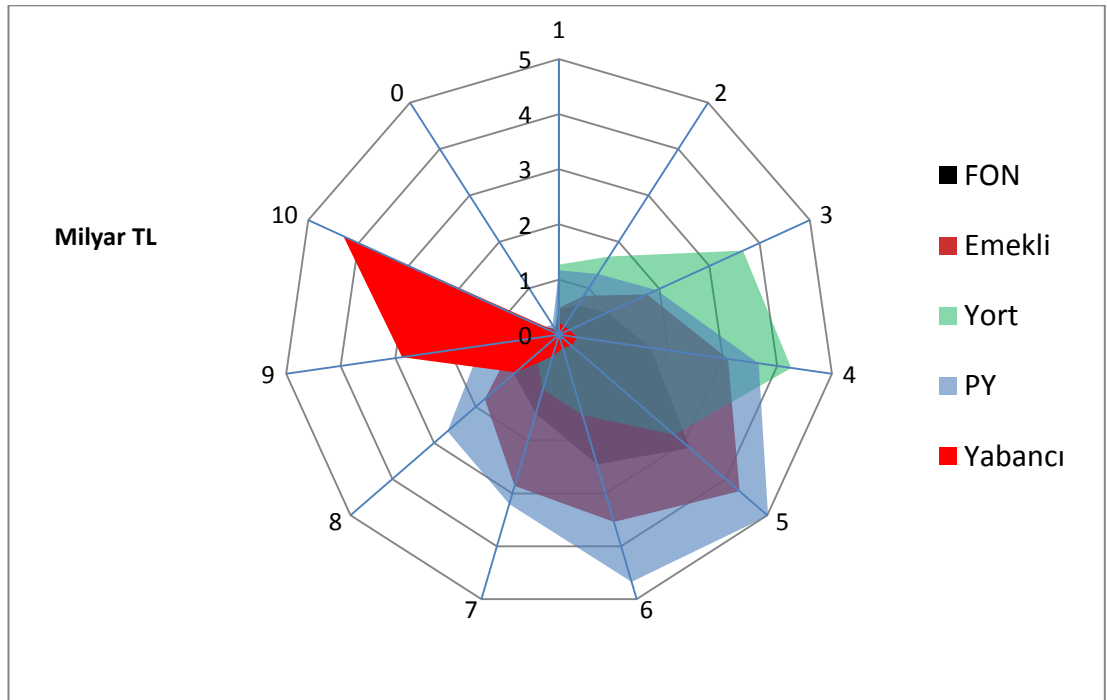
Bu kısma kadar ortaya koyulan sonuçlar, kurumsal yatırımcı grupları ve hisse senedi özelliklerinin sahiplik oranlarına göre ağırlıklandırılmış bir değeri yansıtmak yerine yatırımcı gruplarına ilişkin genel bir yaklaşım sunmaktadır. Buna karşılık sahiplik düzeylerine göre oluşturulan alt gruplar incelendiğinde yatırımcı gruplarına ve oluşturulan alt gruplarına göre değerlendirme oranlarının farklılaştığı görülmektedir.

Yatırımcı gruplarının alt gruplarına göre portföylerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerleri Tablo 20’de görülmektedir. Buna göre yabancı yatırımcıların piyasa değeri büyük hisseleri daha fazla tercih ettikleri görülmektedir.

Piyasa değeri yüksek hisse senetleri, portföy yönetim şirketleri, emeklilik yatırım fonları ve A tipi menkul kıymet yatırım fonlarında orta düzeydeki (5-6-7) alt gruplarında yer aldığı görülmektedir. Yatırım ortaklıkları ise piyasa değeri yüksek hisse senetlerini daha alt gruplarda (3-4) tercih etmektedir. Bununla birlikte hisse senedi tercihlerine bakıldığında A tipi yatırım fonlarının diğer yatırımcı gruplarına göre piyasa değeri açısından daha küçük hisse senetlerini tercih ettiği görülmektedir.

Tüm yatırımcı gruplarının portföylerinde bulundurmadığı hisse senetlerinden oluşan alt grubun(0 Grubu) piyasa değerinin oldukça düşük düzeyde kalmıştır. Konsolide edilmiş tüm kurumsal yatırımcılar grubunun tercihlerine bakıldığında yabancı yatırımcı grubunun tercihleriyle paralellik görülmektedir.

Grafik 16 Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Kurumsal Yatırımcılar



Tablo 20 Piyasa Değeri Matrisi (Bin TL)

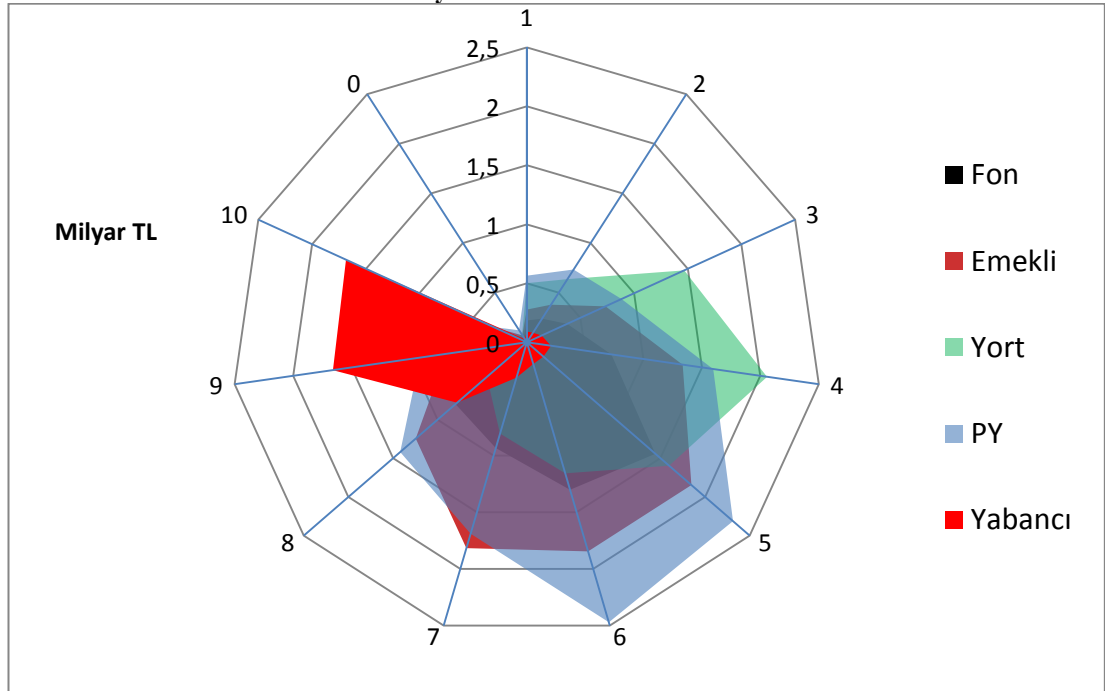
	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	458.211,50	641.564,49	965.110,74	1.684.122,78	3.138.239,55	2.452.227,64	1.492.279,59	1.081.444,85	533.611,93	261.463,96	83.651,24
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	485.250,99	837.505,30	1.756.398,12	3.099.108,55	4.334.516,03	3.539.982,89	2.858.628,25	1.781.371,42	804.266,56	345.633,75	133.791,53
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	1.270.637,20	1.685.259,62	3.668.776,15	4.256.300,36	2.772.141,53	1.518.427,51	1.032.185,63	549.776,28	308.858,14	190.694,51	140.274,03
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	1.166.475,68	1.309.391,38	1.944.989,12	3.658.500,24	5.018.477,19	4.672.422,25	3.202.319,25	2.676.552,41	1.427.236,53	316.123,06	215.415,48
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	215.608,22	179.385,52	207.104,73	335.623,96	300.917,05	253.548,40	407.833,25	1.044.011,24	2.873.332,23	4.299.818,12	61.069,19
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	474.452,46	634.810,57	929.125,55	1.718.074,86	3.024.123,47	2.266.195,60	1.295.131,53	839.681,71	419.193,38	243.325,39	80.708,59
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	462.424,67	501.673,01	742.055,53	1.088.427,66	2.710.477,06	2.533.694,07	2.195.002,17	1.291.073,15	660.288,37	325.642,77	83.009,22
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	366.621,02	553.627,12	973.402,51	1.457.693,42	2.836.631,73	2.486.195,68	1.312.734,85	800.540,70	416.378,61	223.101,83	80.247,34
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	209.353,55	168.693,66	163.996,04	257.129,06	316.290,49	256.955,39	319.149,87	877.645,07	2.574.006,65	4.198.451,91	53.285,50
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Yatırımcı gruplarının defter değerlerine yani özsermaye büyüklüklerine bakıldığında hisse senetlerinin piyasa değerine olan yaklaşımla benzerlik göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların, defter değeri büyük hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri ve bu hisselerin yoğunluklu olarak 9. ve 10. Alt gruplarda yer aldıkları görülmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin ise diğer yatırımcı gruplarına göre daha yüksek defter değerine sahip hisseleri tercih ettikleri görülse de bu hisselerin 5., 6. ve 7. Alt gruplarda yer almaktadır.

Yatırımcı gruplarının piyasa değerine olan tercih yaklaşımına benzer şekilde yatırım ortaklıklarının defter değeri bakımından daha orta hisseleri tercih ettikleri ve bunların da 3., 4. ve 5. Alt gruplarda yer aldığı görülmektedir. Yatırımcı gruplarının tercih etmedikleri hisse senetlerine bakıldığında defter değeri oldukça küçük oldukları görülmektedir.

Grafik 17 Hisse Senetlerinin Özsermayeleri ve Kurumsal Yatırımcılar



Tablo 21 Özsermaye Matrisi (Bin TL)

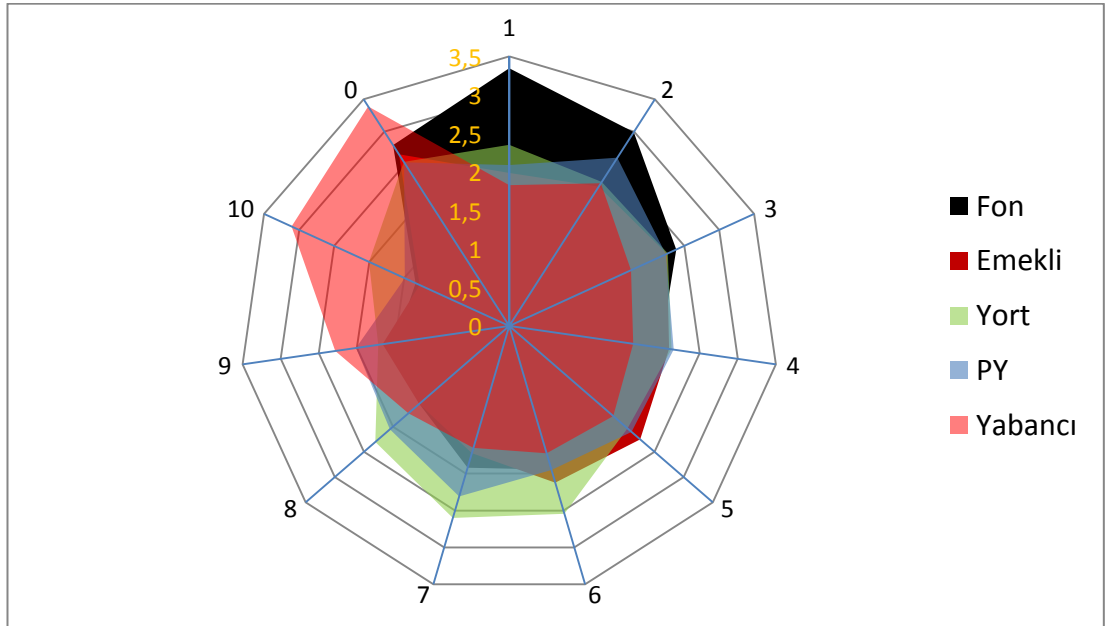
	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	184.933,64	238.621,76	376.977,02	724.604,87	1.442.101,76	1.302.210,69	932.848,44	798.772,77	470.366,11	213.410,53	46.197,64
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	277.579,70	379.112,90	734.190,50	1.335.078,72	1.846.448,37	1.846.103,97	1.817.355,71	1.244.648,19	689.563,91	303.727,04	70.569,22
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	501.421,66	636.700,70	1.467.627,54	2.057.391,76	1.596.186,30	1.156.859,70	805.198,27	446.491,46	242.294,43	147.283,14	74.328,24
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	564.910,32	733.611,03	883.220,51	1.596.653,55	2.312.967,18	2.471.973,50	1.690.053,68	1.419.010,50	913.072,74	312.737,59	121.733,47
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	91.573,43	96.609,95	138.746,84	207.553,22	185.766,72	191.856,31	312.274,99	781.160,52	1.659.171,53	1.683.911,89	31.869,10
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	173.317,55	250.077,46	360.493,59	692.296,13	1.394.610,10	1.248.417,05	885.907,72	670.870,73	369.132,83	195.357,90	43.294,16
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	177.722,09	206.861,72	306.825,07	456.243,60	1.146.873,30	1.203.510,41	1.330.702,27	911.691,21	566.052,64	274.475,85	45.690,91
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	139.490,68	216.601,65	357.318,78	592.669,53	1.299.378,24	1.334.627,15	878.807,96	648.508,79	364.280,10	179.945,50	42.750,35
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	83.828,63	78.698,17	107.244,32	159.034,17	191.572,42	190.902,14	235.912,29	662.307,57	1.534.766,27	1.680.104,71	27.885,34
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Hisse senetleriyle ilgili olarak piyasa değeri ve özkaynak değerlerinin birlikte değerlendirildiği PD/DD oranına bakıldığında, yüksek değerlere sahip hisse senetlerinin daha düşük alt gruplarda yer aldıkları sonucuna ulaşılmıştır.

A tipi yatırım fonlarının 1. ve 2. Alt gruplarında PD/DD değerleri göreceli olarak daha yüksek gerçekleşmiştir. Diğer yatırımcı gruplarında da yüksek alt grupların PD/DD değerlerinin, düşük alt gruplardakilere göre yüksek olduğu görülmektedir.

Yabancı yatırımcıların 9. ve 10. Alt gruplarda yer alan PD/DD değerlerinin diğer yatırımcı gruplarından belirgin şekilde farklı olarak yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı yatırımcıların dışındaki diğer yatırımcı gruplarında en yüksek sahipliğin bulunduğu grup ile hiç tercih edilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup arasında farklılık görülmektedir. Buna karşılık yabancı yatırımcıların 10. ve 0. Alt grup arasındaki PD/DD değerleri arasında benzerlik belirgin şekilde görülmektedir.

Grafik 18 Hisse Senetlerinin PD/DD Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar



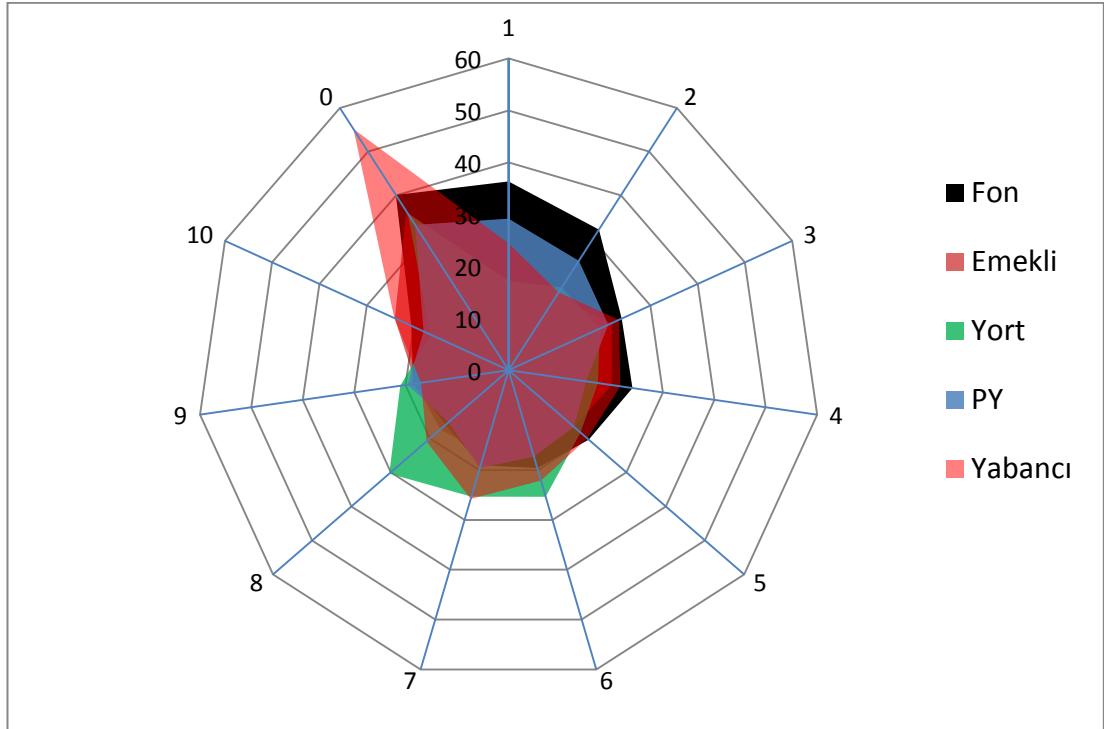
Tablo 22 PD/DD Oranı Matrisi

	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	3,35	2,99	2,39	1,98	2,07	1,95	1,92	1,55	1,49	1,34	2,79
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	1,99	2,15	2,25	2,10	2,25	2,12	1,72	1,55	1,66	1,28	2,65
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	2,35	2,22	2,27	2,13	2,03	2,54	2,60	2,30	1,72	2,00	2,53
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	2,09	2,60	2,24	2,16	2,10	1,95	2,31	2,05	2,01	1,49	2,53
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	1,83	2,20	1,74	1,63	1,79	1,73	1,65	1,73	2,28	3,11	3,39
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	3,61	2,48	2,08	2,45	2,20	2,61	2,16	1,63	1,52	1,67	2,66
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	3,53	2,73	2,33	1,93	2,08	2,11	1,84	1,60	1,46	1,32	2,81
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	3,31	2,80	2,17	2,43	2,15	2,63	2,13	1,60	1,65	1,53	2,69
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	2,45	3,41	1,82	1,66	1,50	1,69	1,82	1,66	2,20	3,03	3,33
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Hisse senetlerinin gelecek dönemlerdeki kazanç potansiyellerini yansıtan F/K oranı, kurumsal yatırımcılar arasında nispeten benzer bir yapıda gerçekleşmektedir. Buna göre kurumsal yatırımcılar F/K değeri çok yüksek hisse senetlerini tercih etmezken, daha düşük F/K değerine sahip hisse senetleri daha üstteki gruplarda yer almıştır. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcılar düşük F/K'lı hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler.

A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının diğer yatırımcı gruplarına göre daha yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Bu durum A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının nispeten daha fazla risk aldıkları şeklinde yorumlanabilir.

Grafik 19 Hisse Senetlerinin F/K Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar



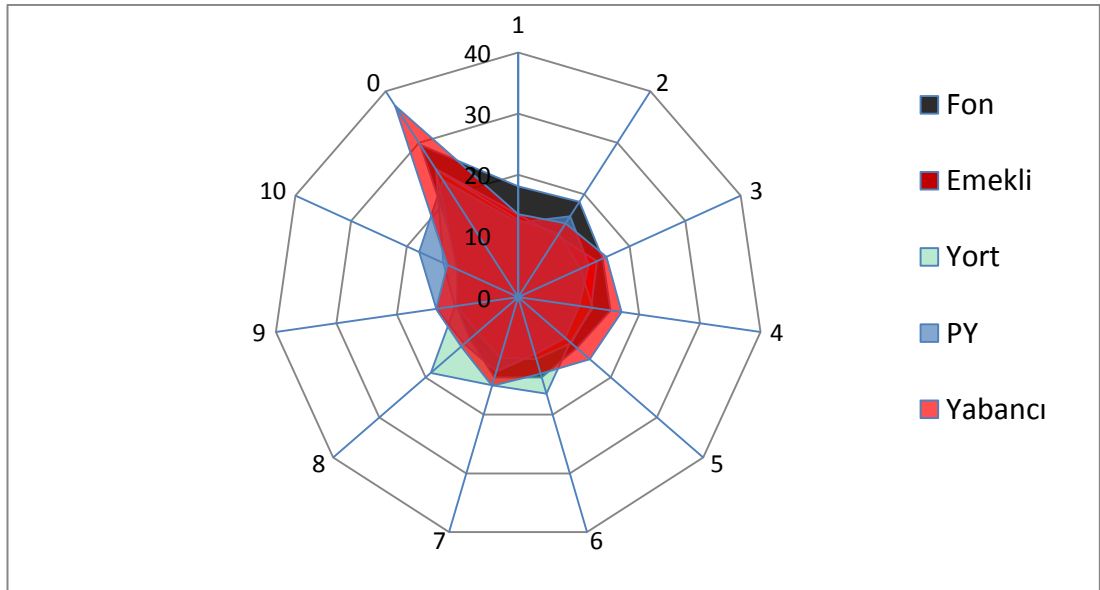
Tablo 23F/K Oram Matrisi

	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	36,34	32,18	23,94	24,09	20,40	19,59	19,04	16,01	18,53	20,56	40,09
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	16,68	16,81	21,80	20,07	16,64	15,51	16,70	17,38	18,04	24,06	36,36
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	17,24	18,95	19,34	17,38	18,31	25,37	25,34	30,37	21,05	16,51	35,84
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	29,18	25,04	21,10	15,06	16,65	17,32	19,64	15,25	19,63	17,98	33,26
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	24,43	17,82	23,38	21,72	20,06	22,12	25,80	20,89	16,99	24,15	55,19
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	44,98	23,94	22,61	28,95	21,14	22,97	20,76	20,92	18,95	21,39	38,85
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	39,87	28,17	26,32	25,00	19,60	18,87	18,85	15,35	16,46	23,37	40,43
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	40,80	30,14	23,43	30,44	19,34	24,52	20,19	19,41	18,60	22,36	39,52
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	39,29	34,97	21,70	18,68	18,67	29,16	24,48	20,05	17,96	23,49	53,47
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kurumsal yatırımcıların F/NA tercihlerinde F/K oranına benzer tercihlerinin bulunduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Kurumsal yatırımcılar F/NA değeri çok yüksek hisse senetlerini tercih etmezken, düşük F/NA değerine sahip hisse senetleri daha üstteki gruplarda yer almıştır. Bu doğrultuda kurumsal yatırımcılar düşük F/NA'lı hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler. Kurumsal yatırımcılar, hisse senedi F/NA tercihlerinde genel olarak benzer tercihlerde buldukları görülmektedir.

Emeklilik yatırım fonlarının diğer yatırımcı gruplarına göre göreceli olarak daha düşük F/NA oranına sahip hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Bu durum emeklilik yatırım fonlarının, yatırımlarını kısa zamanda geri kazanabilecekleri, şirket değerlemesi açısından önemli olan nakit akışlarına önem verdikleri ve nakit akışı bakımından düşük riske sahip hisseleri tercih ettiklerini göstermektedir. Diğer taraftan yabancı yatırımcıların diğer yatırımcı gruplarına göre daha yüksek F/NA değerine sahip hisse senetlerini tercih ettikleri de görülmektedir. Ayrıca yabancı yatırımcıların tercih etmediği hisse senetlerinin F/NA değerlerinin diğer yatırımcı gruplarından oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik 20 Hisselerin FNA Oranları ve Kurumsal Yatırımcılar



Tablo 24 F/NA Oranı Matrisi

	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	18,12	18,54	15,19	15,25	12,67	13,64	13,66	10,44	10,15	9,89	29,61
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	13,50	11,91	14,15	12,04	11,47	10,51	10,33	8,80	10,10	10,93	24,97
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	12,65	12,35	11,17	12,32	11,23	16,43	15,00	18,89	10,41	13,42	24,83
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	12,18	15,72	12,67	10,09	10,17	9,71	12,67	11,63	13,51	17,78	22,73
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	13,57	14,34	15,86	17,08	15,48	13,03	15,09	12,31	13,55	12,72	37,19
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	20,24	18,24	15,85	17,62	17,94	14,57	14,32	10,56	9,57	11,75	29,04
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	18,97	17,99	16,74	14,53	15,00	14,16	10,39	10,18	9,05	10,90	29,93
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	18,34	20,25	15,65	18,47	14,12	17,05	14,76	11,51	9,91	11,93	29,77
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	19,37	26,27	13,94	16,74	13,88	15,17	14,99	12,06	12,95	12,85	39,15
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Hisse senetlerinin ortalama emir büyüklükleri dikkate alındığında kurumsal yatırımcılar çok farklı dağılım sergilemektedir. Yabancı yatırımcılar, ortalama emir büyüklüğü düşük olan hisse senetlerini tercih ederken; portföy yönetim şirketlerinin ve emeklilik yatırım fonlarının benzer tercihlerinin buldukları, ortalama emir büyüklüğü yüksek olan hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir.

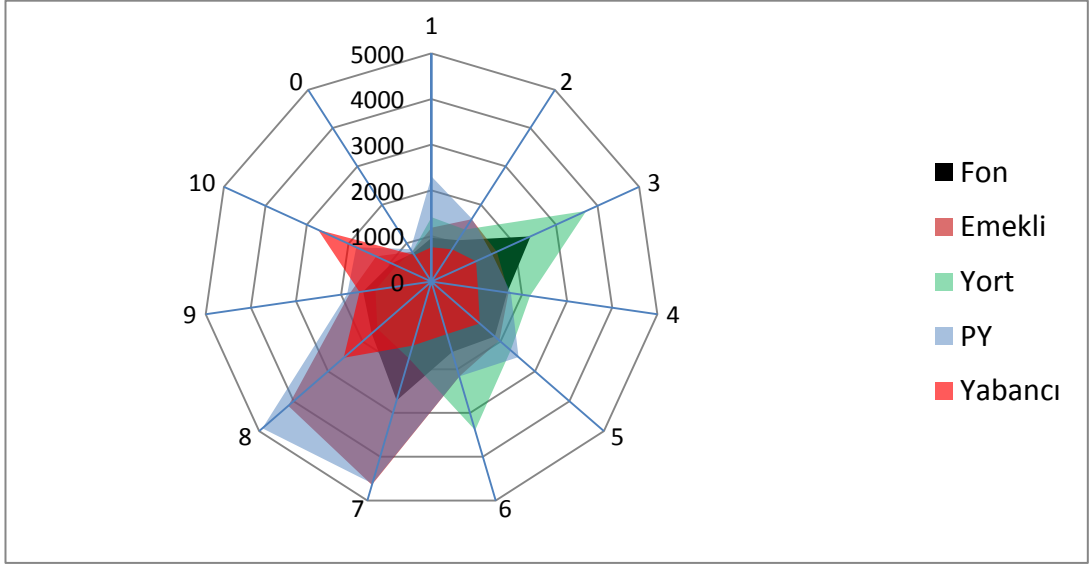
Ortalama emir büyüklüğünün düzeyinde belirleyici bazı unsurlar bulunmaktadır. Bunlardan ilki, hisse senedinin yatırım yapılabilirliğinden kaynaklanan likidite gücüdür. Yatırımcılarca diğer hisse senetlerine göre daha fazla tercih edilen hisse senetlerinde ortalama emir büyüklüğü yüksek olacaktır. Ancak ortalama emir büyüklüğünün çok yüksek olması, likidite gücünden çok hisse senedinde yapılan işlemlerle fiyat düzeyinin kolaylıkla yönlendirilebileceğini de işaret edebilmektedir. İkinci belirleyici unsur ise büyük portföy sahibi yatırımcıların ilgili hisse senedindeki tercihleridir. Ortalama emir büyüklüğünün yüksek olması hisse senedinin likidite gücünü yansıttığı gibi bu değerlerin çok yüksek olması bu hisse senedinde çoğunlukla büyük portföy sahibi yatırımcıların bulunduğunu göstermektedir. Ortalama emir büyüklüğünün çok düşük olması ise büyük portföy sahibi yatırımcıların, bu hisse senedini tercih etmediklerini yansıtabilmektedir. Diğer belirleyici unsur ise yatırımcıların hisse senedindeki sahiplik oranları ve uyguladıkları pasif portföy stratejisidir. Dolaşımdaki hisse senetlerinin önemli bir kısmının yatırımcıların portföyünde durağan şekilde bulunması bu hisse senetlerinde işlem miktarının artmasına engel olduğu gibi ortalama emir büyüklüğünün de göreceli olarak düşük düzeyde bulunmasına neden olabilmektedir. Son unsur ise hisse senetlerinin fiyat düzeyidir. Yüksek fiyata sahip hisse senetlerinde, ortalama işlem miktarı ve ortalama emir büyüklüğü düşük seviyelerde gerçekleşebilmektedir.

Tablo 25 Emir Büyüklüğü Matrisi

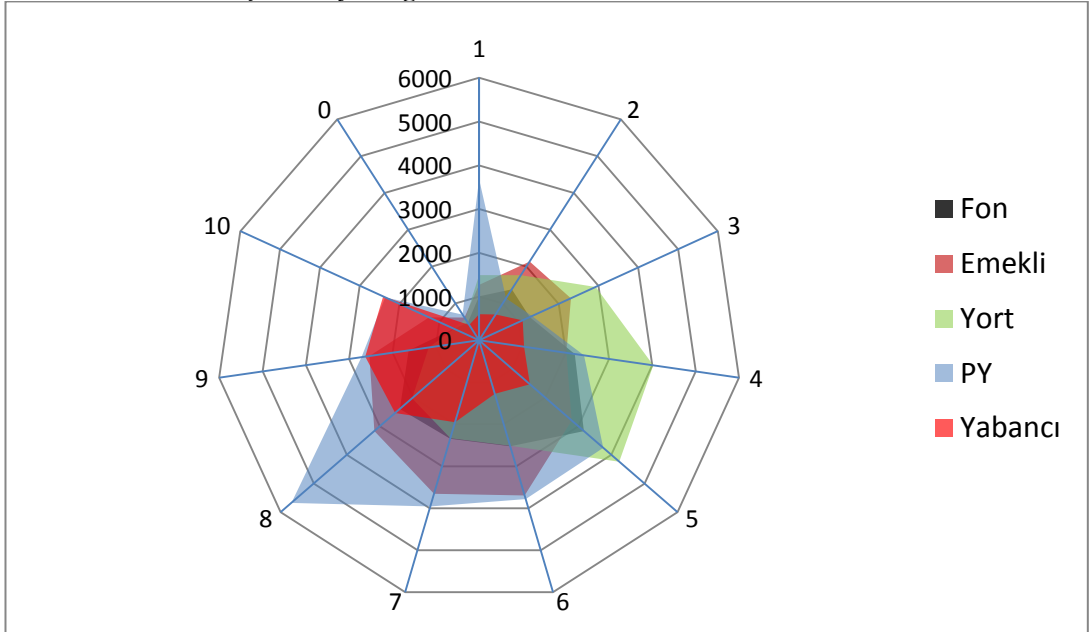
	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	960,19	1.079,20	2.385,98	1.674,19	1.834,97	1.606,56	2.713,12	1.733,76	1.513,90	961,05	742,22
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	1.182,97	1.625,34	1.574,49	1.705,54	1.969,22	2.165,36	4.641,64	4.155,06	1.809,28	1.332,85	781,07
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,05	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	1.411,97	1.356,75	3.731,66	2.181,77	2.295,82	3.393,00	1.755,23	1.571,80	1.242,11	848,84	781,25
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	2.304,36	1.636,79	1.458,17	1.757,61	2.523,57	2.164,05	4.610,05	4.906,51	1.866,32	1.813,20	846,44
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,07	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	753,75	840,64	1.072,10	1.027,12	1.399,41	1.197,55	1.461,31	2.548,53	1.594,46	2.733,63	690,88
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	848,82	1.082,33	1.245,56	2.636,67	1.836,78	1.724,72	2.656,28	1.661,94	1.349,38	930,87	716,71
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	912,40	1.136,73	1.168,37	2.681,11	1.593,74	1.572,09	1.800,40	2.857,52	1.536,98	1.148,60	733,95
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	919,61	966,23	1.150,06	2.502,63	1.742,81	1.721,35	2.535,81	1.740,16	1.465,08	901,76	699,13
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	730,37	733,76	969,11	1.032,31	1.252,43	1.197,53	1.330,47	2.440,40	1.614,44	2.599,39	700,53
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Hisse senetlerindeki ortalama işlem miktarlarına bakıldığında yabancı yatırımcıların daha düşük düzeydeki, portföy yönetim şirketlerinin ise daha yüksek düzeydeki hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerinde ortalama emir büyüklüğü ve ortalama işlem miktarlarına düzeyleri farklılaşsa da benzer yaklaşım sergiledikleri görülmektedir.

Grafik 21 Ortalama Emir Büyüklüğü ve Kurumsal Yatırımcılar



Grafik 22 Ortalama İşlem Büyüklüğü ve Kurumsal Yatırımcılar



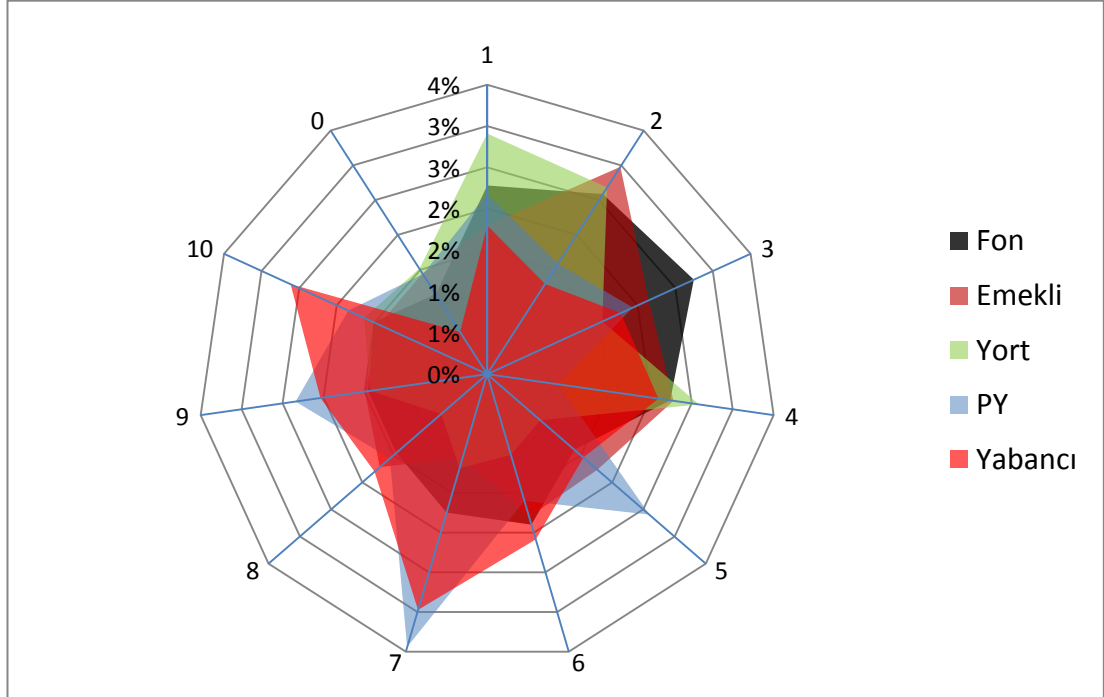
Tablo 26 İşlem Büyüklüğü Matrisi

	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	1.005.002,11	1.384.444,96	1.274.310,40	2.209.393,57	3.170.170,74	2.524.539,87	2.345.546,76	2.396.542,96	1.627.522,84	633.245,34	479.173,59
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	2.139.086,60	2.308.663,20	2.015.478,91	2.799.670,19	3.695.734,74	3.656.242,84	3.167.452,91	2.532.830,47	1.259.708,10	619.675,62	1.489.958,42
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	2.932.103,11	4.023.034,69	4.238.282,74	2.512.404,76	2.330.968,44	2.025.427,68	1.163.168,41	635.174,04	585.106,20	3.684.829,55	1.140.559,43
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	2.423.505,15	3.754.443,87	3.782.391,07	3.956.904,60	5.676.466,56	2.716.552,57	2.360.631,84	697.662,38	596.676,91	701.144,11	1.096.204,81
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yabancı Yatırımcılar	Mean	1.536.116,61	1.274.822,75	1.951.194,19	2.538.401,33	2.629.897,82	2.411.098,50	417.514,50	866.512,58	1.269.809,50	1.470.288,24	1.775.685,84
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	2.755.173,84	2.249.975,79	2.271.639,07	1.388.979,00	661.688,06	443.883,54	1.023.508,50	1.454.273,65	1.406.725,84	1.753.949,55	2.368.190,51
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	3.076.276,59	2.458.867,17	1.827.196,50	1.041.671,84	470.669,01	843.452,38	1.172.587,78	1.344.143,13	1.642.565,27	2.782.023,37	2.858.408,34
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları - Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	2.407.747,39	1.558.745,35	622.930,90	426.826,42	565.295,13	557.531,37	869.170,56	1.103.097,84	1.223.427,88	1.338.285,65	1.615.528,78
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	2.582.082,21	2.400.505,31	423.035,90	1.032,31	1.252,43	1.197,53	1.330,47	2.440,40	1.614,44	2.599,39	700,53
	Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kurumsal yatırımcıların tercihleri doğrultusunda oluşan alt gruptaki hisse senetlerinin ortalama getirilerine bakıldığında yabancı yatırımcılar ve portföy yönetim şirketlerinin yüksek seviyedeki alt gruplarında, A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının düşük seviyedeki alt gruplarında oluşan getirilerin istatistiksel olarak anlamlı oldukları görülmektedir.

A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarının düşük seviyelerdeki alt gruplarında istatistiksel olarak anlamlı getirilerin oluşmasında izledikleri yatırım stratejisinin de etkili olabilmektedir. Bu yatırımcıların portföylerinde bulunan hisselerden fiyatları yükselenleri aynı dönem içinde büyük oranda sattıkları ve diğer hisse senetlerine yöneldikleri düşünülmektedir. Yabancı yatırımcıların ve portföy yönetim şirketlerinin ise yaptığı işlemlerle hisse senedinde sahiplik oranını artırırken hisse senedi getirilerinin de artmasını sağladıkları düşünülmektedir.

Grafik 23 Hisse Senedi Getirileri ve Kurumsal Yatırımcılar



Tablo 27 Hisse Senedi Getiri Matrisi

	Sahiplik Düzeyi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	0
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	2,28%	2,59%	2,75%	2,24%	1,40%	1,90%	1,75%	1,45%	1,45%	1,51%	1,15%
	Sig. (2-tailed)	0,100	0,063	0,056	0,087	0,258	0,178	0,236	0,340	0,317	0,280	0,361
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	1,80%	2,98%	2,15%	2,28%	1,77%	1,80%	1,05%	1,72%	1,50%	1,44%	1,45%
	Sig. (2-tailed)	0,207	0,050	0,137	0,111	0,196	0,222	0,491	0,245	0,310	0,284	0,254
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	2,91%	2,68%	1,53%	2,59%	0,85%	1,02%	1,19%	0,74%	1,43%	1,64%	1,52%
	Sig. (2-tailed)	0,056	0,067	0,244	0,075	0,518	0,446	0,407	0,625	0,356	0,225	0,229
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	2,18%	1,59%	1,94%	0,87%	2,60%	1,60%	3,44%	1,56%	2,34%	1,85%	1,44%
	Sig. (2-tailed)	0,175	0,441	0,200	0,514	0,068	0,258	0,014	0,269	0,097	0,159	0,264
Yabancı Yatırımcılar	Mean	1,80%	1,29%	1,77%	2,09%	1,54%	2,08%	2,97%	1,80%	2,04%	2,62%	0,61%
	Sig. (2-tailed)	0,233	0,292	0,245	0,146	0,307	0,112	0,028	0,229	0,149	0,034	0,630
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	2,40%	2,44%	2,50%	2,30%	1,82%	1,98%	1,42%	1,40%	1,22%	1,58%	1,10%
	Sig. (2-tailed)	0,099	0,089	0,086	0,081	0,169	0,176	0,336	0,313	0,366	0,272	0,371
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	2,07%	2,44%	2,03%	2,21%	2,20%	1,95%	1,90%	0,73%	1,84%	1,67%	1,18%
	Sig. (2-tailed)	0,129	0,083	0,150	0,106	0,086	0,183	0,222	0,599	0,198	0,240	0,348
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	1,90%	2,42%	2,59%	2,33%	1,85%	1,80%	1,71%	1,30%	1,40%	1,50%	1,06%
	Sig. (2-tailed)	0,178	0,097	0,079	0,089	0,143	0,216	0,247	0,360	0,299	0,282	0,391
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	1,61%	0,85%	1,42%	2,53%	1,31%	2,66%	2,09%	2,00%	2,15%	2,54%	0,42%
	Sig. (2-tailed)	0,288	0,486	0,296	0,114	0,379	0,053	0,073	0,203	0,129	0,038	0,734

Kurumsal yatırımcı gruplarının kendi içinde oluşturulan en yüksek sahiplik düzeyindeki grup ile en düşük düzeydeki grup arasındaki farklılık, değerlendirme oranları ve getiri değişkenleri bazında değerlendirildiğinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların bulunduğu görülmektedir.

Piyasa değeri bakımından araştırma kapsamındaki bütün yatırımcı gruplarının en yüksek düzeydeki grupları ile en düşük düzeydeki grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı yatırımcılar dışındaki kurumsal yatırımcılar, en düşük düzeye kıyasla en yüksek düzeydeki grupta piyasa değeri düşük olan hisse senetlerini bulundurmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle diğer yatırımcılar piyasa değeri düşük hisse senetleri göreceli olarak daha fazla tercih etmekteyken yabancı yatırımcılar, piyasa değeri büyük hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler.

Yatırımcı grupları arasında menkul kıymet yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketlerinin ve yabancı yatırımcıların, özsermaye bakımından en yüksek düzeydeki grupla en düşük düzeydeki grup arasında farklılık istatistiksel olarak anlamlı olmaktadır. A tipi menkul kıymet yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarındaki gruplar arasındaki farklılık istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre yabancı yatırımcılar özsermayesi yüksek hisse senetlerini daha fazla tercih ederken, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri yatırımcı grubu ise özsermaye düşük hisse senetlerini tercih etmektedirler.

PD/DD oranı değerlendirildiğinde menkul kıymet yatırım ortaklıkları haricindeki yatırımcı grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların bulunmaktadır. Buna göre, A tipi menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik yatırım

fonları ve portföy yönetim şirketleri PD/DD değeri düşük hisse senetlerini daha fazla tercih ederken, yabancı yatırımcıların PD/DD değeri yüksek hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Yabancı yatırımcıların PD/DD değerini olan yaklaşımları, piyasa değeri ve özsermaye değişkenlerine olan yaklaşımlarıyla paralel olduğu görülmektedir.

F/K değeri açısından yatırımcı grupları değerlendirildiğinde yalnızca A tipi menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve portföy yönetim şirketlerinin 10. ve 1. alt grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olduğu görülmektedir. A tipi menkul kıymet yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri, F/K değeri düşük hisse senetleri daha fazla tercih ederken emeklilik yatırım fonları F/K değeri yüksek hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler. Emeklilik yatırım fonlarının bu yaklaşımı, hisse senetlerinin piyasa değerine olan yaklaşımıyla birlikte değerlendirildiğinde, piyasa değeri düşük ancak kazançlarına göre aşırı değerlenmiş veya cari döneme kıyasla gelecek dönemlerde daha yüksek kazanç potansiyeli bulunan hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri sonuca ulaşılmaktadır.

Değerleme teorisinde öne çıkan nakit akışları dikkate alınarak oluşturulan F/NA bakımından yalnızca A tipi menkul kıymet yatırım fonlarındaki gruplar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. A tipi menkul kıymet yatırım fonları, nakit akışlarıyla kısa zamanda yatırımın geri dönüşünü sağlayacak düşük F/NA oranlarına sahip hisse senetleri daha fazla tercih etmektedir. Buna göre A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının hisse senedi tercihlerinde birbiriyle uyumlu şekilde piyasa değeri, PD/DD, F/K ve F/NA değerleri düşük hisse senetleri daha fazla tercih etmektedirler.

Tablo 28 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup (10) ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup (1) Arasındaki Farklılık (* %5 Düzeyinde Anlamlılık, ** %10 düzeyinde Anlamlılık)

	Sahiplik Düzeyi	Piyasa Değeri	Özsermaye	PD/DD	FK	FNA	Ortalama İşlem Miktarı	Ortalama Emir Büyüklüğü	Getiri
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	-196.747,54	28.476,89	-2,0102	-15,7755	-8,231	-371.756,77	0,8517	-0,0077
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,121)	(0,000)*	(0,001)*	(0,000)*	(0,016)*	(0,995)	(0,234)
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	-139.617,24	26.147,34	-0,708	7,3823	-2,571	-7.117,60	149,8807	-0,0036
	Sig. (2-tailed)	(0,001)*	(0,267)	(0,009)*	(0,008)*	(0,376)	(0,975)	(0,159)	(0,587)
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	-1.079.942,69	-354.138,53	-0,3493	-0,7279	0,7668	-854.784,38	-563,128	-0,0127
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,167)	(0,597)	(0,511)	(0,001)*	(0,004)*	(0,179)
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	-850.352,62	-252.172,73	-0,5981	-11,1982	5,5986	-1.324.197,71	-491,165	-0,0033
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,002)*	(0,000)*	(0,032)*	(0,113)	(0,007)*	(0,000)*	(0,788)
Yabancı Yatırımcılar	Mean	4.084.209,90	1.592.338,46	1,2809	-0,2772	-0,8487	1.814.421,60	1.979,87	0,0082
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,887)	(0,318)	(0,000)*	(0,047)*	(0,359)
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	-231.127,08	22.040,35	-1,9327	-23,5823	-8,486	-204.824,52	82,0518	-0,0082
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,16)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,125)	(0,498)	(0,188)
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	-136.781,90	96.753,76	-2,2056	-16,4992	-8,0735	18.163,35	236,2001	-0,0040
	Sig. (2-tailed)	(0,003)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,929)	(0,066)**	(0,501)
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	-143.519,19	40.454,81	-1,7857	-18,4374	-6,4065	-220.521,48	-17,859	-0,0039
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,001)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,055)**	(0,88)	(0,617)
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	3.989.098,36	1.596.276,09	0,5775	-15,8005	-6,5235	1.835.210,17	1.869,02	0,0093
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,001)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,033)*	(0,295)

Hisse senetlerinde gerekleŖen iŖlem miktarı açısından yatırımcı gruplarının 10. ve 1. alt grupları arasındaki farklılık incelendiğinde emeklilik yatırım fonları dıŖındaki yatırımcı gruplarında istatistiksel olarak anlamlı farklılığın bulunduğu görülmektedir. Bu yatırımcılardan yabancı yatırımcılar, hisse senedindeki derinliği yansıtan ortalama iŖlem miktarı yüksek hisse senetlerini tercih ettikleri; diğer yatırımcıların ise ortalama iŖlem miktarı dŖk hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Buna göre yabancı yatırımcılar kolay Ŗekilde iŖlemlerine taraf bulabilecekleri için yoğun iŖlem gören hisse senetlerini tercih ederken özellikle portföy yönetim Ŗirketleri çok fazla iŖlem görmeyen, durağan Ŗekilde portföylerde bulunan veya dŖk miktarlı iŖlemlerle bile etkilenebilecek, yönlendirebilecek hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler.

Büyük portföy sahibi yatırımcıların varlığını yansıtmada değerlendirilen ortalama emir büyüklüğünde, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, portföy yönetim Ŗirketleri ve yabancı yatırımcıların alt grupları arasında farklılık bulunduğu sonucuna ulaŖılmıŖtır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim Ŗirketleri, emir büyüklüğü dŖk hisse senetlerini tercih ederken, açık bir Ŗekilde yabancı yatırımcıların yüksek düzeydeki hisse senetleri tercih ettikleri sonucuna ulaŖılmaktadır.

Yatırımcı gruplarının 10. ve 1. alt grupları arasındaki getiri farklılıkları incelendiğinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaŖılmamıŖtır.

Tablo 29 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık (* %5 Düzeyinde Anlamlılık, ** %10 düzeyinde Anlamlılık)

	Sahiplik Düzeyi	Piyasa Değeri	Özsermaye	PD/DD	FK	FNA	Ortalama İşlem Miktarı	Ortalama Emir Büyüklüğü	Getiri
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	Mean	177.812,72	167.212,89	-1,45	-19,53	-19,72	154.071,75	218,83	0,0036
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0, 527)
Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	211.842,21	233.157,82	-1,37	-12,30	-14,04	640.032,48	551,79	0,000
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0, ,992)
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	50.420,48	72.954,89	-0,53	-19,33	-11,41	50.067,85	67,60	0,0012
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,070)**	(0,000)*	(0,000)*	(0,420)	(0,090)**	(0,833)
Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	100.707,58	191.004,12	-1,04	-15,28	-4,95	1.662.969,46	966,76	0,0041
	Sig. (2-tailed)	(0,070)**	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,130)	(0,000)*	(0,000)*	(0, 537)
Yabancı Yatırımcılar	Mean	4.238.748,93	1.652.042,79	-0,28	-31,04	-24,47	1.993.584,00	2.042,75	0,0201
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,120)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,040)*	(0,012)*
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	Mean	162.616,80	152.063,74	-0,98	-17,46	-17,29	217.804,52	214,16	0,0047
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,375)
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Emeklilik Yatırım Fonları	Mean	242.633,55	228.784,93	-1,49	-17,06	-19,03	571.002,83	414,65	0,0040
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,501)
A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları – Portföy Yönetim Şirketleri	Mean	142.854,49	137.195,15	-1,17	-17,15	-17,84	196.104,49	202,62	0,0044
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,425)
Kurumsal Yatırımcılar	Mean	4.145.166,41	1.652.219,38	-0,30	-29,98	-26,29	1.977.469,41	1.898,86	0,0212
	Sig. (2-tailed)	(0,000)*	(0,000)*	(0,240)	(0,000)*	(0,000)*	(0,000)*	(0,030)*	(0,009)*

Kurumsal yatırımcı gruplarının kendi içinde oluşturulan en yüksek sahiplik düzeyindeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup arasındaki farklılık, değerlendirme oranları ve getiri değişkenleri bazında değerlendirildiğinde büyük ölçüde istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların bulunduğu görülmektedir.

Daha önce vurgulandığı gibi en yüksek sahiplik düzeyindeki grup ile en düşük düzeydeki grup değerlendirildiğinde, yabancı yatırımcıların piyasa değeri büyük hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri, diğer yatırımcıların ise düşük piyasa değerine sahip hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ancak en yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup hem piyasa değeri hem de özkaynak büyüklüğü açısından değerlendirildiğinde araştırma kapsamındaki bütün yatırımcıların seçilmeyen hisse senetlerine kıyasla büyük hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca piyasa değeri bakımından bütün yatırımcı gruplarının 10. ve 0. Grup arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu da görülmektedir.

En yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup arasındaki farklılık PD/DD bakımından değerlendirildiğinde yabancı yatırımcılar hariç diğer yatırımcılarda istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre yabancı yatırımcılar dışındaki yatırımcılar, seçilmeyen hisse senetlerine göre daha düşük PD/DD değerine sahip hisse senetlerini tercih etmektedirler.

FK açısından en yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup arasındaki farklılık tüm yatırımcı grupları açısından istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Buna göre tüm yatırımcı grupları seçilmeyen hisse senetlerine göre düşük FK oranına sahip hisseleri tercih etmektedirler.

En yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup FNA oranına göre değerlendirildiğinde, portföy yönetim şirketleri dışındaki yatırımcı gruplarının istatistiksel olarak anlamlı düzeyde düşük FNA değerine sahip hisse senetlerinin tercih edildiği görülmektedir.

İşlem büyüklüğü ve emir büyüklüğü açısından ise en yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup arasındaki farklılık tüm yatırımcılar istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre tüm yatırımcılar, seçilmeyen hisse senetlerine göre hem yüksek işlem miktarına hem de yüksek emir büyüklüğüne sahip hisse senetlerini tercih etmektedirler.

En yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grup getiri açısından değerlendirildiğinde yalnızca yabancı yatırımcılarda istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Bu itibarla diğer yatırımcıların tercih ettikleri hisse senetlerin getirileri ile tercih etmedikleri hisse senetlerinin getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık bulunmazken yabancı yatırımcıların tercih ettikleri hisse senetlerinin yatırım yapmadığı hisse senetlerine kıyasla daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuç aynı zamanda yabancı yatırımcıların bulunduğu hisse senetlerinin getiri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Tablo 30 Yatırımcı Gruplarına ve Değerleme Oranlarına Göre Hipotez Sonuçları

	Piyasa Değeri	Öz sermaye	PD/DD	F/K	F/NA	Ortalama İşlem Miktarı	Ortalama Emir Büyük.	Getiri
A Tipi Yatırım Fonları	$H_{YF,1,1}^*$	$H_{YF,1,0}$	$H_{YF,1,1}^*$	$H_{YF,1,1}^*$	$H_{YF,1,1}^*$	$H_{YF,1,1}^*$	$H_{YF,1,0}$	$H_{YF,1,0}$
	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,1}^*$	$H_{YF,2,0}$
Emeklilik Yatırım Fonları	$H_{EYF,1,1}^*$	$H_{EYF,1,0}$	$H_{EYF,1,1}^*$	$H_{EYF,1,1}^*$	$H_{EYF,1,0}$	$H_{EYF,1,0}$	$H_{EYF,1,0}$	$H_{EYF,1,0}$
	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,1}^*$	$H_{EYF,2,0}$
Yatırım Ortaklıkları	$H_{YO,1,1}^*$	$H_{YO,1,1}^*$	$H_{YO,1,0}$	$H_{YO,1,0}$	$H_{YO,1,0}$	$H_{YO,1,1}^*$	$H_{YO,1,1}^*$	$H_{YO,1,0}$
	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^*$	$H_{YO,2,1}^{**}$	$H_{YO,2,0}$
Portföy Yönetim Şirketleri	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,0}$	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,1}^*$	$H_{PY,1,0}$
	$H_{PY,2,1}^{**}$	$H_{PY,2,1}^*$	$H_{PY,2,1}^*$	$H_{PY,2,1}^*$	$H_{PY,2,0}$	$H_{PY,2,1}^*$	$H_{PY,2,1}^*$	$H_{PY,2,0}$
Yabancı Yatırımcılar	$H_{YY,1,1}^*$	$H_{YY,1,1}^*$	$H_{YY,1,1}^*$	$H_{YY,1,0}$	$H_{YY,1,0}$	$H_{YY,1,1}^*$	$H_{YY,1,1}^*$	$H_{YY,1,0}$
	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,0}$	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,1}^*$	$H_{YY,2,1}^*$
Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları	$H_{A,1,1}^*$	$H_{A,1,0}$	$H_{A,1,1}^*$	$H_{A,1,1}^*$	$H_{A,1,1}^*$	$H_{A,1,0}$	$H_{A,1,0}$	$H_{A,1,0}$
	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,1}^*$	$H_{A,2,0}$
Yatırım Fonları ve Emeklilik Yatırım Fonları	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,0}$	$H_{B,1,1}^*$	$H_{B,1,0}$
	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,1}^*$	$H_{B,2,0}$
Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları ve Portföy Yönetim Şirketleri	$H_{C,1,1}^*$	$H_{C,1,1}^*$	$H_{C,1,1}^*$	$H_{C,1,1}^*$	$H_{C,1,1}^*$	$H_{C,1,1}^{**}$	$H_{C,1,0}$	$H_{C,1,0}$
	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,1}^*$	$H_{C,2,0}$
Tüm Kurumsal Yatırımcılar	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,1}^*$	$H_{T,1,0}$
	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,0}$	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,1}^*$	$H_{T,2,1}^*$

(* %5 Düzeyinde Anlamlılık, ** %10 düzeyinde Anlamlılık)

7.6.2. Kurumsal Yatırımcı Gruplarında Momentum Stratejisinin

Değerlendirilmesine İlişkin Bulgular

Momentum stratejisi önceki dönem getirilerine göre alınacak kararlarının yönünü göstermektedir. Buna göre, önceki dönem getiri elde eden bir hisse senedinin yatırım kararının alındığı dönemde de süreceği veya kaybettiren bir hisse senedinin ise kaybettirmeye devam edeceği varsayımıyla mevcut eğilimin devam edeceğine dayanan bir stratejidir.

Ekonomik olarak yükselen piyasalarda eğilimin devam edeceği kazandıran hisse senetlerinin daha sonraki dönemlerde de kazandırabileceği anlamlıdır. Ancak kriz dönemleri veya belirsizliklerin yoğun olduğu dönemlerde fiyatlardaki kararsızlık süreci, yatırım stratejilerinde etkili olabilmektedir.

Yatırımcı gruplarının momentum stratejileri daha önce belirtilen yöntem doğrultusunda her bir yatırımcı grubunun i hisse senedinde sahip olduğu hisse sayısındaki değişim ve 1 ay gecikmeli getiriler arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Her bir yatırımcı grubunda, her bir dönemde hisselerine ait değerlerin ortalaması alınarak o dönem için geçerli momentum işlemi ölçüğüne ulaşılmıştır.

Yatırımcı gruplarının momentum stratejilerini belirlemeye yönelik farklı hesaplama yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yöntem temel olarak aynı olmakla birlikte kullanılan getiri değişkeni farklılaştırılmıştır. Buna göre, kullanılan yöntemlerde, salt getiri, ABD Doları ve piyasa bazında aşırı getiri kullanılmıştır. Ayrıca hisse senetlerinde gerçekleşen getirileri, ilgili dönemdeki piyasanın yaklaşımını da yansıtmalarını sağlamak üzere oluşturulan, rank sıralamaları kullanılmıştır.

Yatırımcı gruplarının momentum değerlerinin t istatistiklerine bakıldığında %95 güven düzeyinde yalnızca portföy yönetim şirketlerinin ortalaması 0'dan farklıdır. Bununla birlikte %90 güven düzeyinde portföy yönetim şirketlerinin yanında A tipi yatırım fonlarının ve yabancı yatırımcı grubunun da momentum değerlerinin 0'dan farklıdır.

Tablo 31 Yatırımcı Gruplarına İlişkin Momentum Değerlerinin t İstatistikleri

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Test Value = 0	
						95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Fon	.0063	1.724	41	.092**	.00633	-.0011	.0137
Emekli	.0020	.890	41	.378	.00198	-.0025	.0065
Yort	.0033	1.451	41	.154	.00331	-.0013	.0079
PY	-.0097	-3.120	41	.003*	-.00972	-.0160	-.0034
Yabancı	.0044	1.736	41	.090**	.00443	-.0007	.0096

Yatırımcı gruplarının ortalama momentum değerlerine göre %90 güven aralığında A tipi yatırım fonları ve yabancı yatırımcıların momentum stratejisini kullandıkları sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan %99 güven düzeyinde portföy yönetim şirketleri momentum yatırım stratejisi yerine karşıt yatırım stratejisini benimsemektedirler.

Yatırımcı gruplarının momentum değerleri arasındaki korelasyona bakıldığında A tipi yatırım fonlarıyla yabancı yatırımcı grubu arasında %95 güven düzeyinde anlamlı ancak yüksek olmayan düzeyde doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Emeklilik yatırım fonları ile A tipi yatırım fonları arasında ise %99 güven düzeyinde anlamlı düşük sayılmayacak düzeyde doğrusal bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Diğer taraftan emeklilik yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasında %99 güven düzeyinde anlamlı düşük düzeyde ters yönlü bir ilişki görülmektedir.

Tablo 32 Yatırımcı Gruplarının Momentum Değerleri Arasındaki Korelasyon

		Fon	EYF	Yort	PY	Yabancı
Fon	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	42				
EYF	Pearson Correlation	.457(*)	1			
	Sig. (2-tailed)	.002				
	N	42	42			
Yort	Pearson Correlation	-.085	-.309(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	.592	.046			
	N	42	42	42		
PY	Pearson Correlation	.169	.035	.048	1	
	Sig. (2-tailed)	.283	.827	.763		
	N	42	42	42	42	
Yabancı	Pearson Correlation	.386(**)	.328(**)	.017	.113	1
	Sig. (2-tailed)	.012	.034	.916	.476	
	N	42	42	42	42	42

* Korelasyon 0.01 düzeyinde anlamlı (2-tailed) ** Korelasyon 0.05 düzeyinde anlamlı (2-tailed)

Yatırımcı gruplarındaki momentum stratejisi ayrıca bu grupların birlikte değerlendirilmesiyle de hesaplanmıştır. Her bir yatırımcı grubunun momentum değerlerinin ortalaması veya toplamı alınmak yerine, yatırımcı gruplarının sahip oldukları hisse senedi sayıları gruplara göre konsolide edilmiş ve yeniden momentum değerleri hesaplanmıştır. Bu şekilde yapay olarak birleştirilmiş yatırımcı gruplarının birlikte değerlendirilmesi imkanı sağlanmıştır.

Tablo 33 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerlerinin t İstatistikleri

	Mean	Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Fon ve Yort	.0034	2.489	41	.017 *	.00344	.0006	.0062
Fon ve EYF	.0058	1.793	41	.080	.00583	-.0007	.0124
Fon, Yort ve PY	.0025	1.936	41	.060 **	.00250	-.0001	.0051
Kurumsal Tüm	.0032	1.578	41	.122	.00322	-.0009	.0073

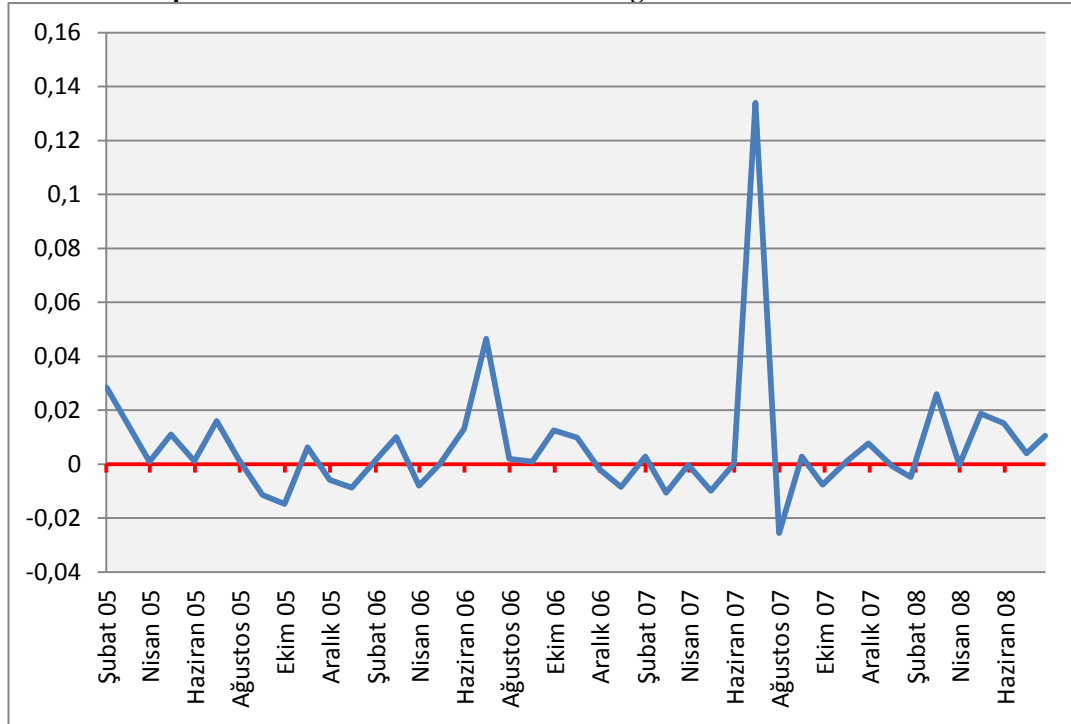
Tablo 34 Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Ölçeği ve Yatırımcı Gruplarının Tercih Ettiği Hisse Senedi Sayıları

	Yatırım Fonu		EYF		Yatırım Ortaklıkları		Port.Yön.		Yabancı Yat.	
	Momentum	H.S.	Momentum	H.S.	Momentum	H.S.	Momentum	H.S.	Momentum	H.S.
Şubat 05	2.85%	147	4.14%	82	1.29%	98	-3.94%	105	2.10%	185
Mart 05	0.08%	148	-0.45%	82	1.01%	101	-0.80%	91	0.06%	187
Nisan 05	1.10%	152	2.28%	74	0.13%	110	1.41%	81	0.48%	190
Mayıs 05	0.11%	149	-0.56%	74	0.44%	110	-3.81%	80	-2.58%	198
Haziran 05	1.60%	148	1.93%	77	-0.87%	109	-0.06%	83	2.90%	198
Temmuz 05	0.21%	153	-0.94%	77	3.18%	106	-1.77%	88	0.70%	203
Ağustos 05	-1.15%	157	1.23%	84	0.29%	116	1.36%	81	-0.29%	203
Eylül 05	-1.48%	157	-0.26%	84	-0.89%	114	-1.06%	79	-0.15%	207
Ekim 05	0.63%	158	0.22%	87	1.19%	109	0.71%	90	0.60%	209
Kasım 05	-0.59%	158	-1.58%	87	-0.06%	112	2.65%	90	-0.07%	203
Aralık 05	-0.87%	159	-0.15%	87	-0.15%	108	-4.26%	86	1.11%	208
Ocak 06	0.14%	158	1.15%	87	-3.33%	110	-5.70%	77	1.05%	208
Şubat 06	1.01%	162	-1.09%	90	-0.93%	104	-3.27%	68	3.07%	206
Mart 06	-0.80%	174	-1.09%	90	1.79%	114	-2.35%	69	4.04%	211
Nisan 06	0.00%	168	-1.84%	96	1.66%	112	2.64%	66	-0.08%	251
Mayıs 06	1.31%	170	0.69%	96	1.52%	122	-2.04%	67	0.87%	253
Haziran 06	4.65%	169	1.66%	90	2.23%	122	-0.86%	69	1.65%	215
Temmuz 06	0.20%	168	-1.58%	90	0.72%	121	-1.63%	68	0.52%	213
Ağustos 06	0.08%	162	-0.27%	89	-0.01%	111	-1.12%	68	0.48%	210
Eylül 06	1.25%	165	-1.06%	89	0.75%	119	0.34%	73	0.57%	215
Ekim 06	0.98%	168	0.30%	95	-0.88%	122	2.73%	69	1.44%	216
Kasım 06	-0.20%	171	1.64%	95	-0.54%	124	0.84%	67	0.47%	223
Aralık 06	-0.85%	160	-1.69%	102	0.93%	120	-0.90%	67	0.06%	223
Ocak 07	0.29%	173	0.18%	102	1.18%	117	-2.66%	67	0.17%	223
Şubat 07	-1.06%	184	0.05%	105	1.68%	109	-1.54%	66	0.23%	223
Mart 07	-0.03%	188	-0.30%	105	-0.52%	113	-0.93%	64	-0.05%	224
Nisan 07	-0.98%	185	0.49%	111	1.40%	116	-4.62%	73	0.94%	227
Mayıs 07	0.02%	181	0.89%	111	0.31%	126	-0.50%	66	0.59%	233
Haziran 07	13.40%	181	3.36%	127	-0.65%	130	1.81%	67	4.15%	232
Temmuz 07	-2.56%	193	0.27%	127	0.22%	125	1.02%	72	0.41%	258
Ağustos 07	0.27%	188	-0.22%	124	-1.07%	120	-2.83%	69	-6.42%	264
Eylül 07	-0.76%	185	-1.00%	124	1.04%	124	-4.06%	67	-1.62%	233
Ekim 07	0.11%	187	-1.36%	127	0.88%	127	-0.43%	65	-0.51%	264
Kasım 07	0.76%	194	0.96%	127	0.43%	131	0.03%	63	0.49%	246
Aralık 07	-0.07%	189	-0.11%	120	0.72%	134	-1.34%	65	0.70%	244
Ocak 08	-0.47%	196	0.40%	120	0.59%	131	0.89%	65	0.23%	243
Şubat 08	2.60%	187	-2.06%	120	-1.62%	126	-1.37%	67	-0.24%	236
Mart 08	-0.03%	186	0.73%	120	-1.14%	126	-0.72%	68	0.18%	237
Nisan 08	1.87%	189	0.76%	119	-1.17%	117	-1.34%	70	-0.24%	228
Mayıs 08	1.51%	173	-0.51%	119	3.14%	121	-0.80%	71	-0.64%	227
Haziran 08	0.40%	182	-0.51%	121	2.86%	124	0.12%	71	0.30%	226
Temmuz 08	1.06%	177	3.63%	121	-3.90%	124	-0.66%	70	0.94%	217

Yatırımcı grupları birlikte değerlendirilerek, A tipi yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları; A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları; A tipi yatırım fonları – yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerinden oluşan üç ayrı grup daha oluşturulmuştur. Ayrıca tüm yatırımcı gruplarını kapsayan kurumsal yatırımcı grubu oluşturulmuştur. Böylelikle 5 ana yatırımcı grubunun yanı sıra yapay olarak sonradan oluşturulan 4 farklı yatırımcı grubunun momentum stratejisi test edilmiştir.

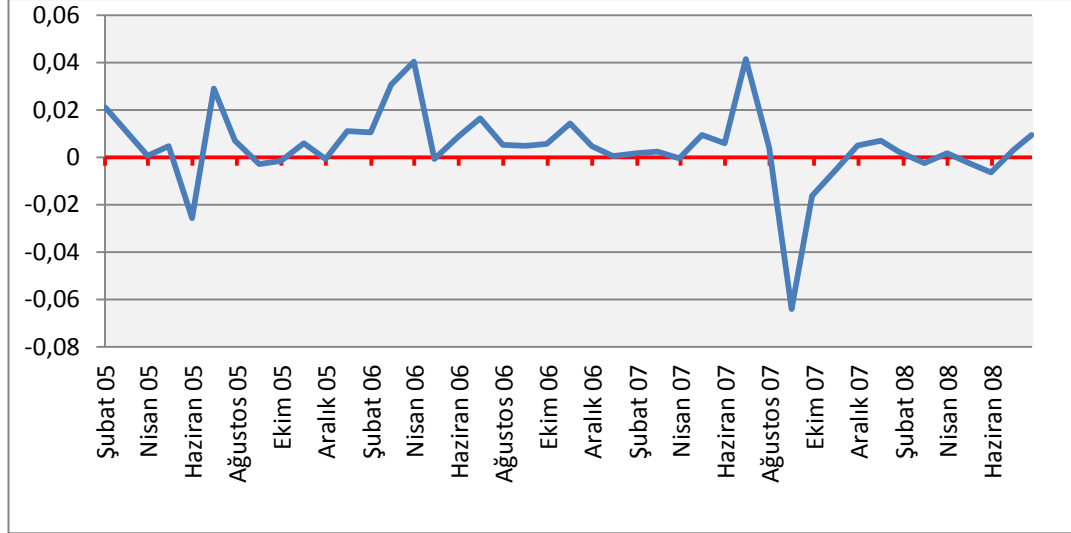
A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarından oluşan yapay grubun momentum değerlerinin ortalaması %95 güven düzeyinde 0'dan farklıdır. Diğer taraftan A tipi yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerinden oluşturulan grubun ortalaması da %90 güven düzeyinde 0'dan farklıdır. Buna göre bu iki yapay yatırımcı grubunun düşük düzeyde de olsa momentum stratejisi izlediği sonucuna varılmaktadır.

Grafik 24 A Tipi Yatırım Fonlarına Ait Momentum Değerleri



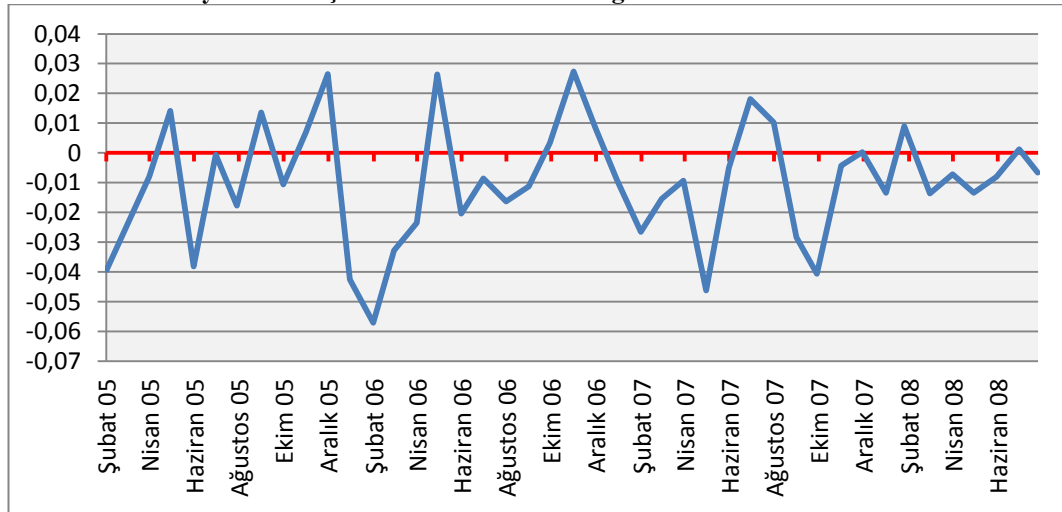
İncelenen yatırımcı gruplarının değerleri bütün dönemler boyunca değerlendirildiğinde A tipi yatırım fonlarının ve yabancı yatırımcıların düşük düzeyde de olsa momentum stratejisi izlediği buna karşın portföy yönetim şirketlerinin karşıt yatırım stratejisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Grafik 25 Yabancı Yatırımcılar Momentum Değerleri



Yatırımcı gruplarının momentum değerleri, portföylerindeki hisse sayısındaki değişim hem de bu hisselerdeki getirilerin değişimi nedeniyle zaman içinde değişim görülmekte hatta bazı dönemlerde ortalamaya göre çok düşük veya çok yüksek değerler oluşabilmektedir.

Grafik 26 Portföy Yönetim Şirketleri Momentum Değerleri



Finans yazınında hisse senedi getirilerinin kullanıldığı çalışmalarda, piyasanın genel eğiliminin de yansıtıldığı getiri oranlarının kullanıldığı görülmektedir. Böylece her bir hisse senedinin piyasadaki eğilimden ne ölçüde farklılaştığı dikkate alınmaktadır. Bu doğrultuda momentum hesaplamasında kullanılan yöntemde hisselerin salt getirileri yerine piyasanın getirisini de dikkate alan aşırı getiriler kullanılmıştır. Böylece her bir hisse senedinin piyasadaki eğilimden farklılaşması dikkate alındığı gibi kurumsal yatırımcıların bu farklılaşmaya olan alım-satım duyarlılığı da momentum değerine yansıtılmıştır.

Buna göre oluşturulan formül aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$M_{i,j,t,k} = \frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{Q_{i,j,t}} AR_{j,t-k}$$

$$AR_{j,t} = R_{jt} - R_{m,t}$$

AR_{jt} : j hisse senedinin t dönemindeki aşırı getirisi

R_{jt} ; j hisse senedinin t dönemindeki getirisi

$R_{m,t}$: t döneminde piyasanın(İMKB-100) getirisi

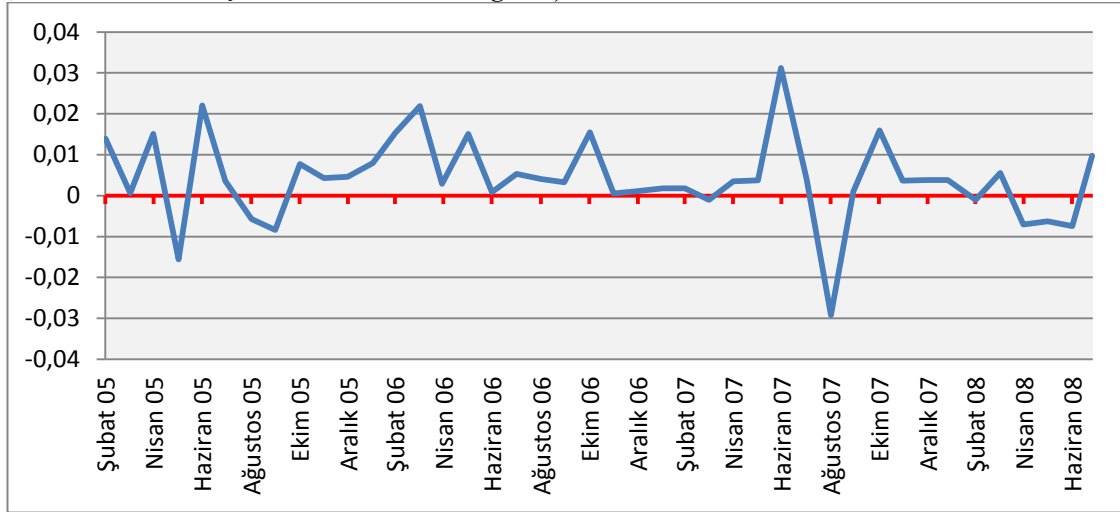
Momentum hesaplamasında her bir hisse senedinin salt getirisini kullanmak yerine piyasa getirisinden arındırılmış aşırı getiri kullanıldığında %95 güven düzeyinde yabancı yatırımcıların momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

Yabancı yatırımcıların dışında hiçbir yatırımcı grubunun momentum değerleri 0'dan farklı değildir. Grafik 27'de görüldüğü üzere yabancı yatırımcıların momentum değerleri zaman içinde pozitif seviyede gerçekleşmiştir.

**Tablo 35 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri
(İMKB-100 Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)**

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
						Test Value = 0	
Fon	.0028	1.118	41	.270	.00276	-.0022	.0078
EYF	.0005	.316	41	.753	.00049	-.0027	.0036
Yort	.0026	1.353	41	.184	.00263	-.0013	.0066
PY	-.0032	-1.255	41	.217	-.00322	-.0084	.0020
Yabancı	.0041	2.579	41	.014 *	.00412	.0009	.0074

**Grafik 27 Yabancı Yatırımcıların Momentum Değerleri
(İMKB-100 Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)**



İMKB-100 bazlı aşırı getiriler kullanılarak hesaplanan momentum değerleri oluşturulan yapay gruplar için de test edilmiştir. Buna göre tüm grupların bileşiminden oluşan kurumsal yatırımcılar grubu %95 güven düzeyinde pozitif momentuma sahiptir. Diğer bir ifadeyle incelenen farklı yatırımcı grupları tek bir yatırımcı grubu olarak değerlendirildiğinde momentum stratejisinin benimsendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak bu grup içinde de yabancı yatırımcı grubunun portföy ağırlığının diğerlerine göre büyük olmasının, ortaya çıkan sonucu etkilediği göz ardı edilmemesi gerekir.

**Tablo 36 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri
(İMKB-100 Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)**

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Test Value = 0	
						95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Fon ve Yort	.0020	1.614	41	.114	.00204	-.0005	.0046
Fon ve EYF	.0027	1.169	41	.249	.00265	-.0019	.0072
Fon, Yort ve PY	.0018	1.433	41	.160	.00181	-.0007	.0044
Kurumsal Tüm	.0029	2.226	41	.032 *	.00289	.0003	.0055

Yatırımcı gruplarının momentum değerlerinin belirlenmesinde piyasa getirisi kullanılabilceği gibi döviz bazında aşırı getirileri de kullanılabilir. Bu doğrultuda yatırımcı gruplarının momentum değerlerinin belirlenmesine yönelik denklem şu şekilde oluşturulmuştur.

$$M_{i,j,t,k} = \frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{Q_{i,j,t}} AR_{j,t-k}$$

$$AR_{j,t} = R_{jt} - R_{usd,t}$$

AR_{it} ; j hisse senedinin t dönemindeki aşırı getirisi

R_{jt} ; j hisse senedinin t dönemindeki getirisi

$R_{usd,t}$; t döneminde ABD Dolarının getirisi

Özellikle yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımlarında döviz getirisini de dikkate alacak şekilde yatırım stratejisi izlemeleri, ABD doları bazında aşırı getirilerin kullanılmasını anlamlı kılmaktadır. Dolayısıyla hesaplama yönteminde, ABD Doları getirisini de dikkate alacak şekilde aşırı getiriler kullanılmıştır.

**Tablo 37 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri
(Usd Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)**

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Test Value = 0	
						95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Fon	.0020	.585	41	.562	.00197	-.0048	.0088
EYF	.0007	.296	41	.769	.00075	-.0043	.0058
Yort	.0042	1.766	41	.085 **	.00424	-.0006	.0091
PY	-.0122	-3.575	41	.001 *	-.01223	-.0191	-.0053
Yabancı	.0024	.765	41	.449	.00239	-.0039	.0087

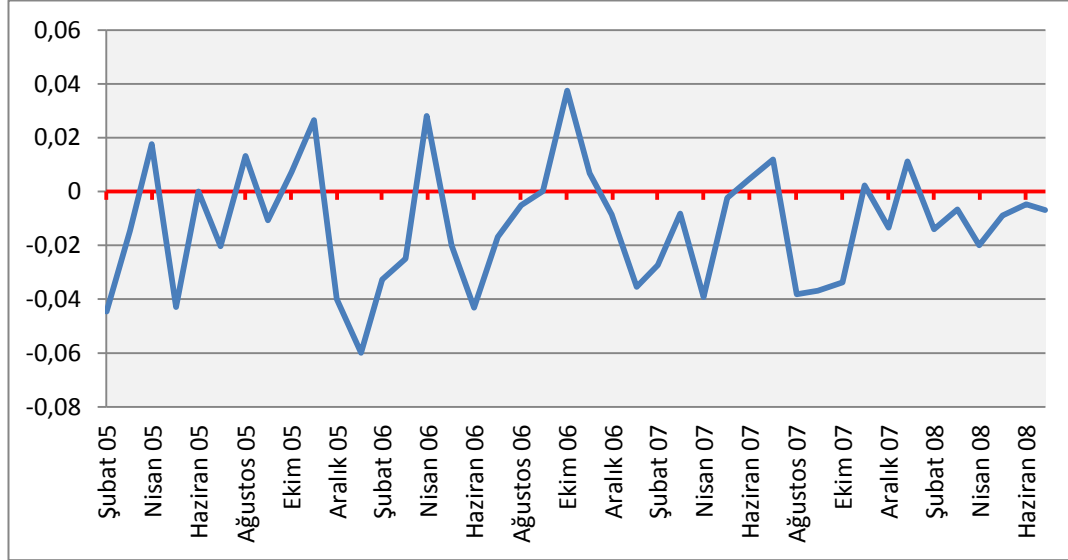
Yabancı yatırımcıların İMKB-100 bazlı aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmasına rağmen ABD Doları bazlı aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde yatırım stratejilerine yönelik belirgin bir sonuca ulaşılmamıştır.

Yatırımcı gruplarına ilişkin ABD Doları bazında aşırı getirilerin kullanılarak elde edilen momentum değerlerine bakıldığında, %95 güven düzeyinde portföy yönetim şirketlerinin ortalama momentum değerleri 0'dan farklı olmaktadır. Buna göre ABD Doları bazındaki getiriler dikkate alındığında portföy yönetim şirketleri 1 ay gecikmeli getirilere göre karşıt yatırım stratejisi izlemektedirler. Diğer taraftan portföy yönetim şirketlerinin momentum değerleri aşırı getirilerin kullanılmadığı salt hisse senedi getirilerinin kullanıldığı momentum hesaplama yönteminde de karşıt yatırım stratejisi izledikleri görülmektedir.

Yatırım ortaklıkları ise ABD Doları bazında aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde %90 güven düzeyinde düşük düzeyde olsa da momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Önceki yöntemlerde bu yatırımcı grubunun momentum stratejisine yönelik herhangi bir sonucuna ulaşamazken ABD Doları bazındaki aşırı getirilere tepki vermesi çarpıcıdır.

A tipi yatırım fonlarının ve emeklilik yatırım fonlarının ABD Doları bazındaki aşırı getirilere duyarlı olmadıkları sonucuna da ulaşılmaktadır.

Grafik 28 Portföy Yönetim Şirketlerinin Momentum Değerleri (USD Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)

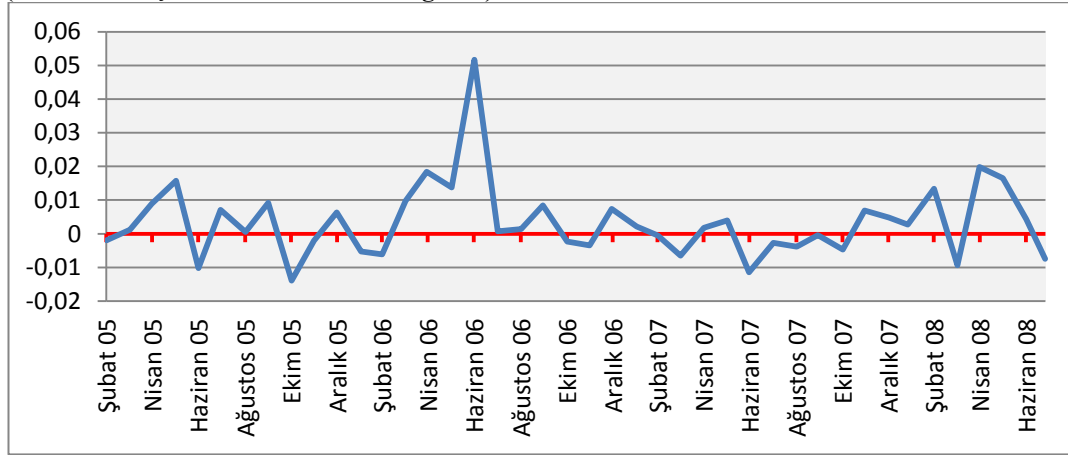


Yapay olarak oluşturulan yatırımcı gruplarının ABD Doları bazlı aşırı getirilerin kullanıldığı momentum hesaplamasında %90 güven düzeyinde A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının ortalama değerleri 0'dan farklı olmaktadır. Buna göre bu yatırımcı grupları birlikte değerlendirildiğinde düşük düzeyde de olsa momentum stratejisi izlemektedirler.

Tablo 38 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerlerinin t İstatistikleri (Usd Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
						Test Value = 0	
Fon ve Yort	.0034	1.990	41	.053 **	.00344	-.0001	.0069
Fon ve EYF	.0019	.582	41	.564	.00185	-.0046	.0083
Fon, Yort ve PY	.0024	1.495	41	.143	.00243	-.0009	.0057
Kurumsal Tüm	.0019	.768	41	.447	.00189	-.0031	.0069

Grafik 29 A Tipi Yatırım Fonlarının ve Yatırım Ortaklıklarının Momentum Değerleri (USD Bazlı Aşırı Getiriler Kullanıldığında)



Yatırımcı gruplarının momentum değerlerinin belirlenmesinde getirilerin yanı sıra getirilerden oluşturulan endeks kullanımı da uygulanmaktadır. (Shu, 2008) tarafından geliştirilen yöntem de çalışma kapsamında kullanılmıştır. Buna göre, i hisse senedinde t dönemindeki her bir kurumsal yatırımcının sahip olduğu hisse senedi sayısındaki değişimin dönemler arasındaki ortalama hisse senedi sayısına oranının, dönemler itibariyle hisse senedinin geçmiş getirilerine göre oluşturulan endeks değeriyle çarpımı sonucunda momentum işlemine ulaşılmıştır. Endeksin oluşturulmasındaki temel gerekçe, ilgili dönemdeki piyasa eğilimi yansıtmak ve piyasadaki eğilime göre yatırımcı gruplarının tepkisinin daha belirgin şekilde ortaya çıkarılmasıdır. Böylelikle sahiplik düzeyinde önemli bir değişim olmamasına karşın çok yüksek veya çok düşük getirilerin oluşması durumunda ortaya çıkabilecek olası aşırılıklar ortadan kaldırılabilmektedir.

$$M_{i,j,t,k} = \frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{Q_{i,j,t}} \text{index}_{i,t-1}$$

$\text{index}_{i,t-1}$; i hisse senedinde $t-1$ dönemindeki getirilere göre oluşturulan -5 ve 5 arasında değişen gösterge (-5, -4, -3, -2, -1, 1, 2, 3, 4, 5)

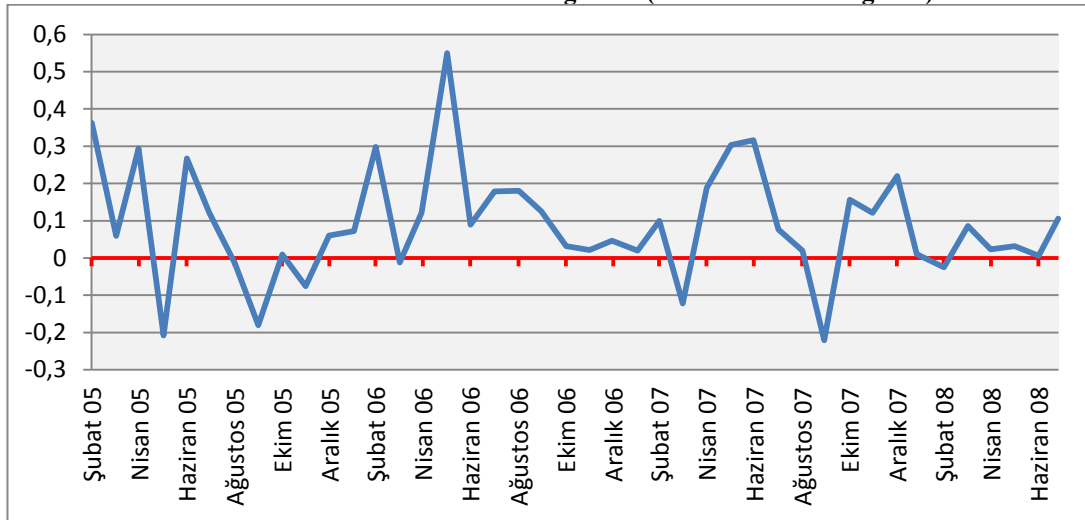
Yöntem kapsamında uygulanan endekse örnek vermek gerekirse, ilgili dönemde bütün hisse senetleri arasında en yüksek getiri %12 ile A hissesi +5 endeksine sahipken, -%8 ile en düşük getiriye sahip B hissesi -5 endeksinde yer almaktadır. Oluşturulan endeks grupları, pozitif ve negatif olmak üzere simetrik oluşturulduğundan ilgili dönemdeki getirilere göre hisse senetlerinin de bu gruplara eşit dağılımı program tarafından yapılmıştır.

Tablo 39 Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)

	Test Value = 0						
	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Fon	.0169	.415	41	.680	.01694	-.0655	.0994
EYF	.0330	.759	41	.452	.03298	-.0547	.1207
Yort	.1000	2.792	41	.008*	.10001	.0277	.1723
PY	-.0551	-.804	41	.426	-.05508	-.1935	.0833
Yabancı	.0908	3.834	41	.000*	.09077	.0430	.1386

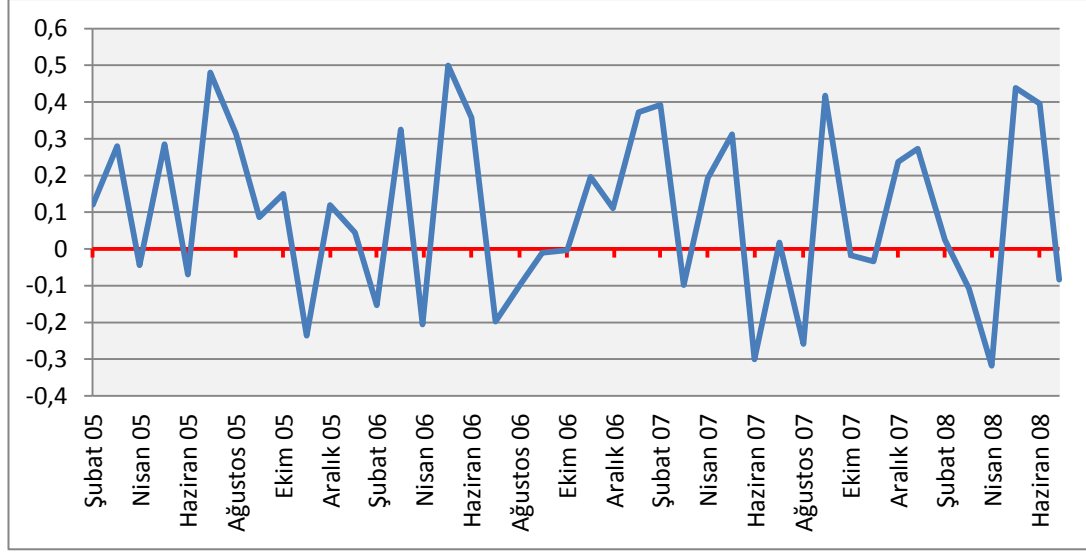
Endeks kullanılarak hesaplanan momentum değerlerinde yabancı yatırımcıların ve yatırım ortaklıklarının istatistiksel olarak anlamlı bir yöne sahip oldukları görülmektedir. Momentum değerlerinin hesaplandığı diğer yöntemlerde olduğu gibi yabancı yatırımcıların, belirgin şekilde momentum yatırım stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

Grafik 30 Yabancı Yatırımcıların Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)



Döviz bazında aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde yatırım ortaklıklarının momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşıldığı gibi endeks kullanılarak hesaplanan yöntemde de yatırım ortaklıklarının momentum stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Grafik 31 Yatırım Ortaklıklarının Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)

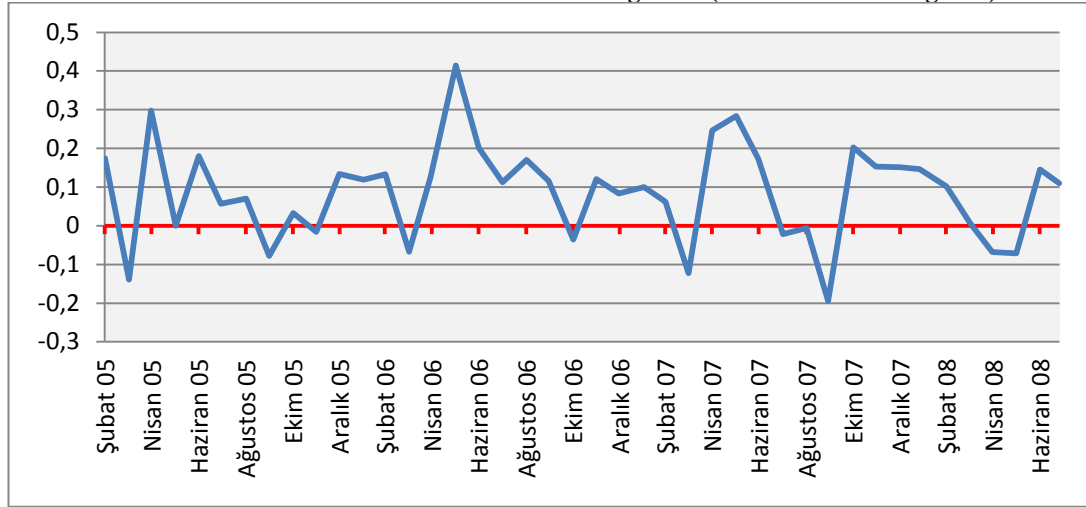


Yapay olarak oluşturulan yatırımcı gruplarına bakıldığında ise yalnızca tüm yatırımcı gruplarını kapsayan kurumsal yatırımcılar grubunun momentum değerleri incelenen dönemde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde sıfırdan farklıdır. Buna göre yabancı yatırımcıların önemli düzeyde etkisiyle kurumsal yatırımcılar momentum yatırım stratejisi izlemektedir.

Tablo 40 Oluşturulan Yatırımcı Gruplarına Göre Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)

	Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
						Test Value = 0	
Fon ve Yort	.0384	.960	41	.343	.03838	-.0424	.1191
Fon ve EYF	.0494	1.591	41	.119	.04940	-.0133	.1121
Fon, Yort ve PY	.0458	1.547	41	.130	.04581	-.0140	.1056
Kurumsal Tüm	.0858	4.462	41	.000*	.08583	.0470	.1247

Grafik 32 Kurumsal Yatırımcılar-Tüm Momentum Değerleri (Endeks Kullanıldığında)



Kurumsal yatırımcı gruplarının momentum stratejileri, araştırma kapsamındaki alt dönemlere göre ayırarak incelendiğinde, farklı alt dönemlerde yatırımcı gruplarının yatırım stratejilerinde farklılık olduğu görülmektedir.

Salt hisse getirilerinin kullanıldığı momentum hesaplama yöntemine göre yatırımcı gruplarının işlemleri araştırma kapsamındaki yıllara göre alt dönemlere ayırarak incelenmiştir. Buna göre Ocak 2005-Aralık 2005; Ocak 2006-Aralık 2006; Ocak 2007-Temmuz 2007 dönemlerinden oluşan 3 farklı alt dönem oluşturulmuştur.

Yatırımcı gruplarının alt dönemler itibariyle momentum işlemleri incelendiğinde, 2005 yılında yatırımcı gruplarının belirgin bir şekilde momentum yada karşıt yatırım stratejisi izlemedikleri görülmektedir. 2006 yılında ise %95 güven aralığında yabancı yatırımcıların belirgin şekilde momentum stratejisi izledikleri, %90 güven aralığında ise A tipi yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarından oluşturulan yatırımcı grubundan oluşturulan yapay yatırımcı grubu da momentum stratejisini uygulamışlardır. Yine bu dönemde yabancı yatırımcı grubunun da etkisiyle tüm kurumsal yatırımcılardan oluşan grubun da momentum yatırım stratejisi izledikleri görülmektedir.

Tablo 41 Alt Dönemler İtibariyle Yatırımcı Gruplarının Momentum Değerleri t İstatikleri

		Test Value = 0						
		Mean	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ocak 2005 - Aralık 2005	Fon	.0023	.585	10	.571	.00226	-.0063	.0108
	EYF	.0053	1.047	10	.320	.00533	-.0060	.0167
	Yort	.0051	1.458	10	.176	.00506	-.0027	.0128
	PY	-.0087	-1.218	10	.251	-.00870	-.0246	.0072
	Yabancı	.0044	1.043	10	.322	.00442	-.0050	.0139
	Fon ve Yort	.0013	.480	10	.642	.00127	-.0046	.0072
	Fon ve EYF	.0030	.700	10	.500	.00299	-.0065	.0125
	Fon, Yort ve PY	.0001	.043	10	.966	.00009	-.0043	.0045
	Kurumsal Tüm	.0033	1.111	10	.292	.00329	-.0033	.0099
Ocak 2006 - Aralık 2006	Fon	.0065	1.544	11	.151	.00648	-.0028	.0157
	EYF	-.0026	-.703	11	.497	-.00265	-.0109	.0057
	Yort	.0033	.722	11	.486	.00326	-.0067	.0132
	PY	-.0094	-1.368	11	.199	-.00945	-.0246	.0058
	Yabancı	.0118	3.304	11	.007 *	.01177	.0039	.0196
	Fon ve Yort	.0062	1.881	11	.087**	.00616	-.0010	.0134
	Fon ve EYF	.0053	1.265	11	.232	.00526	-.0039	.0144
	Fon, Yort ve PY	.0054	1.686	11	.120	.00540	-.0016	.0124
	Kurumsal Tüm	.0077	3.606	11	.004 *	.00773	.0030	.0125
Ocak 2007 - Aralık 2007	Fon	.0078	.666	11	.519	.00782	-.0180	.0337
	EYF	.0027	.775	11	.455	.00266	-.0049	.0102
	Yort	.0047	1.899	11	.084**	.00469	-.0007	.0101
	PY	-.0134	-2.394	11	.036 *	-.01338	-.0257	-.0011
	Yabancı	-.0008	-.110	11	.915	-.00076	-.0160	.0145
	Fon ve Yort	.0016	1.121	11	.286	.00160	-.0015	.0047
	Fon ve EYF	.0078	.777	11	.454	.00778	-.0143	.0298
	Fon, Yort ve PY	.0003	.204	11	.842	.00030	-.0029	.0035
	Kurumsal Tüm	-.0001	-.012	11	.990	-.00008	-.0136	.0134
Ocak 2008 - Temmuz 2008	Fon	.0099	2.398	6	.053**	.00990	-.0002	.0200
	EYF	.0035	.529	6	.616	.00349	-.0127	.0197
	Yort	-.0018	-.183	6	.861	-.00176	-.0252	.0217
	PY	-.0055	-1.808	6	.121	-.00554	-.0130	.0020
	Yabancı	.0008	.392	6	.708	.00075	-.0039	.0055
	Fon ve Yort	.0053	1.382	6	.216	.00533	-.0041	.0148
	Fon ve EYF	.0079	2.269	6	.064	.00793	-.0006	.0165
	Fon, Yort ve PY	.0051	1.428	6	.203	.00512	-.0037	.0139
	Kurumsal Tüm	.0010	.460	6	.661	.00101	-.0044	.0064

* %1 düzeyinde anlamlık

** %5 düzeyinde anlamlılık

2007 yılında ise %95 güven seviyesinde portföy yönetim şirketlerinin momentum değerleri sıfırdan farklı ve ortalama değeri negatif olmaktadır. Buna göre bu dönemde portföy yönetim şirketleri belirgin şekilde karşıt yatırım stratejisi izlemektedirler.

Ayrıca 2007 yılında yatırım ortaklıklarının momentum değerleri %90 güven düzeyinde sıfırdan farklı olarak bulunmuş ve ortalama momentum değerleri pozitif olmuştur. Çok güçlü momentum değerine sahip olmamakla birlikte yatırım ortaklıklarının 2007 yılında momentum stratejisi izledikleri sonucuna varılmaktadır. 2008 yılının ilk 7 ayı değerlendirildiğinde ise %90 güven düzeyinde A tipi yatırım fonlarının momentum değerleri sıfırdan farklı bulunmuştur. Buna göre bu yatırımcı grubu belirgin şekilde momentum stratejisi izlemektedirler.

Momentum hesaplamasında hisse senetlerinin getirilerinin yanı sıra İMKB-100 endeksine göre ve ABD Dolarına göre oluşturulan aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemler ve alt dönemlere göre değerlendirilen momentum işlemleri birlikte değerlendirildiğinde yatırımcı gruplarına göre ulaşılan sonuçlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Araştırma bulgularına göre farklı getiri hesaplamalarına göre farklı sonuçlara ulaşıldığı gibi farklı dönemlerin esas alındığı çalışmalarda da farklı sonuçlar alınabilmektedir. Ancak çalışma kapsamında, farklı yöntemlerden ulaşılan sonuçlar aynı yatırımcı grubunun aynı yatırım stratejisini uyguladığı veya belirgin bir strateji uygulamadığına ulaştırmaktadır. Sonuçlarda birlikte değerlendirildiğinde yabancı yatırımcılarda ve yatırım fonlarında momentum stratejisinin uygulandığı, portföy yönetim şirketlerinde ise karşıt yatırım stratejisinin uygulandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 42 Yatırımcı Gruplarına Göre Kabul Edilen Hipotezler ve Uyumlu Yatırım Stratejileri

	Getiri Hesaplama Yöntemine Göre				Alt Dönemlere Göre (R _i Hesaplama Yöntemine Göre)			
	R _i	AR _m	AR _{USD}	Endeks _i	2005	2006	2007	2008
	A Tipi Yatırım Fonları	H _{YF,3,1} ** MYS	H _{YF,3,0}	H _{YF,3,0}	H _{YF,3,0}	H _{YF,3,0}	H _{YF,3,0}	H _{YF,3,0}	H_{YF,3,1} ** MYS
Emeklilik Yatırım Fonları	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}	H _{EYF,3,0}
Yatırım Ortaklıkları	H _{YO,3,0}	H _{YO,3,0}	H _{YO,3,1} ** MYS	H _{YO,3,1} * MYS	H _{YO,3,0}	H _{YO,3,0}	H _{YO,3,1} ** MYS	H _{YO,3,0}
Portföy Yönetim Şirketleri	H _{PY,3,1} * KYS	H _{PY,3,0}	H _{PY,3,1} * KYS	H _{PY,3,0}	H _{PY,3,0}	H _{PY,3,0}	H _{PY,3,1} * KYS	H _{PY,3,0}
Yabancı Yatırımcılar	H _{YY,3,1} ** MYS	H _{YY,3,1} * MYS	H _{YY,3,0}	H _{YY,3,1} * MYS	H _{YY,3,0}	H _{YY,3,1} * MYS	H _{YY,3,0}	H _{YY,3,0}
Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları	H _{A,3,1} * MYS	H _{A,3,0}	H _{A,3,1} ** MYS	H _{A,3,0}	H _{A,3,0}	H _{A,3,1} ** MYS	H _{A,3,0}	H _{A,3,0}
Yatırım Fonları ve Emeklilik Yatırım Fonları	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}	H _{B,3,0}
Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları ve Portföy Yönetim Şirketleri	H _{C,3,1} ** MYS	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}	H _{C,3,0}
Tüm Kurumsal Yatırımcılar	H _{T,3,0}	H _{T,3,1} * MYS	H _{T,3,0}	H _{T,3,1} * MYS	H _{T,3,0}	H _{T,3,1} * MYS	H _{T,3,0}	H _{T,3,0}

* %1 düzeyinde anlamlık ** %5 düzeyinde anlamlılık

MYS: Momentum Yatırım Stratejisi KYS: Karşıt Yatırım Stratejisi

8. SONUÇ

Sermaye piyasaları, ekonomi içinde tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesini sağlarken ekonomideki kaynak dağılımına ve finansal varlıkların fiyat oluşumuna katkı sağlamaktadır. Sermaye piyasalarının etkin işleminde etkili unsurlardan biri de sermaye piyasalarındaki yatırımcıların etkin katılımıdır.

Küreselleşmeyle birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda farklı yatırımcıların farklı ülkelerde işlem yaptıkları ve bu gelişimin son yıllarda hızla arttığı görülmektedir. Bu gelişim, yatırımcılara, bilişim teknolojilerinin de desteğiyle finansal piyasalardaki fırsatlardan hızlı şekilde yararlanma imkanı sunmaktadır. Finansal piyasalardaki fırsatların değerlendirilmesinde özellikle kurumsal yatırımcıların daha etkin oldukları görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelere fon akışı sağlayarak o ülkenin gelişmesini sağlayabilmekte hatta balon dönemlerinde çok hızlı bir iyileşme sağlayabilmektedir. Bununla birlikte kriz dönemlerinde büyük portföylere sahip kurumsal yatırımcıların pozisyonlarını değiştirmeleri, portföylerindeki varlıkları satmaları özellikle gelişmekte olan piyasalarda çöküş etkisi oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasaların gelişimine ivme kazandırdığı kadar gerçekleştirdikleri işlemler ve tercih ettikleri portföy bileşimleriyle de finansal varlıklar üzerinde farklı etkilere sahip olabilmektedir.

Son yıllarda dünyada görülen yüksek büyüme oranları ile birlikte kurumsal yatırımcıların da yönettikleri portföy büyüklüğünün arttığı görülmektedir. Türkiye’de de kurumsal yatırımcıların portföylerinde önemli artışlar gerçekleşmiştir. Ancak bu düzey, gerek GSYİH içindeki payı bakımından gerekse de diğer ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların seviyesinin altındadır. Ancak ekonomideki istikrarın uzun

dönemde de sağlanabilmesi durumunda finansal sistemin gelişmesine katkı sağladığı gibi kurumsal yatırımcıların da hem portföy büyüklüğü hem de sayı bakımından artmasını sağlayacaktır. Türkiye’de kurumsal yatırımcıların gelişmesinin, sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlayacağı da açıktır. Gerek sermaye piyasalarının gerekse kurumsal yatırımcıların gelişmesi için halka arzların kurumsal yatırımcılar aracılığıyla yapılmasının teşvik edilmesinin önemli olacaktır. Ayrıca bireysel yatırımcıların kurumsal yatırımcılarla ilişkilerinin güçlendirilmesine yönelik özendirici faaliyetlerin hayata geçirilmesi faydalı olabilecektir.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında önemli bir paya sahip olmaları sermaye piyasalarının yönü üzerinde etkili olmaktadır. Her bir hisse senedinin tercih edilmesinde kurumsal yatırımcıların farklı gerekçeleri olabilmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalarda, kurumsal yatırımcıların rasyonel yatırımcılar olduğu varsayılmakta, bu yatırımcıların yatırım davranışlarının bilgiye dayalı olduğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan bu yatırımcıların bireysel yatırımcılar kadar rasyonel olmadığına ilişkin çalışmaların bulunduğu görülmektedir. Dolayısıyla kurumsal yatırımcılar her zaman bilgiye dayalı işlem yapmamakta, farklı gerekçelerle farklı hisse senetlerini tercih edebilmektedirler. Hisse senedi tercihlerinde, kurumsal yatırımcıların risk algısı kadar getiri beklentisi de etkili olabilmekte ve buna uygun şekilde diğer kurumsal yatırımcıların takip edilmesine dayanan sürü davranışında bulunabilmektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların yatırım ufkuyla ilişkili olarak izledikleri yatırım stratejisi de hisse tercihlerinde etkili olabilmektedir. Bu yatırımcıların yatırım stratejisi tercihi de doğal olarak hisse senedi getirileri üzerinde etkili olabilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların ihtiyatlı yatırımcı olması özelliğinden dolayı büyük hisse senetlerini, likidite imkanı bakımından işlem görme oranı yüksek hisse senetlerini tercih ettiklerine ilişkin çalışmalar bulunmaktadır.

Çalışma kapsamında yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve yabancı yatırımcı gruplarının hisse senedi tercihleri ve bu tercihlerin sahiplik düzeyindeki farklılıkları incelenmiş ayrıca hisse senetlerinin geçmiş getirileri temelinde bu yatırımcı gruplarının momentum yatırım stratejisine ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcı gruplarının dönemler itibariyle tercih ettiği hisse senedi sayısı ve bu hisselerdeki konsolide sahiplik oranlarının portföy büyüklüğüne, yatırımcı türüne göre değiştiği görülmektedir. Özellikle yabancı yatırımcılarla ilgili olarak genel piyasa içindeki ağırlılığı kullanılmaktadır. Oysa bu yatırımcı grubunun tercihi neticesinde sahiplik düzeyi hisseden hisseye değişebilmektedir. Örneğin 2007 Aralık döneminde yabancı yatırımcıların piyasa değeri bakımından %72'lik paya sahip olmasına karşın aynı dönemde Tcell hisse senedindeki sahiplik oranının %95 seviyesine ulaşmıştır. Dolayısıyla yatırımcı grupları bazı hisse senetlerini daha fazla tercih ederken bazılarını hiç tercih etmemekte ve bazılarını daha az tercih edebilmektedir. Nitekim dönemler itibariyle emeklilik yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri daha az hisse senedini tercih ederken yabancı yatırımcılar daha fazla hisse senedini tercih edebilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların hisse senetlerindeki sahiplik düzeyi diğer yatırımcılar için makul bir yatırım gerekçesi olarak değerlendirildiği kadar gelecek dönemlere yönelik beklentileri de içermektedir. Ancak kurumsal sahipliğin blok olarak dönemler boyunca sabit durması, diğer yatırımcıların getirileri üzerinde

doğrudan bir etkiye sahip olmamaktadır. Bu nedenle bazı çalışmalarda kurumsal sahiplik yerine kurumsal yatırımcılarca yapılan işlemlerin esas alınmıştır.

Yatırımcı gruplarının sahiplik düzeylerine göre alt gruplara ayrılmadan, genel olarak hisse senedi özelliklerine bakıldığında, farklı yatırımcı gruplarının farklı özellikleri tercih ettikleri görülmektedir. Piyasa değeri ve özkaynak büyüklüğü bakımından portföy yönetim şirketleri daha büyük şirketleri tercih ederken, göreceli olarak PD/DD oranı büyük olan şirketlerin yatırım ortaklıklarınca tercih edildiği görülmektedir. F/K ve F/NA oranı açısından ise yabancı yatırımcıların belli bir düzeyin üzerindeki hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Likiditenin bir yansıması olan yüksek ortalama emir büyüklüğünün ve yüksek ortalama işlem miktarının da portföy yönetim şirketlerince tercih edildiği görülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerinde genel bir yaklaşım yerine sahiplik düzeylerine göre alt gruplara ayrılarak değerlendirilmesi daha detaylı inceleme imkanı sunabilmektedir. Bu doğrultuda piyasa değeri büyüklüğüne bakıldığında, yabancı yatırımcıların büyük hisselerde yoğunlaştığı buna karşın yatırım fonlarının diğer yatırımcı gruplarına göre daha küçük hisse senetlerini tercih ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca incelenen tüm yatırımcı gruplarının portföylerine dahil etmedikleri hisse senetlerinin piyasa değerlerinin küçük olduğu görülmektedir.

Yabancı yatırımcılar piyasa değeri büyük hisse senetlerini daha fazla tercih ederken, diğer yatırımcılar düşük piyasa değerine sahip hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler. Ancak en yüksek düzeydeki grup ile seçilmeyen hisse senetlerinden oluşan grubunun piyasa değeri büyüklüğü açısından değerlendirildiğinde, araştırma kapsamındaki bütün yatırımcıların seçilmeyen hisse senetlerine kıyasla büyük hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcı gruplarının özkaynak büyüklüğüne olan yaklaşımlarının piyasa değerine olan yaklaşımlarıyla örtüştüğü, piyasa değeri tercihlerinden belirgin bir farklılaşma görülmemektedir.

PD/DD oranları değerlendirildiğinde yabancı yatırımcıların diğer yatırımcı gruplarından farklı olarak yüksek orana sahip hisseleri daha fazla tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ancak tercih edilmeyen hisselerin de PD/DD oranının yüksek olduğu görülmektedir. Yabancı yatırımcılar bağlamında en fazla tercih edilen hisse senetlerinin PD/DD oranlarıyla tercih edilmeyen hisse senedi oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmamıştır. Ayrıca A tipi menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve portföy yönetim şirketlerinin, PD/DD değeri düşük hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcılar, F/K değeri çok yüksek hisse senetlerini tercih etmezken, daha düşük F/K değerine sahip hisse senetleri tercih etmektedirler. Ortaya çıkan bu durum, F/K oranının gelecek dönemlerdeki kazanç potansiyelini yansıtması ve düşük orana sahip olan hisse senetlerinin kısa dönemde yatırımı geri kazandırması açısından değerlendirilme teorisindeki kullanımıyla tutarlıdır. Yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri, F/K değeri düşük hisse senetlerini daha fazla tercih ederken, emeklilik yatırım fonları F/K değeri yüksek hisse senetlerini daha fazla tercih etmektedirler. Emeklilik yatırım fonlarının bu yaklaşımı, diğer sonuçlarla birlikte incelendiğinde, kazançlarına göre aşırı değerlendirilmesine karşın piyasa değeri yüksek hisse senetlerini veya yüksek kazanç potansiyeli bulunan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Bu tercihlerinde emeklilik yatırım fonlarının daha uzun vadeli yatırım ufkuna sahip olması etkili olduğu düşünülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların, F/NA tercihleri F/K oranına benzer bir yapı sergilemektedir. Göreceli olarak emeklilik yatırım fonları, daha düşük F/NA oranına sahip hisse senetlerini terci ederken, yabancı yatırımcıların tercih etmediği hisse senetlerinin F/NA değerinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Çalışma kapsamındaki kurumsal yatırımcılar, F/NA değeri çok yüksek hisse senetlerini tercih etmezken, düşük F/NA değerine sahip hisse senetleri daha çok tercih etmektedir. Bu yaklaşım şirket değerlemesinde nakit akışlarına önem verdiklerini, likidite bakımından güçlü olan şirketlerin tercih ettiklerini göstermektedir.

Yatırım fonlarının en fazla tercih ettiği hisse senetleri ile en az tercih ettiği hisse senetlerinin F/NA oranı arasında anlamlı farklılık göstermektedir. Yatırım fonları, düşük F/NA oranına sahip hisseleri daha fazla tercih etmektedir. Ortaya çıkan bu tablo, bu yatırımcı grubunun tercihlerinde nakit akışlarına önem verdiğini göstermektedir. Diğer taraftan portföy yönetim şirketleri haricindeki yatırımcı gruplarının tercih etmedikleri hisse senetlerinin F/NA oranlarının en fazla tercih ettikleri hisse senetlerinden daha yüksek değere sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylece portföy yönetim şirketleri dışındaki yatırımcı gruplarının tercihlerinde nakit akışına önem verdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin bu tercihinde uzun dönemli kazançlar yerine kısa dönemli kazanç hedefinin etkili olduğu düşünülmektedir.

Şirketlerin mali yapısındaki likidite gücünün yanında hisse senetlerinin piyasadaki likidite gücü de önemlidir. Piyasadaki likidite gücünün bir göstergesi ortalama emir büyüklüğü ve ortalama işlem miktarı olmaktadır. Ortalama emir büyüklüğünün yüksek olması, işlemlerin blok halinde yapıldığını yansıtırken, düşük seviyede olması, çok sayıda düşük miktarlarla işlem yapıldığını yansıtmaktadır.

Ayrıca ortalama emir büyüklüğü bakımından düşük değere sahip hisse senetlerinde, likidite bakımından kolay işlem yapılabilmesi, yüksek değerlere sahip hisse senetlerinde ise blok işlemlerle fiyat düzeyinin kolayca etkilenebileceği gerekçesiyle yatırımcılarca tercih edilebilmektedir. Nitekim yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerinin belirgin şekilde ortalama emir büyüklüğü yüksek olan hisse senetlerini tercih ettikleri buna karşılık yabancı yatırımcıların ortalama emir büyüklüğü daha düşük hisseleri tercih ettikleri görülmektedir. Yabancı yatırımcıların bu tercihi, küçük portföy sahibi bireysel yatırımcılarca taklit edilmesinin sonucu olabileceği gibi işlem yaparken hisse senedi fiyatlarının çok hızlı değişmesini engellemek amacıyla bu yatırımcı grubunun yaptıkları işlemlerden de kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

Ortalama işlem miktarlarına bakıldığında ise yabancı yatırımcıların daha düşük düzeydeki, portföy yönetim şirketlerinin ise daha yüksek düzeydeki hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Ortalama işlem miktarı ve ortalama emir büyüklüğü bakımından yatırımcı gruplarının en fazla tercih ettikleri hisse senetleri ile tercih etmedikleri arasında anlamlı farklılık görülmekte ve tüm yatırımcı gruplarının oldukça düşük değerlere sahip hisse senetlerini tercih etmedikleri görülmektedir. Ortaya çıkan bu sonuç, yatırımcı gruplarının belirli bir düzeyde işlem gören, likidite gücüne sahip hisseleri tercih ettiklerini yansıtmaktadır.

Hisse senetlerinin ortalama getirileri bakımından yabancı yatırımcılar ve portföy yönetim şirketlerinin yüksek seviyedeki alt gruplarında, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının düşük seviyedeki alt gruplarında oluşan getirilerin daha yüksek olduğu görülmektedir. Tercih edilmeyen hisse senetlerinin ortalama getirisinin ise çok düşük seviyelerdedir.

Yabancı yatırımcıların tercih etmedikleri hisse senetleri ile en fazla tercih ettikleri hisse senetleri arasında ortalama getiriler bakımından istatistiksel olarak anlamlı farklılığa ulaşılmıştır. Bu da yabancı yatırımcıların tercihlerinin ilgili hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olduğu veya getiri odaklı yatırım stratejisini uyguladıkları sonucuna ulaştırmaktadır. Nitekim kurumsal yatırımcı gruplarının momentum stratejilerinin değerlendirilmesinde, yabancı yatırımcıların olumlu geribildirim işleminde buldukları sonucuna ulaşılmıştır. Her iki analizden ortaya çıkan sonuçlar birbiriyle uyumludur.

Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejilerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlere göre farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bununla birlikte bazı yatırımcı gruplarının belirgin bir yatırım stratejisi kullandıkları hatta yatırımcı gruplarının momentum değerlerinde anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların izledikleri yatırım stratejisi, durağan bir yapıda olmamakta ve piyasada oluşan gelişmelere göre zaman içinde değişiklik gösterebilmektedir. Çalışma kapsamında farklı yöntemlerle yatırımcı gruplarının olumlu geri bildirim işlemleri tüm dönemler için test edilirken ayrıca her bir dönem için de değerlendirmeler yapılmıştır.

Salt getirinin kullanıldığı yöntemde yatırım fonları ile yabancı yatırımcılar momentum yatırım stratejisini izlerken, portföy yönetim şirketleri karşıt yatırım stratejisini izlemektedirler. İMKB-100 endeksine göre aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde ise yalnızca yabancı yatırımcıların belirgin bir strateji izlediği, momentum yatırım stratejini uyguladıkları sonucuna ulaşılmıştır. ABD Doları bazında aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde ise yatırım ortaklıklarının momentum yatırım

stratejisini benimsediği portföy yönetim şirketlerinin ise karşıt yatırım stratejisini uyguladıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Piyasadaki eğilimi yansıması amacıyla oluşturulan endeksin kullanıldığı yöntemde ise yatırım ortaklıkları ile yabancı yatırımcılar momentum yatırım stratejisini benimsemektedirler.

Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejileri farklı yöntemlerle incelendiğinde ortaya çıkan sonuçların yatırımcı grubu bazında tutarlı olduğu görülmektedir. Farklı yöntemlerle ortaya koyulan bu sonuçlar, yatırımcıların getiri temelinde bir stratejiye sahip olmadığını veya farklı yöntemlerle de olsa birbiriyle tutarlı olduğunu yansıtmaktadır. Örneğin yatırım ortaklıklarının ABD Doları bazında hesaplanan yöntemde momentum yatırım stratejisi izledikleri sonucuna ulaşılırken, piyasadaki eğilimi yansıtmak üzere oluşturulan endeksin kullanıldığı yöntemde de aynı stratejiyi izledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Yatırım stratejisini belirlemeye yönelik olarak kullanılan yöntemlerden biri ABD Doları bazında aşırı getirilerin kullanıldığı yöntemde ise yabancı yatırımcıların yatırım stratejilerine yönelik belirgin bir sonuca ulaşamamıştır. Ortaya çıkan bu sonuç, bu yatırımcı grubunun ABD Doları bazında aşırı getiriler dikkate almadıklarını işaret etmektedir.

Yatırımcı gruplarının, yatırım stratejileri genel olarak değerlendirildiğinde, yabancı yatırımcıların belirgin şekilde momentum yatırım stratejisini izledikleri ve benzer şekilde yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları da aynı stratejiyi benimsemektedirler. Buna karşın portföy yönetim şirketleri karşıt yatırım stratejini

benimsemektedirler. Bununla birlikte emeklilik yatırım fonlarında belirgin bir yatırım stratejisinin varlığına ilişkin bir sonuca ulaşamamıştır.

Kurumsal yatırımcıların hisse tercihlerine ve yatırım stratejilerine yönelik daha detaylı sonuçlara ulaşabilmesi için daha sık periyotlarla(örneğin günlük) ve konsolide edilmiş veriler yerine her bir hisse senedinde ve kurumsal yatırımcı bazında verilerin kullanılması faydalı olacaktır.

Bu çalışma sonucunda kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerinde etkili özelliklerin belirlenmesinin yanında bu yatırımcıların yatırım stratejilerine ilişkin sonuçlara da ulaşılmıştır. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihleri ve izledikleri yatırım stratejilerinin belirlenmesi, diğer yatırımcıların kararlarında etkili olabileceği gibi bireysel yatırımcıların tercihlerinde de kullanabilmesini sağlamaktadır.

9. KAYNAKÇA

Afşar, M. (2006). *Finansal Sistem ve İşleyişi*. Eskişehir: Gülen Ofset.

Aggarwal, R., Rao, R. P. (1990). Institutional Ownership and Distribution of Equity Returns. *The Financial Review* , 25, 211-229.

Akar, C. (2008). Hisse Senedi Fiyatlarıyla Yabancı İşlem Hacmi Arasında Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (37), 185-191.

Akar, C. (2008). Net Yabancı İşlem Hacmi ile Hisse Senedi Getirileri Arasında Uzun Dönemli İlişki Var mıdır? *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* , 22 (2), 331-338.

Akar, C. (2008). Yabancılar Türkiye'de Pozitif Geri Beslenme Hipotezine Uygun Davranışlar Gösterirler mi? *İMKB Dergisi* , 10 (39), 61-67.

Akel, V. (2006). Türkiye'deki A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Performansının Devamlılığının Parametrik ve Parametrik Olmayan Yöntemlerle Değerlendirilmesi. *10. Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 1-26). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

Akel, V., Kandır, S. Y., Karadeniz, E. (2007). Yatırım Fonu Getirilerini Etkileyen Bazı faktörlerin Analizi. *11. Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 269-281). Zonguldak: Zonguldak Karaelmas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

Akgün, A. (1993). Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Türkiye Üzerine Bir Çalışma. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi* . Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Alemanni, B., Ornelas, J. R. (2008). Behavior and Effects of Equity Foreign Investors on Emerging Markets. *Banco Central Do Brasil Working Paper No:159* , 1-42.

Anson, M. J. (2003). *The Handbook Alternative Assets*. New York: John Wiley & Sons.

Aras, G., Müslümov, A. (2004, Eylül). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans* , 55-68.

Aras, G., Müslümov, A. (2003). *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*. İstanbul: Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği.

Arslan, M. (2002). A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi* (2), 1-23.

Assoe, K., Oumar, S. (2003). Profitability of the Short-Run Contrarian Strategy in Canadian Stock Markets. *Canadian Journal of Administrative Sciences* , 20 (4), 311-319.

Badrinath, S. G., Wahal, S. (2002). Momentum Trading by Institutions. *The Journal of Finance* , 57 (6), 2449-2478.

Badrinath, S. G., Gay, G. D., Kale, J. R. (1989). Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial Safety-Net Hypothesis. *The Journal of Risk and Insurance* , 56 (4), 605-629.

Badrinath, S. G., Kale, J. R., Noe, T. (1995). Of Shepherds, Sheep, and the Cross-autocorrelations in Equity Returns. *The Review of Financial Studies* , 6 (2), 401-430.

Bailey, R. E. (2005). *The Economics of Financial Markets*. New York: Cambridge University Press.

Baker, M., Litov, L., Wachter, J. A., Wurgler, J. (2005). *Can mutual fund managers pick stocks? Evidence from their trades prior to earnings announcements*. New York University Working Paper.

Bär, M., Kempf, A., Ruenzi, S. (2005). Team Management and Mutual Funds. *CFR Working Paper No. 05-10* .

Barak, O. (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Yayınevi.

Barak, O., Demireli, E. (2006). İMKB’de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *10. Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 1-45). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

Barger, T. (1998). *Financial Institutions*. World Bank Publications.

Beaumont, R., Daele, M. v., Frijns, B., Lehnert, T. (2006). On Individual and Institutional Noise Trading. *4th Finance Conference Portuguese Finance Network* (s. 1-21). Porto: Universidade do Porto.

- Bennett, J. A., Sias, R. W., Starks, L. T. (2003). Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences. *The Review of Financial Studies* , 16 (4), 1203-1238.
- Benson, K. L., Tang, G., Tutticci, I. (2008). The Relevance of Family Characteristics to Individual Fund Flows. *Australian Journal of Management*, 32 (3), 419-443.
- Berk, J. B., Green, R. C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy* , 112 (6), 1269–1295.
- Bildik, R., Gülay, G. (2008). Profitability of Contrarian Strategies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *International Review of Finance* , 7 (1-2), 61-87.
- BIS. (2007). *Institutional investors, Global Savings and Asset Allocation*, CGFS No:27. Basel: Committee on the Global Financial System.
- Boehmer, E., Kelley, E. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices. *Review of Financial Studies*, doi:10.1093/rfs/hhp028.
- Boerner, H. (2007). Globalization Creates A New Era: Economies, Regulations, Technologies, Cultures and Financial Markets Come Together. *Corporate Finance Review* (Jan-Feb 2007), Jan-Feb 2007.
- Borensztein, E., Gelos, R. G. (2001). A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds. *CESifo Working Paper Series* , No:564.
- Bowe, M., Domuta, D. (2004). Investor herding during financial crisis: A clinical study of the Jakarta Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal* , 12 (4), 387-418.

Brandt, M. W., Santa-Clara, P., Valkanov, R. (2004). Parametric Portfolio Policies: Exploiting Characteristics in the Cross Section of Equity Returns. *NBER Working Paper No. 10996* .

Brunnermeier, M. K., Nagel, S. (2004). Hedge Funds and The Technology Bubble. *Journal of Finance* , 59 (5), 2013-2040.

Bryan, L. L., Fraser, J. N. (1999). Getting to Global. *The McKinsey Quarterly* (4), 28-37.

Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research* , 18 (2), 207-246.

Cai, F., Zheng, L. (2004). Institutional Trading and Stock Returns. *Finance Research Letters* , 1 (3), 178-189.

Campehouth, G. V. (2004). Aggregate Equity Fund Flows and the Stock Market. *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3900*.

Canbaş, S., Doğukanlı, H. (2001). *Finansal Pazarlar* (3. b.). İstanbul: Beta Yayınları.

Canbaş, S., Kandır, S. Y. (2002). Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi. *İktisat İşletme ve Finans* , 17 (201), 13-19.

Canbaş, S., Kandır, S. Y., Erişmiş, A. (2007). Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* , 44 (512), 15-27.

Canbaş, S., Kandır, S. Y., Erişmiş, A. (2008). İMKB Şirketlerinde Byklk ve Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisinin Analizi. *İMKB Dergisi* , 10 (39), 1-18.

Carmichael, J., Pomerleano, M. (2002). *The Development and Regulation of Non-bank Financial Institutions*. Washington D.C.: World Bank Publications.

Carney, R. (2006, Temmuz). Mega-Trends in Institutional Investing Global Trends Transforming the Industry Today. *An In-Depth Analysis* . Northern Trust.

Chakravarty, S. (2001). Stealth Trading: Which Traders' Trades Move Stock Prices? *Journal of Financial Economics* , 61, 289-307.

Chan, L. K., Lakonishok, J. (1993). Institutional Trades and Intra-Day Stock Price Behavior. *Journal of Financial Economics* , 33 (2), 173-199.

Chan, L. K., Lakonishok, J. (1995). The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades. *Journal of Finance* , 50 (4), 1147-1174.

Chen, H.-L., Jegadeesh, N., Wermers, R. (2000). The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 35 (3), 343-368.

Chen, J., Hong, H., Stein, J. C. (2002). Breadth of Ownership and Stock Returns. *Journal of Financial Economics* , 66 (2-3), 171-205.

Choe, H., Kho, B.-C., Stulz, R. M. (1999). Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997. *Journal of Financial Economics* , 54 (2), 227-264.

Choi, N., Sias, R. W. (2008). Institutional Industry Herding. *2008 FMA Annual Meeting* (s. 1-35). Dallas, Texas: The Financial Management Association International.

Cohen, R. B., Gompers, P. A., Vuolteenaho, T. (2002). Who Underreacts to Cash-Flow News? Evidence from Trading between Individuals and Institutions. *NBER Working Paper No. W8793* , 1-71.

Crane, D. B., Merton, R. C. (1995). *Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School.

Çiçek, M., Öztürk, F. (2007). Yabancı Hisse Senedi Yatırımcıları Türkiye'de Döviz Kuru Volatilitisini Şiddetlendiriyor mu? *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* , 62 (4), 83-107.

Çıtak, L., Gözbaşı, O. (2007). Portföy Yöneticilerinin ve Yatırım Danışmanlarının Yatırım Fonu Seçiminde Dikkate Aldıkları Etkenlerin Bitişme(Konjoint) Analizi ile Değerlendirilmesi. *11. Ulusal Finans Sempozyumu* (s.295-314). Zonguldak: Zonguldak Karaelmas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

Davis, E. (1996). *The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*. Financial Markets Group and ESRC Working Paper.

Davis, J. (2006, Mart). *The Informational Efficiency of Stock Prices: A Review*. 11

Aralık 2008 tarihinde Dimensional Fund Advisors:

http://www.dfaus.com/library/articles/informational_efficiency_of_stock_prices

adresinden alındı

DeLong, B. J., Shleifer, A., Summers, L. H., Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy* , 98 (4), 703-738.

Deloitte. (2007). *Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları Vergilendirilmesi*. İstanbul: Deloitte Türkiye.

Demir, Y., Kocabıyık, T. (2008). Türkiye'de Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Yatırımcıların Portföy Oluştururken Gösterdikleri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* , 24 (1), 181-197.

Demirkan, B. (2006, Temmuz). Sigorta Sektöründe Asimetrik Bilgi Problemi. *Sigorta Araştırmaları Dergisi* , 123-137.

Dennis, P. J., Weston, J. P. (2001). Who's Informed? An Analysis of Stock Ownership and Informed Trading. *AFA 2002 Atlanta Meetings*.

DeQing Li, J. J. (2006). Market noise, investor sentiment, and institutional investors in the ADR market. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* .

Destanoğlu, B. Y. (2004). *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Ding, B., Wermers, R. (2003). Mutual Fund "Stars": The Performance and Behavior of U.S. Fund Managers. *Fund Management Conference*. Quebec, Montreal: Cirano&Mitacs.

Doğanay, M. (2002). Hisse Senedi Fonlarının Çok Kriterli Karar Yaklaşımı ile Derecelendirilmesi. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* , 57 (3), 31-48.

Dowen, R., Bauman, W. (1986). A Fundamental Multifactor Asset Pricing Model. *Financial Analysts Journal* , 42, 45-51.

Dönmez, Ç. A., Karataş, A., Kiraz, F. (2004). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Yabancı Yatırımcıların Performans Analizi. *İktisat İşletme ve Finans* , 19 (225), 95-104.

Durukan, M. B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan Kanıtlar. 8. *Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 137-142). İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi.

Eakins, S. G., Stansell, S. R., Wertheim, P. E. (1998). Institutional Portfolio Composition An Examination Of The Prudent Investment Hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* , 38 (1), 93-109.

Edelen, R. M., Warner, J. B. (2001). Aggregate Price Effects of Institutional Trading: A Study of Mutual Fund Flow and Market Returns. *Journal of Financial Economics* , 59 (2), 195-220.

Edwards, D. (2000, Eylül 28). *Fundamental, Quantitative or Technical: Investors Need a Style*. 10 Ekim 2008 tarihinde TheStreet.com:

<http://www.thestreet.com/funds/managerstoolbox/1100106.html> adresinden alındı

EIRIS. (2007). 11 Aralık 2007 tarihinde Ethical Investment research Services: <http://www.eiris.org/index.htm> adresinden alındı

Eken, M. H., Pehlivan, E. (2009). Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans Ölçümleri ve VZA Analizi. *Maliye Finans Yazıları* , 23 (83), 85-114.

Elton, E. J., Green, T. C., Gruber, M. J. (2005). *The Impact of Mutual Fund Family Membership on Investor Risk*. NYU Working Paper.

Emektar, R., Birgili, E. (2005). Yatırım Fonları ve Performansları. 9. *Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 343-350). Kapadokya/Nevşehir: Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçükkaplan, İ. (2006). *Firma Değerlemesi "Banka Uygulaması"*. İstanbul: Literatür yayıncılık.

Ertaş, V., Tuncel, K., Teker, B. (1997). *Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: SPK Yayınları No:103.

Fabozzi, F. J., Focardi, S. M., Jonas, C. (2008). *Challenges in Quantitative Equity Management*. Charlottesville: The Research Foundation of CFA Institute.

Fabozzi, F. J., Focardi, S., Jonas, C. (2008). Trends in Quantitative Equity Management: Survey Results. M. A. Dempster, G. C. Pflug, & G. Mitra içinde, *Quantitative Fund Management* (s. 3-16). NewYork: Chapman & Hall/CRC.

Falkenstein, E. G. (1996). Preferences for Stock Characteristics As Revealed by Mutual Fund Portfolio. *The Journal of Finance* , 51 (1), 111-135.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical. *Journal of Finance* , 25 (2), 383–417.

Faugère, C., Shawky, H. A. (2003). Volatility and Institutional Investor Holdings in a Declining Market: A Study of Nasdaq during the Year 2000. *Journal of Applied Finance* , 13 (2), 32-42.

Fein, M. L. (2000). *Securities Activities of Banks* (3. b.). New York: Aspen Law & Business Publishers.

Ferreira, M. A., Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around The World. *Journal of Financial Economics* , 88 (3), 499-533.

Ferreira, M., Matos, P. (2006). The Colors of Investors' Money: Which Firms Attract Institutional Investors From Around the World? *Conference on financial globalisation and integration* (s. 1-55). Frankfurt: European Central Bank.

Financial Services Fact Book. (2007). Insurance Information Institute: <http://www.iii.org/financial2/banking/thriftinstitutions/> adresinden alınmıştır

Fobozzi, F., Modigliani, F. (1996). *Capital Markets Institutions and Instruments*. New Jersey: Prentice Hall.

Forner, C., Marhuenda, J. (2003). Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market. *European Financial Management* , 9, 67-88.

Frazzini, A. (2006). The Disposition Effect and Underreaction to News. *Journal of Finance* , 61 (4), 2017-2046.

Funke, N., Blommestein, H. (1998). *Institutional Investors in The New Financial Landscape*. OECD Online Bookshop.

Goetzmann, W. N., Massa, M. (2003). Index Funds and Stock Market Growth. *The Journal of Business* , 76 (1), 1-28.

- Gompers, P. A., Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* , 116 (1), 229-259.
- Gonnard, E., Kim, E. J., Ynesta, I. (2008). Recent Trends in Institutional Investors Statistics. *Financial Market Trends* , 2008/2 (95), 1-22.
- Goriaev, A. P., Nijman, T. E., Werker, B. J. (2002). *The Dynamics of The Impact of Past Performance on Mutual Fund Flows*. Tilburg: CentER, Tilburg University.
- Gökgöz, F. (2007). Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Değerlendirmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 25 (1), 259-291.
- Gönenç, H., Karan, M. B. (2003). Do Value Stocks Earn Higher Returns than Growth Stocks in an Emerging Market? Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting* , 14 (1), 1-25.
- Gregory-Allen, R. B., Shawky, H. A., Stangl, J. (2009). Quantitative vs. Fundamental Analysis in Institutional Money Management: Where's the Beef? *Working Paper* .
- Griffin, J. M., Harris, J. H., Topaloglu, S. (2003). The Dynamics of Institutional and Individual Trading. *Journal of Finance* , 58 (6), 2285-2320.
- Griffin, J. M., Harris, J. H., Topaloglu, S. (2005). Who Drove and Burst the Tech Bubble? *International Center for Finance at Yale School of Management Research Paper Series* , 1-62.

Grinblatt, M., Keloharju, M. (2000). The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics* , 55, 43-67.

Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R. (1995). Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Review* , 85 (5), 1088-1105.

Grossman, S. J., Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review* , 70 (3), 393-408.

Grundy, B. D., Martin, J. S. (2001). Understanding the Nature of the Risks and the Source of the Rewards to Momentum Investing. *Review of Financial Studies* , 14, 29-78.

Gürman, T. (1995). *Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları* (1. b.). Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Gürsoy, G. (2006). Yabancı Hissedarlık ve Kurumsal Yönetim. *İktisat İşletme ve Finans* , 21 (248), 77-89.

Hall, A. D. (2000). *Getting Started in Mutual Fund*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Hessel, C. A., Norman, M. (1992). Financial Characteristics of Neglected and Institutionally Held Stocks. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* , 7 (3), 313-330.

Holden, C. W., Subrahmanyam, A. (1992). Long-Lived Private Information and Imperfect Competition. *Journal of Finance* , 247-270.

Hurn, S., Pavlov, V. (2003). Momentum in Australian Stock Returns. *Australian Journal of Management* , 28 (2), 141-155.

Hurn, S., Pavlov, V. (2008). Momentum in Australian Stock Returns: An Update. *National Centre for Econometric Research Working Paper* (17), 1-17.

ICI. (2007). *2007 Investment Company Fact Book A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry* (47. b.). Washington: Investment Company Institute.

ICI. (2008). *2008 Investment Company Fact Book A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry*. Washington: Investment Company Institute.

ICI. (2009). *2009 Investment Company Fact Book A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry*. Washington: Investment Company Institute.

ICI. (2006, Kasım). *A Guide to Understanding Mutual Funds*. 10 Aralık 2007 tarihinde Investment Company Institute:

http://www.ici.org/funds/inv/bro_understanding_mfs.html adresinden alındı

IMA. (2007). *A Guide to Ethical and Socially Responsible Investment Funds*. London: Investment Management Association .

İnce, H. (2006). Yapay Sinir Ağlarının Portföy Yönetiminde Kullanılması. *İktisat İşletme ve Finans* , 21 (241), 114-127.

Investors: IMA. (2007). <http://www.investmentuk.org>. 11 Aralık 2007 tarihinde

Investment Management Association:

http://www.investmentuk.org/investors/find_fund/list.asp?membername=&IMASector=&MinLumpSum=&MinMthlySaving=&EthicalFund=1&srt=name&cmdList=Submit adresinden alındı

Jegadeesh, N., Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market. *The Journal of Finance* , 48 (1), 65-91.

Jensen, M., Meckling, W. H. (1976). The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 3 (4), 41.

Jambalvo, J., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2002). Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research* , 19 (1), 117-145.

Jones, S. L., Lee, D., Weis, E. (1999). Herding and Feedback Trading by Different Types of Institutions and the Effects on Stock Prices. *Working Paper Indiana University Kelley School of Business* .

Kacperczyk, M., Sialm, C., Zheng, L. (2005). On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *Journal of Finance* , 60 (4), 1983-2011.

Kaminsky, G., Lyons, R. K., Schmukler, S. L. (2004). Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets. *Journal of International Economics* , 64 (1), 113-134.

Kaminsky, G., Lyons, R. K., Schmukler, S. L. (2001). Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview. *The World Bank Economic Review* , 15 (2), 315-340.

Kanalıcı, H. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:77.

Karacabey, A. (1998). *A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi*. Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları No:21.

Karacan, A. İ. (2002). *Mali Piyasalar Üzerine Denemeler*. İstanbul: Creative Yayıncılık.

Karaçor, Z. (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (16), 379-391.

Karatepe, Y., Çelik, A. E. (2007). İMKB'de İşlem Gören Çimento Sektörü Hisse Senetleri Üzerindeki Satışlar/Fiyat Oranı Etkisi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* , 62 (2), 59-74.

Karatepe, Y., Gökgöz, F. (2007). A-Tipi Yatırım fonu Performansının Değerlendirilmesi ve Performans Devamlılık Analizi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* , 62 (2), 75-109.

Karatepe, Y., Gökgöz, F. (2006). Style Analysis of Turkish Equity Mutual Funds. *International Research Journal of Finance and Economics* (2), 88-105.

Kempf, A., Ruenzi, S. (2008). Family Matters: Rankings Within Fund Families and Fund Inflows. *Journal of Business Finance & Accounting* , 35 (1-2), 177-199.

Kempf, A., Ruenzi, S. (2004). Family Matters: The Performance Flow Relationship in the Mutual Fund Industry. *EFMA 2004 Basel Meetings*. Basel.

Kestner, L. (2003). *Quantitative Trading Strategies*. New York: McGraw-Hill Professional.

Khorana, A. (1996). Top Management Turnover: An Investigation of Mutual Fund. *Journal of Financial Economics* , 40 (3), 403-427.

Khorana, A., Servaes, H. (1999). The Determinants of Mutual Fund Starts. *Review of Financial Studies* , 12 (5), 1043-1074.

Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P. (2005). Explaining the size of the mutual fund industry around the world. *Journal of Financial Economics* , 145-185.

Kim, K. A., Nofsinger, J. R. (2005). Institutional Herding, Business Groups, and Economic Regimes:Evidence from Japan. *Journal of Business* , 78 (1), 213-242.

Kırkulak, B. (2007). İMKB'de Halka Açık Şirketlerin Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri. *11. Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 67-85). Zonguldak: Zonguldak Karaelmas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

Kirsch, C. E. (2005). *Mutual Fund Regulation*. New York: Practising Law Institute.

Koçel, T. (2003). *İşletme Yöneticiliği* (9.b.). İstanbul: Beta.

Korkmaz, T., Ceylan, A. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Korkmaz, T., Uygurtürk, H. (2008). Türkiye'deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (15), 114-147.

Korkmaz, T., Uygurtürk, H. (2007). Türkiye'deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü Ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği. *Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 7 (14), 66-93.

Kothare, M., Laux, P. A. (1995). Trading Costs and the Trading Systems for Nasdaq Stocks. *Financial Analysts Journal* , 51 (2), 42-53.

Kovtunenko, B., Sosner, N. (2004). Sources of Institutional Performance. *Working Paper Series* .

Kroszner, R. S. (1998). Testimony of Randall S. Kroszner Before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, April 29, 1998. *CRSP working papers* .

Kyröläinen, P., Perttunen, J. (2005). Investors' Activity and Trading Behavior. *Working Paper* , 1-45.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance* , 49 (5), 1541-1578.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1992). The Impact of Institutional Trading on Stock Prices. *Journal of Financial Economics* , 32, 23-43.

Lee, C. M., Swainathan, B. (2000). Price Momentum and Trading Volume. *The Journal of Finance* , 55 (5), 2017-2070.

Lehavy, R., Sloan, R. G. (2008). Investor Recognition and Stock Returns. *Review of Accounting Studies* , 13 (2-3), 327-361.

Lo, A. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis. *Journal of Portfolio Management* (30th anniversary issue), 15-29.

Madura, J. (2005). *Financial Markets and Institutions* (7th Edition b.). Ohio: South-Western College Publishing.

Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *CEPS Working Paper No:91* , 1-47.

McWhinney, J. (2005, Aralık 5). *A Brief History Of The Mutual Fund*. 17 Eylül 2007 tarihinde Investopedia.com:

<http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/MFhistory.asp> adresinden alındı

Menkhoff, L. (2002). Institutional Investors: The External Costs of a Successful Innovation. *Journal of Economic Issues* , 36 (4), 907-933.

Mergenthaler, K. C. (2007). Man vs. Machine: An Analysis of Fundamental and Quantitative Strategies. *Investment Analytics and Consulting* , 2-4.

Merton, R., Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment. Z. B. Dwight B. Crane içinde, *The Global Financial System A Funtional Perspective* (s. 3-33). Boston: Global Financial System Project Harvard Business School Press.

Mishkin, F. S., Strahan, P. E. (1999). What Will Do to Financial Structure. *Brookings-Wharton: Papers on Financial Services: 1999* , 249-277.

Mishkin, F. (1997). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper No:5600* , 1-56.

Mishkin, S. F., Strahan, P. E. (1999). What Will Technology Do To Financial Structure. R. E. Litan, A. M. Santomero içinde, *Brookings-Wharton: Papers on Financial Services: 1999* (s. 249-277). Washington D.C.: Brookings Institutions Press.

MKK. (2009). *Aylık İstatistiki Veriler*. İstanbul: Merkezi Kayıt Kuruluşu.

Moskowitz, T. J., Grinblatt, M. (1999). Do Industries Explain Momentum? *The Journal of Finance* , 54 (4), 1249-1290.

Muendler, M.-A. (2007). The possibility of informationally efficient markets. *Journal of Economic Theory* , 133 (1), 467-483.

Mukherjee, S., Padgett, C. (2005). Investment Reputation Index: Family Firms vs. Non-Family Firms in The UK. *ICMA Discussion Papers 2005-15* , 1-61.

Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., Kish, R. (1999). Tests of the Contrarian Investment Strategy Evidence from the French and German stock markets. *International Review of Financial Analysis* , 8 (3), 215-334.

Nanda, V., Wang, Z. J., Zheng, L. (2004). Family Values and the Star Phenomenon. *Review of Financial Studies* (17), 667-698.

Nofsinger, J. R., Sias, R. W. (1999). Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *Journal of Finance* , 54 (6), 2263-2296.

OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. (2007). 19 Kasım 2007 tarihinde OECD Statistics: <http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx?DatasetCode=7IA> adresinden alındı

OECD Institutional Investors Statistical Yearbook Vol.2003 Ed.1. (2003). 20 Kasım 2007 tarihinde The OECD's Online Library of Statistical Databases, Books and Periodicals:

http://puck.sourceoecd.org/vl=5968630/cl=31/nw=1/rpsv/statistic/s9_about.htm?jnlis sn=16081072 adresinden alındı

OECD Staff, Oecd, SourceOECD. (2002). *Institutional investors Statistical Yearbook*. OECD Online Bookshop.

Okat, Y. Ö. (2000). Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin At ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kollektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları. *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü* .

Okat, Y. Ö. (2000). *Kollektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kollektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: SPK Yayınları.

Osagie, J., Osho, G. S., Sutton, C. (2005). The Impacts Of Institutional Stock Ownership On Stock Returns And Performance: A Financial Market Perspective. *Journal of Business & Economics Research* , 3 (3), 65-70.

Ovtcharova, G. (2003). Institutional Ownership and Long-Term Stock Returns. *Working Paper* .

Özen, A. (2002). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi. *Maliye Dergisi Eylül-Aralık* (141).

Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:61.

Özütürk, B. (2005). *Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı*. Ankara: SPK.

Özütürk, B. (2005). *Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı*. Ankara: SPK.

Philippas, N. D. (2003). The interaction of mutual funds flows and security returns in emerging markets: The case of Greece. *Hellenic Finance and Accounting Association (HFAA)*. University of Athens.

Rea, J. D., Reid, B. K., Millar, K. W. (1999). Operating Expense Ratios, Assets,. *Investment Company Institute Perspective* (Vol:5 No:5).

Rockel, N. (2009). Looks Like a Hedge Fund, Walks Like a Hedge Fund. *Institutional Investor's Alpha* , 53-57.

Rouwenhorst, K. G. (2007). *The Origins of Mutual Funds*. 17 Ekim 2007 tarihinde K.Geert Rouwenhorst's Home Page: <http://viking.som.yale.edu/geert/origins.html> adresinden alındı

Sarıççek, H. (2006). Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi. *Activeline* (79), 32-34.

Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye Pazarları* (Gözden Geçirilmiş 4. b.). İstanbul: Alfa Yayınları.

Sarıtaş, H. (2006). Portföy Büyüklüğünün Portföy Getirisi Üzerindeki Etkisi. *İktisat İşletme ve Finans* , 21 (241), 105-113.

Sarıtaş, H. (2005). Yatırım Fonu Karakteristiklerinin Getiri Üzerindeki Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (27), 169-175.

Saunders, A., Cornett, M. M. (2007). *Financial Markets and Institutions: An Introduction to The Risk Management Approach*. New York: McGraw-Hill Irwin.

Sayılgan, G. (2003). *İşletme Finansı*. Ankara: Turhan Kitabevi.

Schiereck, D., Bondt, W. D., Weber, M. (1999). Contrarian and Momentum Strategies in Germany. *Financial Analysts Journal* , 55 (6), 104-116.

Sevim, Ş., Yıldız, B., Akkoç, S. (2007). Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *İMKB Dergisi* , 9 (35), 23-39.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets An Introduction to Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press.

Shu, T. (2008). Does Positive-Feedback Trading by Institutions Contribute to Stock Return Momentum? *AFA 2007 Chicago Meetings Paper* , 1-54.

Shu, T. (2009). Trader Composition and the Cross-Section of Stock Returns. *Working Paper* .

Sias, R. W. (2004). Institutional Herding. *The Review of Financial Studies* , 17 (1), 165-206.

Sias, R. W. (1996). Volatility and The Institutional Investor. *Financial Analysts Journal* , 52 (2), 13-20.

Sias, R. W., Starks, L. T. (1997). Return Autocorrelation and Institutional Investors. *Journal of Financial Economics* , 46 (1), 103-131.

Sias, R. W., Starks, L. T., Titman, S. (2006). Changes in Institutional Ownership and Stock Returns: Assessment and Methodology. *Journal of Business* , 79 (6), 2869-2910.

Sias, R. W., Starks, L. T., Titman, S. (2001). The Price Impact Of Institutional Trading. *Working Paper* , .

Sincere, M. (2003). *Understanding Stocks*. New York: McGraw-Hill Professional.

Somuncu, K., Karan, M. B. (2005). Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Etkileri. 9. *Ulusal Finans Sempozyumu* (s. 325-342). Kapadokya/Nevşehir: Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü.

SPK. (2008). *2007/12 Aylık İstatistik Bülteni*. Ankara: SPK.

SPK. (2009). *2008/12 Aylık İstatistik Bülteni*. Ankara: SPK.

SPK. (2008). *2008/4 Aylık İstatistik Bülteni*. Ankara: SPK.

SPK. (2008). *Haftalık Bülten-27*. Özel Durumlar.

SPK. (2008). Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. *SPK* .

Starks, L. T. (2007, Ekim 17). *FMA Online* . 23 Nisan 2009 tarihinde Financial Management Association International :

www.fma.org/FMAOnline/Fall2008/LauraStarks.ppt adresinden alındı

Steven L. Jones, J. M. (2008, Aralık). *Efficient Capital Markets*. 21 Aralık 2008 tarihinde Library Economics Liberty:

<http://www.econlib.org/library/Enc/EfficientCapitalMarkets.html> adresinden alındı

Şahinbeyoğlu, A. (1991). Türkiye'de Yatırım Fonları ve Performans Değerlemesi. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi* . Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şamiloğlu, F. (2006). Şirket Büyüklüğü, Defter Değeri/Piyasa Değeri ve Beklenen Getiriler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ampirik Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (32), 98-106.

Tabb, L. (2005, Ekim). *Perspective - Globalization and Financial Markets*. 29

Kasım 2007 tarihinde The Thomson Corporation:

<http://www.autexservices.com/highlights/101105NewSite.aspx> adresinden alındı

Teker, S., Karakurum, E., & Tav, O. (2008). Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi* , 9 (1), 89-105.

Temizel, F., Meriç, E. (2008). İMKB'de Hisse Senedi Fiyatlarının Gün İçi Yapılarına Dayalı Alternatif Bir Yatırım Stratejisi Önerisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (39), 128-141.

The Financial Services Fact Book. (2007). 4 Kasım 2008 tarihinde Insurance Information Institute: <http://www.iii.org/financial2/banking/thriftinstitutions/> adresinden alındı

The Financial Services Fact Book 2009. (2009). *Assets of Financial Services Sectors by Industry*. 9 Mart 2009 tarihinde <http://www2.iii.org/index.cfm?instanceID=239899> adresinden alındı

The Financial Services Fact Book. (2006). *Assets of Financial Services Sectors by Industry*. 4 Kasım 2008 tarihinde <http://www2.iii.org/financial/today/assets> adresinden alındı

Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt, Ross Eric Levine. (2007). *Finance and Private Sector Research*. 26 Kasım 2007 tarihinde The World Bank: <http://go.worldbank.org/X23UD9QUX0> adresinden alındı

Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt, Ross Eric Levine. (2000). A New Database on Financial Development and Structure (updated in 2007). *World Bank Economic Review* , 14, 597-605.

TKYD. (2008). *Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneği*. 16 Nisan 2008 tarihinde Yatırım Fonları Klavuzu: http://www.kyd.org.tr/T/yatirim_fonlari_k.aspx adresinden alındı

Turner, C. (2004). *International Funds "A Practical Guide to Their Establishment and Operations"*. Oxford: Elsevier Science & Technology.

Unit Investment Trusts (UITs). (2007). 14 Kasım 2007 tarihinde U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/answers/uit.htm> adresinden alındı

Ülkü, N. (2001). Finasta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi* , 5 (17), 101-132.

Wahal, S., McConnell, J. J. (2000). Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia? *Journal of Corporate Finance* , 6 (3), 307-329.

Warther, V. A. (1995). Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns. *Journal of Financial Economics* , 39 (2-3), 209-235.

Wermers, R. (1999). Mutual Fund Herding and The Impact on Stock Prices. *Journal of Finance* , 54 (2), 581-622.

Yalçiner, K., Boztosun, D. (2005). Hisse Senedi Getirilerini Açıklamada Firma Büyüklüğü, Hisse Senedi Betası ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranının Etkinliği. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* , 7 (2), 39-50.

Yang, H.-L., Yang, G. G., Su, S.-H. (2006). Test of the Contrarian Investment Strategy-Evidence from the Taiwan Stock Markets. *9th Joint Conference on Information Sciences* . Kaohsiung: Atlantis-Press.

Yang, J. J. (1999). Does the Contrarian Investment Strategy Work in Taiwan? An Integrated Study. *Proceedings of the National Science Council ROC (C)* , 9 (3), 522-531.

Yıldırım, N. (2006). Firma Büyüklüğü ve Defter Değeri/Piyasa Değeri Etkileri: İMKB Örneği. *İMKB Dergisi* , 8 (31), 1-17.

Yıldız, A. (2006). Yatırım Fonları Performanslarının Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* , 61 (2), 211-234.

Zhang, X., Edwards, F. R. (1998). Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability. *Journal of Financial Services Research* , 13 (3), 257-282.

Zhao, J. (2006). Quant Jocks and Tire Kickers: Does the Stock Selection Process Matter. *Job Market Paper* .

Zhao, X. (2002, Nisan). *The Expansion of Mutual Fund Families*. 21 Aralık 2008 tarihinde <http://www.ncer.org.cn/ecs/pdf/5-23.pdf> adresinden alındı

ÖZET

Kurumsal yatırımcılar, küreselleşmenin de etkisiyle giderek artan bir öneme sahip olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahiplikleri ve yaptıkları işlemler hisse senedi getirilerini doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi getirileri üzerindeki etkiler, yapılan çalışmalarda farklılık göstermektedir.

Türkiye’de kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihleri ve izledikleri stratejilerin belirlenmesi için gerekli verilerin sağlanmasındaki sıkıntılar, bu alandaki çalışmaların da sınırlı olmasına neden olmuştur. Bu çalışmayla yatırımcı gruplarının hisse senedi sahiplikleriyle ilişkili olarak finans yazınına katkı sağlanması amaçlanmıştır. Çalışmada 2005 Ocak – 2007 Temmuz dönemine ilişkin olarak aylık dönemler itibariyle 305 hisse senedindeki dört farklı yatırımcı grubundan yer alan 200 farklı kurumsal yatırımcının (123 A tipi yatırım fonu, 37 emeklilik yatırım fonu, 28 yatırım ortaklığı, 12 portföy yönetim şirketi, yabancı yatırımcıları temsilen 4 farklı aracı kurum) sahiplik oranları, hisse senedi getirileri ve bu yatırımcı gruplarının hisse senedi tercihleri incelenmiştir. Ayrıca yatırımcı gruplarının önceki dönem getirilerine göre yatırım stratejileri farklı yöntemler ve alt dönemler itibariyle araştırılmıştır.

Yatırımcı gruplarının tercihlerine bakıldığında, piyasa değeri düşük olan hisse senetlerini portföyelerine dahil etmedikleri, düşük riskin yansıması olarak yabancı yatırımcıların daha büyük piyasa değerine sahip hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcı gruplarının yüksek F/K değerine sahip hisseleri portföyelerine dahil etmedikleri buna karşın yatırım fonları ve portföy yönetim

şirketlerinin F/K oranı küçük hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

Ortalama işlem miktarı ve ortalama emir büyüklüğü bakımından yatırımcı gruplarınca belirli bir düzeyde işlem gören, likidite gücüne sahip hisseleri tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yatırımcıların F/NA değeri çok yüksek hisse senetlerini tercih etmedikleri, düşük F/NA değerine sahip hisse senetlerini daha çok tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Hisse senedi getirileriyle ilgili olarak yabancı yatırımcıların tercih etmedikleri hisse senetleri ile en fazla tercih ettikleri hisse senetleri arasında ortalama getiriler bakımından istatistiksel olarak anlamlı farklılığa ulaşılmıştır.

Yatırımcı gruplarının önceki dönem getirileri ile ilişkili yatırım stratejileri incelendiğinde kullanılan yöntem ve döneme göre farklılık olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcıların izledikleri yatırım stratejisi, durağan bir yapıda olmamakta ve piyasada oluşan gelişmelerle zaman içinde değişiklik gösterebilmektedir.

Yatırımcı gruplarının, yatırım stratejileri genel olarak değerlendirildiğinde, yabancı yatırımcıların belirgin şekilde momentum yatırım stratejisini izledikleri ve benzer şekilde yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları da aynı stratejiyi benimsemektedirler. Portföy yönetim şirketleri ise karşıt yatırım stratejisini benimsemektedirler. Bununla birlikte farklı yöntemlerde veya alt dönemlerde emeklilik yatırım fonlarında belirgin bir yatırım stratejisinin uygulandığına ilişkin bir sonuca ulaşılamamıştır.

ABSTRACT

The importance of institutional investors has been increasing for many reasons such as globalization. Behaviors of institutional investors, in terms of stock preference, trade behaviours and investment strategies, have direct effect on stock returns. On the other hand, those effects have been found divergent according to outcomes of academic studies made on this topic.

The boredom in gathering data to determine the strategies and stock preferences of institutional investors in Turkey is the main reason for lacking of many studies made in that area. With this thesis, it is aimed to contribute the finance literature in terms of ownership structure of investor groups. In the thesis, four different types of investor groups' (123 type mutual fund, 28 closed-end fund, 12 portfolio management company, 4 different stock brokerage firm to represent foreign investors) ownership rates in 305 stocks, returns of those stocks and stock preferences of those investors are analysed for the period of January 2005 – July 2007 on a monthly basis. In addition to that, investor groups investment strategies *visa vis* previous period returns are studied in terms of different methods and periods.

Looking at the preferences of investor groups, they don't include small cap stocks, because of lower risk, they prefer stocks with high trade volume in the market. Moreover, it is set that foreign investor groups don't prefer stocks with high P/E ratios, very clearly investment funds and portfolio management companies prefer stocks with low P/E ratios. Looking to average transaction amount and average order size, investor groups prefer stocks which have liquidity force. Also it seems that institutional investors favour stocks which have lower P/CF values.

About stocks income, there is a expressive statistical difference between preferred and not preferred stocks in terms of average income.

According to the last term incomes of investor groups, it seems that investment strategies are changing because of method and period. Investment strategy of the institutional investors, is not a fixed structure, it can change according to the changes in the market in different periods.

In searching investor groups' previous returns associated with investment strategies, it is seen that there are different outcomes with different methods used and periods taken into account. But it is set forth that foreign investors and investment funds use momentum strategy while portfolio management companies implement opposite investment strategy. Furthermore it is concluded that investor groups prefer different types of stocks and investment strategies. All the same, with different strategies and different periods, it fall short seeing a marked investment strategy at retirement investment funds.

EK-1: ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ KURUMSAL YATIRIMCILAR

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ A TİPİ YATIRIM FONLARI		
A.BANK (A)TİPİ DEG.YAT.FONU	GARANTI BANK(A)MALIKUR.SEK.FON	MEKSA YAT.(A)TİPİ DEG.FON
A.BANK (A)TİPİ HISSE SEN.FONU	GARANTI BANK(A)YAB.MEN.KIY.FON	MILLENIUM (A)TİPİ DEGİSKEN FON
ABN AMRO BANK(A)TİPİ DEG. FON	GARANTI BANK.(A) KARMA FON	MNG BANK (A)TİPİ DEG.YAT.FONU
ACAR (A) TİPİ DEG. YAT. FONU	GARANTI BANK.(A) TİPİ DEG. FON	NUROL MENKUL (A)TİPİ DEG. FONU
ACAR A TİPİ KARMA FON	GARANTI BANK.(A)İMKB30 END.FON	OYAK (A) TİPİ DEG.YAT.FONU
AK YAT. (A)TİPİ HISSE SEN. FON	GARANTI BANK.A TİPİ OZEL BIR.Y	OYAK BANK (A)TİPİ HISSE SEN.FON
AKBANK (A) SABANCI HOL. IST. F	GARANTI YAT.(A)TİPİ DEG. FON	OYAK BANK A TİPİ İMKB30 END. F
AKBANK (A) TİPİ DEGİSKEN FON	GARANTI YATIRIM A TİPİ PORT.YO	PAMUKBANK (A)TİPİ DEG.YAT.FONU
AKBANK (A)TİPİ HISSE SEN. FONU	GEDİK YAT.(A) TİPİ KARMA FON	RAYMOND JAMES MENKUL A TİPİ DE
AKBANK (A)TİPİ İMAL.SEKT. FONU	GEDİK YAT.(A)TİPİ HISSE SEN.FO	S&P/İFCİ TÜRKİYE A TİPİ AKBANK
AKBANK (A)TİPİ İMKB30 END.FONU	GLOBAL A TİPİ DEG.PİRİ REİS FO	SANKO MENKUL (A) TİPİ DEG.FON
AKBANK (A)TİPİ KARMA FONU	GLOBAL M.D.(A) TİPİ KARMA FONU	SEKERBANK (A) TİPİ DEG. FON
AKBANK (A)TİPİ TEK. SEK. FONU	GLOBAL MEN(A) İMKB100 END.FON	SİNİ KALKINMA BANK.(A)DEG.FON
AKBANK Özel Bank. (A)TİPİ Değ. Fon	GLOBAL MEN(A)TİPİ DEG. YAT.FON	STRATEJİ A TİPİ RİSK YON.HİSSE
AKBANK(A)TİPİ MALİ KUR.SEK.FON	HAK MENKUL (A)TİPİ DEG.YAT.FON	STRATEJİ MEN.(A)TİPİ DEG.FONU
ANADOLUBANK (A) TİPİ DEG.FON	HALK BANK.(A)KARMA YAT. FONU	T.EKONOMİ BANK.(A) KARMA FON
ATA YAT.(A) TİPİ DEGİSKEN FONU	HALK BANK.A TİPİ DEG.YAT.FONU	TACİRLER MEN.(A) KARMA FON
ATA YAT.(A) TİPİ KARMA FON	HSBC BANK (A) TİPİ DEG. FONU	TACİRLER MEN.(A)TİPİ DEG.FON
ATA YAT.(A)TİPİ ULUSAL 30 FON	HSBC YAT. (A) HISSE SEN.FON	TAİB YAT.(A)TİPİ DEG.YAT.FON
BASKENT A TİPİ DEG.FONU	HSBC YAT.(A) İMKB30 END. FONU	TEB VARLIK YON.HİZ.A TİPİ DEG.
BAYINDIR MEN.(A)TİPİ KARM. FON	İTER YAT.(A) TİPİ KARMA FONU	TEB YATIRIM (A) HISSE SEN.FON
BENDER (A)TİPİ DEG.YAT.FON	İTER YAT.(A)TİPİ HISSE SEN.FON	TEKSTİL BANK.(A) HISSE SEN.FON
BİZİM MEN.(A)TİPİ HISSE SEN.FON	İS BANK.(A)İMKB MET.ES.END.FON	TEKSTİL MEN.(A) TİPİ DEG.FON
BİZİM MENKUL A TİPİ İNŞAAT FON	İS BANKASI (A) İMKB30 END.FON	TSKB A TİPİ HISSE SENEDİ FONU
DENİZBANK (A)TİPİ HISSE SEN. F.	İS BANKASI (A) TİPİ DEG.FON	TÜRK EKONOMİ BANK.A TİPİ DEG.F
DENİZBANK(A)TİPİ İMKB100 END.F	İS BANKASI (A) TİPİ HISSE FONU	TÜRKİSH YAT.(A) TİPİ DEG.FON
DENİZBANK(A)TİPİ DEG.YAT.FON	İS BANKASI (A) TİPİ İSTİRAK FO	VAKİFBANK (A) İMKB30 END.FONU
DENİZBANK(A)TİPİ KARMA FON	İS BANKASI (A)İMKB TEK.END.FON	VAKİFBANK (A) TİPİ DEG.YAT.FON
DUNDAS UNLU (A) TİPİ DEG.FON	İS BANKASI (A)KAR.KUMBARA FONU	VAKİFBANK (A)KARMA İLK ADIM.F
ECZACIBASI (A)TİPİ DEG.FONU	İS BANKASI(A) İMKB MALİ END.FO	VAKİFLAR BANK.A KARMA BEREKET
ECZACIBASI (A)TİPİ KARMA FONU	İS YATIRIM (A)TİPİ DEG.YAT.FON	YAPI KREDİ A TİPİ KARMA FON
ECZACIBASI MENKUL A TİPİ HISSE	İSVİCRE SİGORTA (A)TİPİ DEG.FON	YAPI KREDİ BANKASI A TİPİ YAB.
EVGİN M.D.(A) TİPİ DEG. FON	KALKINMA BANK.(A) TİPİ DEG.FON	YAPIKREDİ BANK.(A)HİSSE FON
EVGİN M.D.(A) TİPİ KARMA FONU	KALKINMA YAT.(A) TİPİ DEG.FON	YAPIKREDİ BANK.(A)KARMA FON
İNŞAN YAT.(A) TİPİ DEG. FONU	KALKINMA YAT.(A)TİPİ HISSE FON	YAPIKREDİ YAT(A)İMKB30 END.FON
İNŞAN YAT.(A) TİPİ KARMA FON	KENT YAT.(A)TİPİ DEG. FONU	YAPIKREDİ YATIRIM (A)DEG.FON
İNŞANBANK (A) DEG. FON	KOC YAT. (A) TİPİ DEG. FONU	YATIRIM İNŞANMAN (A)DEG.FON
İNŞANBANK(A)TİPİ HISSE SEN.FON	KOC YAT.(A)KOC SİRKET.İST.FON	ZİRAAT BANKASI (A) KARMA FONU
FORTIS BANK (A)TİPİ DEGİSKEN F	KOCBANK (A) TİPİ DEGİSKEN FON	ZİRAAT BANKASI (A)TİPİ DEG.FON
FORTIS YAT.(A)TİPİ İMKB30 END.	KOCBANK (A) TİPİ HISSE FONU	ZİRAAT BANKASI A TİPİ İMKB30 E
FORTIS YATIRIM A TİPİ HISSE FO	KOCBANK (A) TİPİ KARMA FONU	ZİRAAT YATIRIM (A)TİPİ DEG.FON

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF.
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ (BEYAZ)EYF	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF.
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK BÜYÜME AMAÇ.HİSSE SEN	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI ESNEK EY	ALLIANZ H.E.A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF	ALLIANZ H.E.A.Ş. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 ENDEKSİ EYF
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	ALLIANZ HAYAT VE EMEK.A.Ş. GRUP.YÖNE. BÜYÜME AMAÇ.ESNEK EYF
ANADOLU HAYAT VE EMEK.A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK TURUNCU EYF	ING EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF
AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF	ING EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF
AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	ING EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAY A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEK.YAT.FONU	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI GRUP ESNEK EYF.
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAY. A.Ş. GELİR AMAÇ. KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇLARI EYF	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF
BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK [TL] GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU
BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU	

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ YATIRIM ORTAKLIKLARI	
Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş.	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Atlantis Yatırım Ortaklığı A.Ş.	İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Avrasya Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Deniz Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Egeli-Co. Yatırım Ortaklığı A.Ş.	TSKB Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ	
Abn Amro Portföy Yönetimi	İsviçre Portföy Yönetimi
Fortis Portföy Yönetimi	İktisat Portföy Yönetimi
Deniz Portföy Yönetimi	İnter Portföy Yönetimi
Eczacıbaşı-UBP Portföy Yönetimi	İş Portföy Yönetimi
Finans Portföy Yönetimi	Kent Portföy Yönetimi
Global Portföy Yönetimi	Oyak Portföy Yönetimi

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ YATIRIM ORTAKLIKLARI	
Citibank Menkul Değerler A.Ş. (Yabancı)	Garanti Bank (Yabancı)
Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş.	Türk Ekonomi Bank (Yabancı)

EK-2: ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ HİSSE SENETLERİ

ARAŞTIRMA KAPSAMINDAKİ HİSSE SENEDİ İŞLEM KODLARI							
ACIBD	ARMDA	CLEBI	EMKEL	HZNDR	LINK	SAGYO	TTRAK
ADANA	ASELS	CMBTN	EMNIS	IDAS	LOGO	SAHOL	TUDDF
ADBGR	ASLAN	CMEN	ENKAI	IHEVA	MAALT	SANKO	TUKAS
ADEL	ASUZU	COMDO	EPLAS	IHLAS	MMART	SARKY	TUMTK
ADNAC	ASYAB	CRDFA	ERBOS	INDES	MEMSA	SASA	TUPRS
AEFES	ATEKS	CYTAS	EREGL	INTEM	MERKO	SEKFK	UCAK
AFMAS	AVIVA	DARDL	ERSU	IPMAT	MIGRS	SELEC	ULKER
AFYON	AYEN	DENCM	ESCOM	ISAMB	MIPAZ	SELGD	UNYEC
AGYO	AYGAZ	DENIZ	ESEMS	ISCTR	MNDRS	SILVR	USAK
AKALT	BAGFS	DENTA	FENER	ISFIN	MRDIN	SISE	VAKBN
AKBNK	BAKAB	DERIM	FFKRL	ISGSY	MRSHL	SKBNK	VAKFN
AKCNS	BANVT	DESA	FINBN	ISGYO	MTEKS	SKPLC	VAKKO
AKENR	BFREN	DEVA	FMIZP	ISMEN	MUTLU	SKTAS	VANET
AKGRT	BIMAS	DGATE	FNSYO	ISYAT	NETAS	SNGYO	VARYO
AKIPD	BJKAS	DGGYO	FONFK	IZMDC	NTHOL	SNPAM	VESBE
AKMGY	BOLUC	DGZTE	FORTS	IZOCM	NTTUR	SODA	VESTL
AKSA	BOSSA	DITAS	FRIGO	KAREL	NUHCM	TATKS	VKFRS
AKSUE	BOYNR	DMSAS	FROTO	KARSN	OKANT	TAVHL	VKGYO
AKYO	BRISA	DNZYO	GARAN	KARTN	OLMKS	TBORG	VKING
ALARK	BROVA	DOAS	GARFA	KCHOL	OTKAR	TCELL	YATAS
ALBRK	BRSAN	DOBUR	GENTS	KENT	PARSN	TEBNK	YAZIC
ALCAR	BRYAT	DOHOL	GEREL	KERTV	PEGYO	TEKFK	YKBNK
ALCTL	BSHEV	DURDO	GIMA	KIPA	PENGD	TEKST	YKFIN
ALGYO	BSKYO	DYHOL	GLYHO	KLBMO	PETKM	TEKTU	YKGYO
ALKA	BSOKE	DYOBY	GOLDS	KLMSN	PETUN	THYAO	YKRYO
ALKIM	BTCIM	ECBYO	GOLTS	KNFRT	PIMAS	TIRE	YKSGR
ALNTF	BUCIM	ECILC	GOODY	KONYA	PINSU	TKBNK	YUNSA
ALTIN	BURCE	ECYAP	GRUND	KORDS	PKART	TKFEN	YYGYO
ALYAG	BURVA	ECZYT	GSDHO	KOZAD	PNSUT	TOASO	ZOREN
ANACM	CARFA	EDIP	GSRAY	KRDMA	PRKAB	TRCAS	
ANELT	CARFB	EGEEN	GUBRF	KRDMB	PRKTE	TRKCM	
ANHYT	COLLA	EGGUB	GUSGR	KRDMD	PRTAS	TRNSK	
ANSGR	CELHA	EGPRO	HALKB	KRSTL	PTOFS	TSKB	
ARCLK	CEMTS	EGSER	HEKTS	KRTEK	RAYSG	TSPOR	
ARENA	CIMSA	EGYO	HURGZ	KUTPO	RYSAS	TTKOM	

EK-3: KURUMSAL YATIRIMCILARDA 10. ALT GRUP İLE 1. ALT GRUP ARASINDAKİ FARKLILIĞA İLİŞKİN TEMEL İSTATİSTİK VERİLERİ

Tablo 43 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-371756.7723	973326.33853	-2.505	42	.016	-371756.77226	-671302.4054	-72211.1391
Piyasa Değeri	-196747.5434	312864.02288	-4.124	42	.000	-196747.54342	-293032.8777	-100462.2092
Özsermaye	28476.8895	117919.25308	1.584	42	.121	28476.88945	-7813.3001	64767.0790
PD/DD	-2.0102	1.54118	-8.553	42	.000	-2.01018	-2.4845	-1.5359
FK	-15.7755	28.35712	-3.648	42	.001	-15.77552	-24.5025	-7.0485
FNA	-8.2310	8.56249	-6.304	42	.000	-8.23104	-10.8662	-5.5959
Ortalama Emir Büyüklüğü	.8517	838.96015	.007	42	.995	.85172	-257.3421	259.0455
Getiri	-,0077	,04192	-1,208	42	,234	-,00772	-,0206	,0052

Tablo 44 Emeklilik Yatırım Fonlarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-7117.6007	1486925.60855	-.031	42	.975	-7117.60072	-464725.7587	450490.5572
Piyasa Değeri	-139617.2444	267322.29315	-3.425	42	.001	-139617.24443	-221886.9030	-57347.5859
Özsermaye	26147.3376	152481.23296	1.124	42	.267	26147.33755	-20779.4594	73074.1345
PD/DD	-.7080	1.68988	-2.748	42	.009	-.70804	-1.2281	-.1880
FK	7.3823	17.42035	2.779	42	.008	7.38234	2.0211	12.7435
FNA	-2.5710	18.85760	-.894	42	.376	-2.57103	-8.3745	3.2325
Ortalama Emir Büyüklüğü	149.8807	685.61141	1.434	42	.159	149.88065	-61.1194	360.8807
Getiri	-,0036	,04298	-,547	42	,587	-,00358	-,0168	,0096

Tablo 45 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-854784.3762	1532866.26694	-3.657	42	.001	-854784.37617	-1326530.9819	-383037.7704
Piyasa Değeri	-1079942.6863	420142.40411	-	42	.000	-	-1209243.4331	-950641.9395
Özsermaye			16.855			1079942.68631		
PD/DD	-354138.5269	134574.20872	-	42	.000	-354138.52695	-395554.3553	-312722.6986
FK			17.256					
FNA	-.3493	1.62974	-1.405	42	.167	-.34929	-.8508	.1523
Ortalama Emir Büyüklüğü	-.7279	8.95576	-.533	42	.597	-.72789	-3.4841	2.0283
Getiri	.7668	7.58175	.663	42	.511	.76681	-1.5665	3.1001
	-563.1283	1224.92693	-3.015	42	.004	-563.12828	-940.1052	-186.1514
	-,0127	,06100	-1,366	42	,179	-,01271	-,0315	,0061

Tablo 46 Portföy Yönetim Şirketlerinde En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-1324197.7111	3047718.00314	-2.849	42	.007	-1324197.71106	-2262146.8683	-386248.5538
Piyasa Değeri	-850352.6179	698769.64721	-7.980	42	.000	-850352.61786	-1065402.1733	-635303.0624
Özsermaye	-252172.7326	494888.37923	-3.341	42	.002	-252172.73264	-404476.8952	-99868.5701
PD/DD	-.5981	.94944	-4.131	42	.000	-.59813	-.8903	-.3059
FK	-11.1982	33.01510	-2.224	42	.032	-11.19818	-21.3587	-1.0376
FNA	5.5986	22.69041	1.618	42	.113	5.59858	-1.3845	12.5817
Ortalama Emir Büyüklüğü	-491.1649	848.24450	-3.797	42	.000	-491.16489	-752.2160	-230.1138
Getiri	-,0033	,08081	-,270	42	,788	-,00333	-,0282	,0215

Tablo 47 Yabancı Yatırımcılarda En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	1814421.5954	1265212.62924	9.404	42	.000	1814421.59544	1425046.6211	2203796.5698
Piyasa Değeri	4084209.8986	774052.03569	34.600	42	.000	4084209.89856	3845991.8437	4322427.9534
Özsermaye	1592338.4573	219395.24789	47.593	42	.000	1592338.45730	1524818.5661	1659858.3485
PD/DD	1.2809	.62227	13.498	42	.000	1.28090	1.0894	1.4724
FK	-.2772	12.71546	-.143	42	.887	-.27724	-4.1905	3.6360
FNA	-.8487	5.50958	-1.010	42	.318	-.84869	-2.5443	.8469
Ortalama Emir Büyüklüğü	1979.8721	6346.13065	2.046	42	.047	1979.87213	26.8214	3932.9229
Getiri	,0082	,05790	,927	42	,359	,00819	-,0096	,0260

Tablo 48 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-204824.5228	859106.44215	-1.563	42	.125	-204824.52285	-469218.4604	59569.4147
Piyasa Değeri	-231127.0750	299951.88922	-5.053	42	.000	-231127.07501	-323438.6411	-138815.5090
Özsermaye	22040.3522	101116.62613	1.429	42	.160	22040.35220	-9078.7520	53159.4564
PD/DD	-1.9327	1.67061	-7.586	42	.000	-1.93271	-2.4469	-1.4186
FK	-23.5823	31.72192	-4.875	42	.000	-23.58232	-33.3449	-13.8198
FNA	-8.4860	9.56631	-5.817	42	.000	-8.48602	-11.4301	-5.5419
Ortalama Emir Büyüklüğü	82.0518	786.72872	.684	42	.498	82.05177	-160.0676	324.1711
Getiri	-,0082	,04018	-1,339	42	,188	-,00821	-,0206	,0042

Tablo 49 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Emeklilik Yatırım Fonları En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	18163.3458	1326848.80437	.090	42	.929	18163.34577	-390180.4434	426507.1350
Piyasa Değeri	-136781.9029	283636.86922	-3.162	42	.003	-136781.90290	-224072.4469	-49491.3589
Özsermaye	96753.7640	98640.16051	6.432	42	.000	96753.76398	66396.8034	127110.7246
PD/DD	-2.2056	1.39909	-10.337	42	.000	-2.20558	-2.6362	-1.7750
FK	-16.4992	31.37105	-3.449	42	.001	-16.49920	-26.1538	-6.8446
FNA	-8.0735	8.55046	-6.192	42	.000	-8.07351	-10.7050	-5.4421
Ortalama Emir Büyüklüğü	236.2001	821.79263	1.885	42	.066	236.20012	-16.7103	489.1106
Getiri	-,0040	,03867	-,679	42	,501	-,00400	-,0159	,0079

Tablo 50 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları- Portföy Yönetim Şirketleri En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	-220521.4820	732480.94778	-1.974	42	.055	-220521.48200	-445945.8444	4902.8804
Piyasa Değeri	-143519.1903	243953.79506	-3.858	42	.000	-143519.19029	-218597.0867	-68441.2939
Özsermaye	40454.8143	75973.51980	3.492	42	.001	40454.81433	17073.6161	63836.0126
PD/DD	-1.7857	1.67058	-7.009	42	.000	-1.78571	-2.2998	-1.2716
FK	-18.4374	29.57271	-4.088	42	.000	-18.43743	-27.5386	-9.3363
FNA	-6.4065	7.75685	-5.416	42	.000	-6.40646	-8.7937	-4.0193
Ortalama Emir Büyüklüğü	-17.8590	767.79947	-.153	42	.880	-17.85903	-254.1528	218.4348
Getiri	-,0039	,05127	-,504	42	,617	-,00394	-,0197	,0118

Tablo 51 Kurumsal Yatırımcılar En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup ile En Az Sahiplik Oranına Sahip Grup Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	1835210.1718	1236767.50560	9.730	42	.000	1835210.17178	1454589.3143	2215831.0292
Piyasa Değeri	3989098.3558	750872.81905	34.837	42	.000	3989098.35579	3758013.8109	4220182.9007
Özsermaye	1596276.0850	197934.35761	52.884	42	.000	1596276.08500	1535360.8810	1657191.2890
PD/DD	.5775	1.10693	3.421	42	.001	.57745	.2368	.9181
FK	-15.8005	24.74222	-4.188	42	.000	-15.80047	-23.4150	-8.1859
FNA	-6.5235	8.02039	-5.334	42	.000	-6.52353	-8.9918	-4.0552
Ortalama Emir Büyüklüğü	1869.0173	5553.41833	2.207	42	.033	1869.01727	159.9274	3578.1072
Getiri	,0093	,05757	1,061	42	,295	,00932	-,0084	,0270

* Yatırımcı grupları, incelenen dönemler itibariyle hisse senetlerindeki sahiplik oranlarına göre sınıflandırılmıştır. Buna göre 1. grupta yer alan hisse senetleri yatırımcı grubunca tercih edilmiş olsa da o dönem itibariyle en az seviyede sahip olunan hisse senetlerinden oluşmaktadır. 10. grup ise yatırımcı grubu portföyünde en yüksek sahiplik düzeyindeki hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bununla birlikte incelenen hisse senetlerinden ilgili yatırımcı grubunun portföyünde bulunmayan hisse senetleri de 0(sıfır) seviyesinde gruplandırılmıştır.

EK-4: KURUMSAL YATIRIMCILARDA 10. ALT GRUP İLE 0. ALT GRUP ARASINDAKİ FARKLILIĞA İLİŞKİN TEMEL İSTATİSTİK VERİLERİ

Tablo 52 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonlarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	154071.7504	327717.42494	3.083	42	.004	154071.75040	53215.2137	254928.2871
Piyasa Değeri	177812.7167	69371.55381	16.808	42	.000	177812.71667	156463.3036	199162.1297
Özsermaye	167212.8885	48494.34891	22.611	42	.000	167212.88855	152288.5308	182137.2463
PD/DD	-1.4547	.60273	-15.826	42	.000	-1.45468	-1.6402	-1.2692
FK	-19.5340	10.60993	-12.073	42	.000	-19.53399	-22.7992	-16.2687
FNA	-19.7210	8.85815	-14.599	42	.000	-19.72101	-22.4471	-16.9949
Ortalama Emir Büyüklüğü	218.8289	276.76644	5.185	42	.000	218.82893	133.6528	304.0051
Getiri	,0036	,03687	,639	42	,527	,00359	-,0078	,0149

Tablo 53 Emeklilik Yatırım Fonlarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	640032.4821	1313283.01565	3.196	42	.003	640032.48208	235863.6264	1044201.3377
Piyasa Değeri	211842.2131	124731.71399	11.137	42	.000	211842.21314	173455.4576	250228.9687
Özsermaye	233157.8191	120667.54915	12.670	42	.000	233157.81906	196021.8288	270293.8093
PD/DD	-1.3711	.55942	-16.072	42	.000	-1.37109	-1.5433	-1.1989
FK	-12.2967	17.66979	-4.563	42	.000	-12.29673	-17.7347	-6.8588
FNA	-14.0351	7.53872	-12.208	42	.000	-14.03511	-16.3552	-11.7150
Ortalama Emir Büyüklüğü	551.7878	546.67346	6.619	42	.000	551.78780	383.5465	720.0291
Getiri	,0000	,02671	-,010	42	,992	-,00004	-,0083	,0082

Tablo 54 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	50067.8461	407238.95217	.806	42	.425	50067.84606	-75261.8044	175397.4965
Piyasa Değeri	50420.4810	43987.98152	7.516	42	.000	50420.48102	36882.9785	63957.9836
Özsermaye	72954.8931	35329.62908	13.541	42	.000	72954.89308	62082.0381	83827.7480
PD/DD	-.5297	1.85312	-1.874	42	.068	-.52970	-1.1000	.0406
FK	-19.3329	8.05214	-15.744	42	.000	-19.33289	-21.8110	-16.8548
FNA	-11.4123	8.19690	-9.130	42	.000	-11.41229	-13.9349	-8.8897
Ortalama Emir Büyüklüğü	67.5959	256.76437	1.726	42	.092	67.59592	-11.4245	146.6163
Getiri	,0012	,03749	,212	42	,833	,00121	-,0103	,0127

Tablo 55 Portföy Yönetim Şirketlerinde En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	1662969.4631	2238717.48334	4.871	42	.000	1662969.46314	973993.9166	2351945.0096
Piyasa Değeri	100707.5835	349691.96944	1.888	42	.066	100707.58351	-6911.7197	208326.8868
Özsermaye	191004.1190	402659.61915	3.111	42	.003	191004.11901	67083.7793	314924.4588
PD/DD	-1.0351	.56009	-12.119	42	.000	-1.03512	-1.2075	-.8628
FK	-15.2780	17.99642	-5.567	42	.000	-15.27804	-20.8165	-9.7396
FNA	-4.9532	21.25622	-1.528	42	.134	-4.95317	-11.4949	1.5885
Ortalama Emir Büyüklüğü	966.7557	872.59550	7.265	42	.000	966.75571	698.2105	1235.3010
Getiri	,0041	,04312	,623	42	,537	,00409	-,0092	,0174

Tablo 56 Yabancı Yatırımcılarda En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	1993583.9991	1137236.37739	11.495	42	.000	1993583.99913	1643594.3017	2343573.6966
Piyasa Değeri	4238748.9284	838091.21694	33.165	42	.000	4238748.92842	3980822.5226	4496675.3343
Özsermaye	1652042.7876	236346.23064	45.836	42	.000	1652042.78763	1579306.1540	1724779.4213
PD/DD	-.2800	1.14131	-1.609	42	.115	-.28002	-.6313	.0712
FK	-31.0371	17.91889	-11.358	42	.000	-31.03705	-36.5517	-25.5224
FNA	-24.4661	8.89129	-18.044	42	.000	-24.46609	-27.2024	-21.7298
Ortalama Emir Büyüklüğü	2042.7497	6357.27724	2.107	42	.041	2042.74973	86.2686	3999.2309
Getiri	,0201	,05040	2,614	42	,012	,02009	,0046	,0356

Tablo 57 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	217804.5186	223823.18028	6.381	42	.000	217804.51862	148921.9110	286687.1262
Piyasa Değeri	162616.7970	51898.33143	20.547	42	.000	162616.79697	146644.8481	178588.7459
Özsermaye	152063.7386	27881.72199	35.764	42	.000	152063.73863	143483.0111	160644.4661
PD/DD	-.9823	1.33530	-4.824	42	.000	-.98227	-1.3932	-.5713
FK	-17.4601	11.40510	-10.039	42	.000	-17.46013	-20.9701	-13.9502
FNA	-17.2892	9.25887	-12.245	42	.000	-17.28925	-20.1387	-14.4398
Ortalama Emir Büyüklüğü	214.1634	177.35776	7.918	42	.000	214.16343	159.5808	268.7461
Getiri	,0047	,03469	,896	42	,375	,00474	-,0059	,0154

Tablo 58 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Emeklilik Yatırım Fonları En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	571002.8281	750948.66910	4.986	42	.000	571002.82809	339894.9400	802110.7162
Piyasa Değeri	242633.5458	85911.85506	18.520	42	.000	242633.54582	216193.7794	269073.3122
Özsermaye	228784.9349	80627.46744	18.607	42	.000	228784.93486	203971.4629	253598.4068
PD/DD	-1.4940	.65139	-15.040	42	.000	-1.49399	-1.6945	-1.2935
FK	-17.0568	12.08979	-9.252	42	.000	-17.05682	-20.7775	-13.3361
FNA	-19.0272	9.46622	-13.181	42	.000	-19.02722	-21.9405	-16.1139
Ortalama Emir Büyüklüğü	414.6482	348.83237	7.795	42	.000	414.64816	307.2934	522.0029
Getiri	,0040	,03867	,679	42	,501	,00400	-,0079	,0159

Tablo 59 A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları- Portföy Yönetim Şirketleri En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	196104.4858	232971.74288	5.520	42	.000	196104.48579	124406.3662	267802.6054
Piyasa Değeri	142854.4883	52522.48083	17.835	42	.000	142854.48834	126690.4546	159018.5221
Özsermaye	137195.1500	24867.03979	36.178	42	.000	137195.14997	129542.2047	144848.0952
PD/DD	-1.1652	1.08380	-7.050	42	.000	-1.16516	-1.4987	-.8316
FK	-17.1537	11.76976	-9.557	42	.000	-17.15372	-20.7759	-13.5315
FNA	-17.8359	9.76270	-11.980	42	.000	-17.83588	-20.8404	-14.8314
Ortalama Emir Büyüklüğü	202.6247	167.81984	7.917	42	.000	202.62468	150.9774	254.2720
Getiri	,0044	,03604	,805	42	,425	,00443	-,0067	,0155

Tablo 60 Kurumsal Yatırımcılar En Yüksek Sahiplik Oranına Sahip Grup(10) ile Seçilmeyen Hisse Senetlerinden Oluşan Grup(0) Arasındaki Farklılık

	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ortalama İşlem Miktarı	1977469.4086	1112948.34468	11.651	42	.000	1977469.40861	1634954.4644	2319984.3529
Piyasa Değeri	4145166.4124	818479.62216	33.210	42	.000	4145166.41242	3893275.5646	4397057.2603
Özsermaye	1652219.3773	212762.90126	50.922	42	.000	1652219.37733	1586740.6212	1717698.1335
PD/DD	-.3044	1.69100	-1.180	42	.245	-.30435	-.8248	.2161
FK	-29.9779	20.05595	-9.801	42	.000	-29.97786	-36.1502	-23.8056
FNA	-26.2942	14.13245	-12.200	42	.000	-26.29418	-30.6435	-21.9448
Ortalama Emir Büyüklüğü	1898.8649	5536.69525	2.249	42	.030	1898.86494	194.9217	3602.8082
Getiri	,0212	,05092	2,724	42	,009	,02115	,0055	,0368

* İncelenen her bir dönemde, yatırımcı grubunun sahiplik oranına göre hisse senetleri sıralanmış ve yüzdeler dilimlerine göre 10 gruba ayrılmıştır. Yatırımcı grubunun tercih etmediği hisse senetleri ayrıca gruplandırılmıştır. Örneğin, 1. Dönemde ABC hisse senedi, Yabancı yatırımcı grubunun dolaşımdaki hisse senetlerinin %15'ine sahip olmasıyla 3.grupta yer alabilirken, 2. Dönem %24 sahiplik oranı ile 5. grupta, 3. Dönem %65 sahiplik oranıyla 10. grupta ve 6. dönemde bu yatırımcı grubunca tercih edilmemesi durumunda 0(sıfır) grubunda yer alabilmektedir.

EK-5: VERİ AKIŞ ÇİZELGESİ

