

## TÜRKİYE’DE KURUMSAL YATIRIMCILAR VE KURUMSAL YATIRIMCILARIN PORTFÖY OLUŞTURURKEN GÖSTERDİKLERİ DAVRANIŞ ŞEKİLLERİNE İLİŞKİN BİR ARAŞTIRMA

Yrd. Doç. Dr. Yusuf DEMİR\*  
Öğr. Gör. Turan KOCABIYIK\*\*

### Özet

*Türkiye’de menkul kıymet borsasının yaklaşık otuz yıllık bir geçmişi vardır. Bu süre içerisinde bireysel yatırımcıların ve kurumsal yatırımcıların sayılarında ve borsa işlem hacminde sürekli artış gözlenmiştir. Menkul kıymet borsalarında kurumsal yatırımcıların çok önemli bir fonksiyonu olduğu gerçeği, kurumsal yatırımcıların gelişimi ve portföy oluşturmadaki davranışlarını incelememizdeki en önemli sebeptir. Menkul kıymet borsalarının ekonomik işlevlerini yerine getirebilmesi; sermayenin tabana yayılması, uzun vadeli fon arz ve taleplerinin karşılanması, küçük yatırımcıların risklere karşı korunması için yatırımların kurumsallaşması gerçeği göz ardı edilemez. Türkiye’de gün geçtikçe daha fazla öneme sahip olacak kurumsal yatırımcıların portföy oluştururken kullandıkları modeller ve yatırım aracı tercihi yaparken göz önünde bulundukları kriterler bu çalışmanın konusunu oluşturmuştur. Bu çalışmayla amaçlanan, daha önce bireysel yatırımcı merkezli yapılan araştırmalara, kurumsal yatırımcı davranışlarını analiz eden bir çalışmayla katılmaktır.*

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yatırımcı, Portföy Oluşturma, Türkiye’de Kurumsal Yatırımcılar, Yatırım Yaparken Göz Önünde Bulundurulmuş Kriterler, Kurumsal Yatırımcı Davranışı.

### Abstract

*Stock Exchange has a thirty year old background in Turkey. In this period, the number of individual and institutional investors has increased and an increasing stock market transaction volume has observed. It is a reality that institutional investors have an important role in stock market, so it is the main reason we studied on progress of institutional investors and their behaviours on portfolio forming. When investments become*

---

\* Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, yusuf@iibf.sdu.edu.tr

\*\* Süleyman Demirel Üniversitesi, Dazkırı MYO, Muhasebe Programı, t\_kocabiyik@yahoo.com

*more institutional, security markets will support economy functionally, there will be more minority shareholders, there will be long term fund supply and demand matching and there will be protection of small investors against risks. The main point of this research is to understand the institutional investors' preferences for portfolio investment and models they use. With this study, it is aimed to analyse the institutional investors' behaviours which were done on individual invertors before.*

**Key Words:** *Institutional Investor, Portfolio Forming, Institutional Investors in Turkey, Priorities for Portfolio Management, Institutional Investor Behavior.*

## **Giriş**

Menkul kıymet borsalarında işlemlerin gerçekleşmesinin temelinde, yatırımcıların alım veya satım doğrultusunda karar vermesi yatmaktadır. Dolayısıyla yatırımcı davranışlarını anlamaya çalışmak, fiyat hareketlerini açıklamakta önemli bir dayanak noktası olacaktır. Üreten ve Özçam (1996) Finansal Piyasalarda Yatırımcı Davranışları Teknik Analiz ve Türk Hisse Senedi Yatırımcıları isimli makalelerinde, bireysel yatırımcıların hisse senedi tercihini belirleyen faktörleri ortaya koymaktadırlar. Kârlılık, satışlar, pazar payı ve üretim teknolojileri en önemli faktörlerdir. Freeman ve Bartels (2000) Güneydoğu Asya borsalarında faaliyet gösteren yatırımcıların yatırım davranışlarını araştırmışlardır. Bu araştırmada katılımcılara şirketleri ölçmede kullandıkları kriterler sorulmuş ve birinci sırayı genel yönetim kabiliyeti almıştır. Bunu küçük ortaklara saygı, esas faaliyete odaklanma, şirket hakkında çıkan haberler ve şirket borç seviyesi takip etmektedir. Ayrıca araştırmaya göre fon yöneticilerinin en sık kullandığı istatistiksel metotlar; fiyat kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve aktiflerin kârlılığıdır. Sugihorto, Inanga ve Sembel (2007) Cakarta Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem yapan fon yöneticileri üzerinde yatırımcı davranışlarını ve algılamalarını araştırmışlardır. Bu araştırmaya göre hisse senetlerine yatırımda öncelikle hissenin gelecekteki değeri, ardından kısa vadeli getirileri, pazar payı, temettü ödemeleri, işlem hacminde hareketlilik ve likidite gelmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine yatırımda kullandıkları ölçülere gelindiğinde ilk sırayı fiyat kazanç oranı almaktadır. Bunu piyasa değeri/defter değeri ve temettü oranı takip etmektedir. Araştırmacılar ayrıca işletme dışı hisse değerini etkileyen faktörleri araştırdığında yatırımcıların ilk yanıtı ekonomik risk olmuştur. Ekonomik riski, politik risk ve yasal düzenlemelerle ilgili riskler takip etmektedir.

## **Kurumsal Yatırım ile İlgili Genel Kavramlar**

Portföy Yönetimi; portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi, yatırım analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir. Portföy yöneticileri, risk - getiri ilişkileri çerçevesinde sürekli olarak piyasalarda aşırı değerlenmiş kıymetleri satarak, düşük değerlenmiş kıymetleri satın alarak portföylerinin performansını yükseltmeye çalışırlar. Kurumsal yatırımcıların risk dağılımı yapılmış portföy oluşturmaları, küçük tasarruflar açısından önem kazanmaktadır.<sup>1</sup> Profesyonel portföy yöneticiliği iyi bir tahlil gücü, hızlı ve doğru karar alabilme yeteneği, bilgi birikimi ve teknik donanım gerektirmektedir. Fon fazlası olan küçük bireysel yatırımcıların kendi

---

<sup>1</sup> Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Araştırma Yayınları, No.7, İst. 1995, s.2.

---

portföylerini oluşturma yoluna gitmeyerek tasarruflarını yatırım fonları aracılığı ile değerlendirmelerinin en önemli nedenlerinden birisi bireysel yatırımcıların fonlarının iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için yetersiz olmasıdır. Böyle bir portföy oluşturmaya yeterli miktarda fon bulunsa dahi, oluşturulan portföyün nasıl yönetileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Bunların dışında yatırımcı likiditeyi göz önünde bulundurmamak zorundadır. Örneğin, fon fazlasını vadeli mevduat olarak tutan bir yatırımcının alternatif getirilerden faydalanma imkânı son derece azalacaktır.<sup>2</sup>

Portföy Yöneticiliği; kıymetli madenlere dayalı olanlar dahil olmak üzere sermaye piyasası araçlarından oluşturulan portföylerin müşteriler hesabına vekil sıfatıyla yönetilmesidir. Bu faaliyetler Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış portföy yönetim şirketleri ve aracı kuruluşlarca yürütülür.<sup>3</sup>

Kurumsal Yatırımlar; tüm dünyada sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahip olan ve küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten organizasyonlara kurumsal yatırımcı denir.<sup>4</sup> Tüm yatırımcılar için amaç, yatırımlarındaki getiriyi artırmaktır. Yatırımcı grupları açısından başlıca farklılaşma, portföylerin oluşumunda ve vade yapılarında ortaya çıkmaktadır. Fon yöneticileri için ortalama 1-2 yılı geçmeyen sürelerdeki vade uzunluğu, emeklilik fonlarında 20-25 yıla uzanmaktadır.<sup>5</sup>

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar içerisindeki en önemli grubu sosyal güvenlik kuruluşları oluşturmaktadır. Ancak, sosyal güvenlik sisteminin gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği ekonomilerde, bu kuruluşlar fon arzeden değil, fon talep eden bir yapıdadır. Özel sigorta şirketleri kapsamında başlıca fon birikimi sağlayan kuruluşlardan olan hayat sigortaları gelişmiş piyasaların etkinleşmesinde rol oynamaktadır. Ancak, gelişen piyasalarda söz konusu şirketlerin sisteme entegrasyonu ise oldukça yenidir.<sup>6</sup>

## **Türkiye’de Kurumsal Yatırımların Gelişimi**

Küçük tasarruf sahiplerinin İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin değer artışları ve kâr payı dağıtımlarından istifade etmeleri, ilk yıllarda bireysel işlemlerle sınırlıyken, 1991 yılından itibaren kurumsal yatırımların piyasadaki payları artmaya başlamıştır.<sup>7</sup> Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki ağırlığının artmasına paralel olarak, sermaye piyasasında ve özellikle İMKB Hisse Senetleri Piyasası’ndaki aşırı dalgalanmaların giderek azalması beklenmektedir. Türk sermaye piyasasına 1987 yılında giren yatırım fonları vadesiz, dolayısıyla çok likit olmaları sebebiyle geçen yirmi bir yıllık sürede hızlı bir gelişim göstermiştir. Yatırımcıları, hisse senetleri piyasasındaki belirsizlikten ve fiyatlardaki yüksek oranlı oynamalardan koruyan yatırım fonları, istikrarlı kazanç imkânı sağlayarak küçük tasarruf sahibinin birikimlerinin sermaye piyasasına

---

<sup>2</sup> Oral Erdoğan- Levent Özer, **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, İst. 1998, s.37-38.

<sup>3</sup> Gültekin RODOPLU, **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Yayınları, İst. 1993, s.107.

<sup>4</sup> Erdoğan, Özer, a.g.k., s.4.

<sup>5</sup> Mackinnon- Neal, **Economics: A Guide for The Financial Markets**, 1992, s.3.

<sup>6</sup> Erdoğan, Özer, a.g.k., s.6.

<sup>7</sup> Erdoğan, Özer, a.g.k., s.56.

kazandırılmasında önemli rol üstlenmektedir.

1987 yılında ilk olarak 3 adet B Tipi fon kurulmuş, sonraki yıl bunlara 5 adet B tipi fonun yanı sıra 2 adet de A Tipi fonun eklenmesiyle kurulan fon sayısı 1988 yılı sonunda 10'a yükselmiştir. 1989 yılında 27 olan fon sayısı 1996 sonunda 124'e, 1997 sonunda ise 144'e yükselmiştir. Vergi avantajı sağlayan A Tipi fonlarından 1996 yılında 16 adet bulunurken, 1997 yılı Aralık sonu itibarıyla 60'a çıkarken diğer tip fon sayısı 84'tür.

Bugüne gelindiğinde; 30 Eylül 2007 tarihi itibarı ile 65 farklı şirketin toplam 287 adet fonu finans sektöründe yatırımcılara sunulmuştur. Bu fonların 125 adedi A Tipi fon, 162 adedi ise B Tipi fondur. Bu fonlara yatırım yapan toplam 3.037.388 yatırımcı bulunmaktadır.<sup>8</sup> Görüldüğü gibi yatırım fonları hızlı bir gelişim sürecindedir.

**Tablo 3.1: 2007 Eylül İtibariyle Yatırım Fonları**

	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin YTL)	Yatırımcı Sayısı	Portföy Yapıları			
				Hisse Payı %	Kamu Borç. Araçlar 1 %	Ters Repo %	Toplam
<b>A Tipi Fonlar</b>	25	868.175	156.283	6,19	18,84	3,58	98,61
<b>B Tipi Fonlar</b>	62	24.057.170	2.881.105	0,05	31,30	5,49	96,84
<b>Toplam</b>	<b>87</b>	<b>24.925.345</b>	<b>3.037.388</b>				

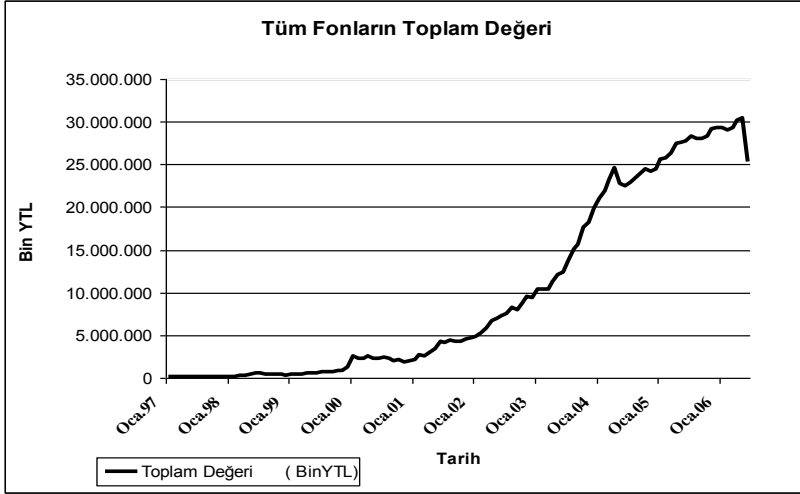
Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Eylül 2007.**

Ulusal fonlara ilave olarak Türkiye'de halka arz edilen yabancı yatırım fonları da bulunmaktadır. 13 yabancı şirket, Eylül 2007 tarihi itibarı ile 60 adet fon kurmuştur. Bu fonların toplam değeri ise 98.000.000 YTL'dir.

Aşağıdaki grafikte 1997 yılından başlayarak Haziran 2006'ya kadar, menkul kıymet yatırım fonlarının finansal varlıklarının toplam değerleri gösterilmiştir. 1997 yılının Ocak ayında toplam değer 188.056 YTL iken Haziran 2006'ya gelindiğinde bu rakam 25.350.279 YTL'ye yükselmiştir.

<sup>8</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Eylül 2007**

**Grafik 3.1: Yatırım Fonlarının Tarihsel Konsolide Portföy Bilgileri (1997–2006)**



Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Haziran 2006**,  
<[http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2006/Haziran/default\\_tr.html](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2006/Haziran/default_tr.html)>,  
(22.07.2006).

Aşağıdaki çizelgede Türkiye'deki yatırım fonu kurucularının piyasa payları verilmiştir. Kurucular listesinde 65 kurum olmasına karşın ilk on kurum listede sıralanmıştır. Çizelgede verilen on kurumun piyasa payları toplamı %85'tir. Yani piyasaya bu on kurum hakimdir diyebiliriz. Bu listenin en başında %20,3 ile İş Bankası A.Ş. yer almaktadır. İş Bankasını %16,14 ile Yapı Kredi Bankası, %13,62 ile Garanti Bankası takip etmektedir.

**Tablo 3.2:Menkul Kıymet Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları**

NO	KURUCU	FON TOPLAM DEĞERİ	PİYASA PAYI
		YTL	%
1	T.İŞ BANKASI A.Ş.	5.059.672.535	20,30
2	YAPI VE KREDİ BANKASI	4.022.117.055	16,14
3	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	3.394.055.070	13,62
4	AKBANK T.A.Ş.	3.253.329.780	13,05
5	T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.	1.483.559.833	5,95
6	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI	1.147.065.564	4,60
7	HSBC BANK A.Ş.	806.173.918	3,23
8	OYAKBANK A.Ş.	739.025.268	2,96
9	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	736.176.547	2,95
10	FİNANSBANK A.Ş.	596.337.944	2,39
	<b>Toplam</b>	<b>21.237.513.514</b>	<b>85,19</b>

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Eylül 2007.**

Yatırım ortaklıklarını incelediğimizde; şu an faaliyet gösteren 33 adet yatırım ortaklığı şirketi vardır. Bu şirketlerin toplam piyasa değeri 437.711.544 YTL'dir. 1998 yılında ortaklık sayısı 17 ve toplam piyasa değerleri 14.412.492 YTL'dir.<sup>9</sup> Yatırım ortaklıklarının portföyleri incelendiğinde ise ortalama olarak portföylerinin %38.80'i hisse senetlerinden, %32,64'ü kamu borçlanma araçlarından ve %27,76'sı ters repo işlemlerinden oluşmaktadır.

<sup>9</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Eylül 2007.**

**Tablo 3.3: Emeklilik Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları**

No	Kurucu	FON TOPLAM DEĞERİ (Bin YTL)	PİYASA PAYI (%)
1	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	815.561	19,81
2	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş.	646.292	15,70
3	AK EMEKLİLİK A.Ş.	600.605	14,59
4	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	508.224	12,34
5	AVIVA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	409.908	9,96
6	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş.	261.398	6,35
7	OYAK EMEKLİLİK A.Ş.	247.727	6,02
8	BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş.	227.071	5,51
9	KOÇ ALLIANZ EMEK. VE HAYAT A.Ş.	218.283	5,30
10	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	124.682	3,03
11	ANKARA EMEKLİLİK A.Ş.	57.653	1,40
	<b>TOPLAM</b>	<b>4.117.406</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni**, Eylül 2007

Emeklilik yatırım fonlarının sayısı 2003 yılının Ekim ayında 53 adet iken, 2004 Ocakta 72'ye yükselmiştir. Bu tarihteki toplam aktif değeri 35.451.687 YTL ve emeklilik fonlarına yatırım yapan yatırımcı sayısı da 89.753'tür. 2006 Haziran ayına gelindiğinde yatırımcı sayısı 2.584.647'ye, toplam aktif değerleri de 1.883.068.240 YTL'ye yükselmiştir. Bugün 11 özel emeklilik şirketinin kurmuş olduğu toplam 103 yatırım fonu bulunmaktadır. Bu fonların portföy oluşumlarına baktığımızda, portföylerindeki hisse senetlerinin %10, kamu borçlanma araçlarının %66 ve ters repo işlem paylarının %16 olduğunu görürüz.<sup>10</sup>

## **Araştırma**

### **Araştırmanın Metodolojisi**

Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan profesyonellerin yatırım yaparken nelere dikkat ettiklerini ölçmek amacıyla yapılan bu ankete, toplam 107 kişi katılmıştır. Katılımcılar kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanlardır. Ankette beş grup soru bulunmaktadır. Birinci grupta katılımcılara demografik yapı ile ilgili sorular sorulmuştur.

Anketin ikinci bölümünde çalışanların hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundukları kriterlerin önem derecelerini belirlemek amacıyla 17 kriter

<sup>10</sup> Sermaye Piyasası Kurumu Aylık Bülteni, Eylül 2007.

sunulmuştur. Katılımcılardan her bir kriter için düşündükleri önem derecesini kendilerine sunulan beşli ölçeğe göre belirlemesi istenmiştir. Bu ölçek çok önemliden başlayarak, sırasıyla önemli, orta, az önemli ve önemsiz şeklinde oluşturulmuştur. Hisse senetlerinden sonra benzer uygulama tahvil ve bono piyasası için ve döviz, altın ve kıymetli madenler için de uygulanmıştır. Son bölümde de portföy oluşturulurken kullanılan yöntemlerin kullanım sıklıkları araştırılmıştır. Burada da değerlendirme beşli ölçekte yapılmıştır.

Anketlerin büyük bir bölümü elektronik ortamda, kurumsal portföy yöneticilerine ulaştırılmış ve cevapları yine elektronik ortamda alınmıştır. Gelen anketler SPSS programında analiz edilmiştir. Hipotezler t testi ile değerlendirilmiştir. Ayrıca verilerin özetlenmesi anlamında frekans ve yüzde dağılımları ve ortalamalar kullanılmıştır.

### **Araştırmaya Katılan Uzmanların Demografik Yapısı**

Ankete katılanların % 8,4'ü 20–25 yaş arasında, %26,2'si 26–30 yaş arasında, % 39,3'ü 31–35 yaş arasında, % 21,5'i 36–40 yaş arasında ve % 4,7'si 41–45 yaş arasındadır. Bu yüzdeler dikkate alındığında katılımcıların %87'si 26–40 yaş arasındaki çalışanlardır.

**Tablo 4.1: Araştırmaya Katılan Uzmanların Yaş Dağılımı**

	<b>Frekans</b>	<b>Yüzde</b>	<b>Toplam Yüzde</b>
<b>20-25</b>	9	8,4%	8,4%
<b>26-30</b>	28	26,2%	34,6%
<b>31-35</b>	42	39,3%	73,8%
<b>36-40</b>	23	21,5%	95,3%
<b>41-45</b>	5	4,7%	100,0%
<b>Toplam</b>	107	100,0%	

Toplam 107 katılımcının 26'sı yani %24,3'ü bayan, 81 kişisi yani % 75,7'si erkektir.

**Tablo 4.2: Araştırmaya Katılan Uzmanların Cinsiyete Göre Dağılımı**

	<b>Frekans</b>	<b>Yüzde</b>	<b>Toplam Yüzde</b>
<b>Bayan</b>	26	24,3%	24,3%
<b>Erkek</b>	81	75,7%	100,0%
<b>Toplam</b>	107	100,0%	

Katılımcıların eğitim durumu incelendiğinde, doktora mezunlarının oranı %2,8, yüksek lisans mezunlarının payı % 23,4, lisans mezunları % 71 ve önlisans mezunlarının payı %2,8'dir. Lise mezunu bulunmamaktadır.



**Tablo 4.3: Araştırmaya Katılan Kurumsal Yatırım Şirketi Çalışanlarının Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı**

	<b>Frekans</b>	<b>Yüzde</b>	<b>Toplam Yüzde</b>
<b>Önlisans</b>	3	2,8%	2,8%
<b>Lisans</b>	76	71,0%	73,8%
<b>Yüksek Lisans</b>	25	23,4%	97,2%
<b>Doktora</b>	3	2,8%	100,0%
<b>Toplam</b>	107	100,0%	

Çoğunluğunu lisans ve yüksek lisans mezunlarının oluşturduğu katılımcıların % 52,3'ü 6–10 yıl tecrübeye, % 26,2'si 1–5 yıl tecrübeye, % 8,4'ü 11–15 yıl tecrübeye, % 9,3'ü 16–20 yıl ve % 3,7'si 21–25 yıl tecrübeye sahiptir. Çalışanların % 78,5'inin 1–10 yıl arasında tecrübeye sahip olmasını, Türkiye'de kurumsal portföy yönetimi ve kurumsal yatırımcılığın öneminin son yıllarda artmasına bağlayabiliriz.

**Tablo 4.4: Araştırmaya Katılan Kurumsal Yatırım Şirketi Çalışanlarının Çalışma Sürelerine Göre Dağılımı**

	<b>Frekans</b>	<b>Yüzde</b>	<b>Toplam Yüzde</b>
<b>1-5</b>	28	26,2%	26,2%
<b>6-10</b>	56	52,3%	78,5%
<b>11-15</b>	9	8,4%	86,9%
<b>16-20</b>	10	9,3%	96,3%
<b>21-25</b>	4	3,7%	100,0%
<b>Toplam</b>	107	100,0%	

## Araştırmanın Hipotezleri ve Değerlendirilmesi

**Tablo 4.5: Hisse Senetleri İle İlgili Hipotezler Tablosu**

	n	Ortalama	Std. Sapma	t	p (Signif =0,05)	SONUÇ* (Kabul/Red)
H <sub>1</sub> : Şirketin üretim teknolojisi, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,32	1,26	2,617	0,010	KABUL
H <sub>2</sub> : Pazar payı, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,74	1,05	7,280	0,000	KABUL
H <sub>3</sub> : Esas faaliyet kârı, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,18	1,04	11,765	0,000	KABUL
H <sub>4</sub> : Dönem net kârı, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,45	0,70	21,298	0,000	KABUL
H <sub>5</sub> : Tanınmışlık, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,67	1,00	6,975	0,000	KABUL
H <sub>6</sub> : Temettü ödemeleri, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,87	1,00	8,984	0,000	KABUL
H <sub>7</sub> : İşlem hacmi, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,01	1,00	10,491	0,000	KABUL
H <sub>8</sub> : Teknik analiz, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,61	1,21	5,188	0,000	KABUL
H <sub>9</sub> : Halka açıklık oranı, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,48	1,08	4,583	0,000	KABUL
H <sub>10</sub> : Hisse başına kazanç, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,07	0,85	13,010	0,000	KABUL
H <sub>11</sub> : Yönetim kadrosu, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,39	1,12	3,618	0,000	KABUL
H <sub>12</sub> : Büyüme potansiyeli, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,36	0,83	17,033	0,000	KABUL

H <sub>13</sub> : Tüvolar, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	2,73	1,40	-2,006	0,047	KABUL
H <sub>14</sub> : Şirketin içinde bulunduğu sektör, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,96	0,85	11,771	0,000	KABUL
H <sub>15</sub> : Şirket hakkında çıkmış haberler, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,99	0,96	10,713	0,000	KABUL
H <sub>16</sub> : Uzmanların yorumu, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,38	1,06	3,736	0,000	KABUL
H <sub>17</sub> : İşlem hacmindeki ani yükseliş ve azalışlar, hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,59	1,15	5,301	0,000	KABUL

\* Hipotezler kabul edilirken Signif. değerine bakılmıştır ve 0.05'ten küçük olan hipotezler anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

**Tablo 4.6: Tahvil & Bono İle İlgili Hipotezler Tablosu**

	n	Ortalama	Std. Sapma	t	p (Signif.=0,05)	SONUÇ* (Kabul/Red)
H <sub>18</sub> : Vade, tahvil ve bonoya yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,54	0,60	26,447	0,000	KABUL
H <sub>19</sub> : Faiz oranları, tahvil ve bonoya yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,72	0,47	37,707	0,000	KABUL
H <sub>20</sub> : Kamu veya özel kesim kağıdı olması, tahvil ve bonoya yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	4,02	1,18	8,919	0,000	KABUL
H <sub>21</sub> : İşlem hacmi, tahvil ve bonoya yatırım yaparken göz önünde bulundurulan önemli bir etkidir.	107	3,70	1,37	5,299	0,000	KABUL

\* Hipotezler Kabul edilirken Signif. değerine bakılmıştır ve 0.05'ten küçük olan hipotezler anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

**Tablo 4.7: Döviz, Altın ve Kıymetli Madenler İle İlgili Hipotezler Tablosu**

	n	Ortalama	Std. Sapma	t	p (Signif.=0,05)	SONUÇ* (Kabul/Red)
H <sub>22</sub> : Uluslararası ekonomik göstergeler, döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yaparken göz önünde bulundurulmuş önemli bir etkidir.	107	4,33	0,98	14,025	0,000	KABUL
H <sub>23</sub> : Piyasadaki dövizin ve altının fiyatı, döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yaparken göz önünde bulundurulmuş önemli bir etkidir.	107	3,80	0,89	9,291	0,000	KABUL
H <sub>24</sub> : Uluslararası siyasi gelişmeler, döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yaparken göz önünde bulundurulmuş önemli bir etkidir.	107	4,56	0,77	21,049	0,000	KABUL
H <sub>25</sub> : Alternatif yatırım araçlarının getirileri, döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yaparken göz önünde bulundurulmuş önemli bir etkidir.	107	4,30	0,88	15,238	0,000	KABUL

\* Hipotezler Kabul edilirken Signif. değerine bakılmıştır ve 0.05'ten küçük olan hipotezler anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

## Kurumsal Yatırım Şirketlerinde Çalışan Uzmanların Hisse Senedi Seçimi Ekseninde Göstermiş Oldukları Davranış Şekilleri

Birinci bölümde katılımcılara hisse senedi seçiminde etkili olabileceği düşünülen 17 faktör sunulmuştur. Bu faktörlerin katılımcılar açısından önem derecesi sorulmuştur. Bu faktörler; şirketin üretim teknolojisi, pazar payı, esas faaliyet kârı, dönem net kârı, tanınmışlık, temettü (kâr payı) ödemeleri, işlem hacmi, teknik analiz, halka açıklık oranı, hisse başına kazanç, yönetim kadrosu, büyüme potansiyeli, tüyolar, şirketin içinde bulunduğu sektör, şirket hakkında çıkmış haberler, uzmanların yorumu ve işlem hacimlerindeki ani yükseliş ve azalışlardır.

**Tablo 4.8: Hisse Senetlerine Yatırım Yaparken Göz Önünde Bulundurulmuş Kriterlerin Önem Dereceleri Sıralaması**

	n	Ortalama*	Std. Sapma
Dönem Net Kârı	107	4,45	0,70
Büyüme Potansiyeli	107	4,36	0,83
Esas Faaliyet Kârı	107	4,18	1,04
Hisse Başına Kazanç	107	4,07	0,85
İşlem Hacmi	107	4,01	1,00
Şirket Hakkında Çıkmış Haberler	107	3,99	0,96
Şirketin İçinde Bulunduğu Sektör	107	3,96	0,85
Temettü (Kâr Payı) Ödemeleri	107	3,87	1,00
Pazar Payı	107	3,74	1,05
Tanınmışlık	107	3,67	1,00
Teknik Analiz	107	3,61	1,21
İşlem Hacimlerindeki Ani Yükseliş ve Azalışlar	107	3,59	1,15
Halka Açıklık Oranı	107	3,48	1,08
Yönetim Kadrosu	107	3,39	1,12
Uzmanların Yorumu	107	3,38	1,06
Şirketin Üretim Teknolojisi	107	3,32	1,26
Tüyolar	107	2,73	1,40

\* Ortalamalar 5 üzerinden değerlendirilmiştir. (En Önemli=5, Önemli=4, Orta=3, Az Önemli=2, Önemsiz=1)

Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanların hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundukları kriterlere ilişkin değerlendirmelerinde en yüksek ortalama dönem net kârıdır. Dönem net kârının değeri 5 üzerinden 4,45'tir. Dönem net

kârını sırasıyla büyüme potansiyeli, esas faaliyet kârı ve hisse başına kazanç takip etmektedir. En düşük ortalama 2,73 ile tüyolardır. Uzmanların diğer kriterlere göre daha az önemli gördüğü kriterler; şirketin üretim teknolojisi, uzmanların yorumu ve yönetim kadrosudur.

### **Kurumsal Yatırım Şirketlerinde Çalışan Uzmanların Tahvil ve Bono Seçimi Ekseninde Göstermiş Oldukları Davranış Şekilleri**

İkinci bölümde; uzmanların tahvil ve bono seçerken nelere önem verdikleri ölçülmüştür. Tahvil ve bono yatırımları ile ilgili dört kriter sunulmuştur: Vade, faiz oranları, kamu veya özel sektör kağıdı olması ve menkul kıymetin işlem hacmi. Yatırımcılardan bu faktörler için uygun gördükleri önem derecesini belirtmeleri istenmiştir. Araştırma sonunda aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

**Tablo 4.9: Tahvil ve Bonoya Yatırım Yaparken Göz Önünde Bulundurulan Kriterlerin Önem Dereceleri Sıralaması**

	n	Ortalama	Std. Sapma
Faiz Oranları	107	4,72	0,47
Vade	107	4,54	0,60
Kamu veya Özel Sektör Kağıdı Olması	107	4,02	1,18
İşlem Hacmi	107	3,70	1,37

Birinci sırada 4,72 ile faiz oranları gelmektedir. Faiz oranlarından sonra sırasıyla kurumsal yatırımcılar en çok vadeyi, yatırım yapılacak enstrümanın kamu veya özel sektör kağıdı olmasını ve işlem hacmini önemsediklerini ifade etmişlerdir.

### **Kurumsal Yatırım Şirketlerinde Çalışan Uzmanların Döviz, Altın ve Kıymetli Madenler Seçimi Ekseninde Göstermiş Oldukları Davranış Şekilleri**

Uzmanların portföylerinde hisse senetleri, tahvil ve bonolardan başka enstrümanları da bulundurabilecekleri düşünülerek üçüncü bölümde yatırımcıların döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yaparken uluslararası ekonomik göstergelere, piyasadaki dövizin ve altının fiyatına, uluslararası siyasi gelişmelere ve alternatif yatırım araçlarının getirilerine ne derecede önem verdikleri sorulmuştur.

**Tablo 4.10: Döviz, Altın ve Kıymetli Madenlere Yatırım Yaparken Göz Önünde Bulundurulan Kriterlerin Önem Dereceleri Sıralaması**

	n	Ortalama	Std. Sapma
Uluslararası Siyasi Gelişmeler	107	4,56	0,77
Uluslararası Ekonomik Göstergeler	107	4,33	0,98
Alternatif Yatırım Araçlarının Getirileri	107	4,30	0,88
Piyasadaki Dövizin ve Altının Fiyatı	107	3,80	0,89

Katılımcılar bu grupta uluslararası siyasi gelişmeleri birinci sırada önemli görmüştür. Her dört kriter için de ortalamalar 3'ün üzerindedir. Standart sapmalar da oldukça düşüktür. Siyasi gelişmelerin ardından uluslararası ekonomik göstergeler, alternatif yatırım araçlarının getirileri ve piyasadaki dövizin, altının fiyatı gelmektedir.

### **Kurumsal Yatırım Şirketlerinde Çalışan Uzmanların Portföy Oluşturmada Kullandıkları Modeller**

Araştırmanın birinci bölümünde portföy oluşturmada kullanılan modellere yer verilmiştir. Anketin dördüncü bölümünde uzmanların bu modelleri kullanıp kullanmadıkları sorulmuştur. Markowitz Modeli, Temel Analiz, Teknik Analiz, Bulanık Mantık Modeli, İndeks Modeller, Tinbergen Modeli, Williams Modeli ve Graham-Dodd Modeli yatırımcılara değerlendirmeleri için sunulmuştur. Burada amaç; yatırımcıların bu modelleri kullanma sıklığını ölçmektir.

**Tablo 4.11: Portföy Oluşturulurken Kullanılan Modellerin Kullanım Sıklıkları Sıralaması**

	<b>n</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Std. Sapma</b>
<b>Temel Analiz</b>	107	3,95	1,44
<b>Teknik Analiz</b>	107	3,42	1,54
<b>İndeks Modeller</b>	107	2,00	1,43
<b>Markowitz Modeli</b>	107	1,75	1,24
<b>Williams Modeli</b>	107	1,26	0,80
<b>Bulanık Mantık Modeli</b>	107	1,22	0,59
<b>Tinbergen Modeli</b>	107	1,18	0,74
<b>Graham-Dodd Modeli</b>	107	1,15	0,68

Katılımcılar, 3,95 ile en sık temel analizi, ardından 3,42 ile teknik analizi kullandıklarını söylemişlerdir. Diğer modellerin kullanılma sıklığı, 5 üzerinden 2 ile 1,15 arasında değişmektedir. Graham-Dodd Modeli en az kullanılan modeldir.

### **Sonuç**

Portföy oluşturmada etkili olabilecek birçok faktör ve model bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılardan istenen uzmanlık alanları doğrultusunda portföy oluşturmak ve bu oluşturulan portföyü en iyi şekilde yönetmektir. Bu noktadan hareketle portföy oluşturmada uzmanlar zaman zaman hangi kriteri veya kriterleri daha fazla önemstediklerini belirlemek zorundadırlar. Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanların tercihlerini belirlemeye yönelik bu araştırmada aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur:

- Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanlar hisse senedi portföyü oluştururken en fazla dönem net kârına önem verdiklerini ifade etmişlerdir.
- Dönem net kârını sırsıyla büyüme potansiyeli, esas faaliyet kârı, hisse başına kazanç ve işlem hacmi takip etmektedir.

- Uzmanların hisse senedi portföyü oluştururken en az önemsedikleri faktör tıyolardır.
- Uzmanların tahvil ve bonoya yatırım yaparken en çok önemsedikleri kriter faiz oranlarıdır. Faiz oranlarını vade, yatırım aracının kamu veya özel kesim kâğıdı olması ve işlem hacmi takip etmektedir.
- Döviz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yapılırken en çok önemsenen kriter uluslararası ekonomik göstergelerdir. Bu kriteri sırasıyla, piyasadaki döviz ve altın fiyatları, uluslararası siyasi gelişmeler ve alternatif yatırım araçlarının getirileri takip etmektedir.
- Uzmanların portföy oluştururken en sık kullandıkları model Temel Analizdir. Teknik Analiz en sık kullanılan ikinci modeldir. İndeks Modeller, Markowitz modeli, Williams Modeli, Bulanık Mantık Modeli, Tinbergen Modeli ve Graham-Dodd Modeli uzmanlar tarafından çok sık kullanılmamaktadır.



---

## KAYNAKÇA

- BARTELS F. - FREEMAN N., "Portfolio Investment in Southeast Asia's Stock Markets: A Survey of Institutional Investors' Current Perceptions and Practices", **Institute of Southeast Asian Studies: Economics and Finance**, No.3 (2000), s.1-46
- ERDOĞAN, O. ve L. ÖZER, **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Yayınları, İst., s.37-38, 1998.
- MacKinnon ve NEAL, **Economics: A Guide for the Financial Markets**, s.3, 1992.
- RODOPLU, G., **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Yayınları, İst., s.107, 1993.
- Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni**, Eylül 2007.
- SUGIHARTO T. ve diğerleri, "A Survey of Investors' Current Perceptions and Valuation Approaches at Jakarta Stock Exchange", **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 10 (2007), s.175-206.
- \_\_\_\_\_, **Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülteni**, Haziran 2006, <[http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2006/Haziran/default\\_tr.html](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2006/Haziran/default_tr.html)>, (22.07.2006).
- ÜNAL, T., **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Araştırma Yayınları, No.7, İst., s.2, 1995.
- ÜRETEN N.- ÖZÇAM F., "Finansal Piyasalarda Yatırımcı Davranışları Teknik Analiz ve Türk Hisse Senedi Yatırımcıları", **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans**, 1996, s.169-222