



Prof. Dr. Serpil Canbař

Arř. Gör. S. Yılmaz Kandir

Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu İle İncelenmesi

Prof. Dr. Serpil CANBAŐ
Arř. Gör. Serkan Yılmaz KANDIR
Çukurova Üniversitesi, İİBF

ÖZET

Yatırım ortaklıkları, yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, finansal varlıklara yatırmak için kullanan kolektif yatırım şirketleridir. Yatırım ortaklığı hisse senetleri için iki değer bulunmaktadır: net varlık değeri ve pazar fiyatı. Yatırım ortaklıklarının hisse senetleri, net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Hisse senetleri, net varlık değerinin altında fiyatlanırsa iskontolu; üzerinde fiyatlanırsa primli işlem görmektedir. Yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin iskontolu işlem görmesinin, büyük ölçüde yatırımcıların psikolojik durumlarından, kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Yatırımcı psikolojisinin finans piyasalarına etkilerini inceleyen üç temel teori bulunmaktadır: Zihinsel muhasebe, sürü davranışı ve yatırımcı duyarlılığı. Yatırımcı duyarlılığının, yatırım ortaklıkları iskontosu tarafından temsil edildiği düşünülmektedir. Yatırımcı duyarlılığı, hisse senedi piyasasına ilişkin iyimser veya kötümser beklentiler olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada, yatırım ortaklıkları iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının Türkiye'deki hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Tüm araştırma döneminde, yatırım ortaklıkları iskontosu, hisse senedi getirilerini tahmin edebilmektedir. Ancak, araştırma dönemi, eşit uzunlukta iki alt döneme bölündüğünde, yatırım ortaklıkları iskontosunun tahmin gücü birinci alt dönemde devam ederken; ikinci alt dönemde azalmıştır.

Anahtar Sözcükler: Yatırımcı duyarlılığı, yatırım ortaklıkları iskontosu, hisse senedi getirileri

Abstract (Examining The Effect of Investor Psychology Over Stock Returns By Closed-End Fund Discount)

Closed-end funds are collective investment companies that invest in financial assets by the funds they gather through public offering. Closed-end fund shares have two values: Net asset value and market value. Closed-end fund shares would be priced above or below the net asset value. If the shares are priced below the net asset value, they are traded with discount. Otherwise, the shares are traded with premium. It is suggested that the major reason of the discount in closed-end fund shares is the psychological situation of the investors. There are three theories that examine the effects of investor psychology over financial markets: Mental accounting, herd behaviour and investor sentiment. Investor sentiment is considered to be proxied by closed-end fund discount. Investor sentiment is defined as optimistic or pessimistic expectations regarding stock market. This study examines the effect of investor sentiment proxied by closed-end fund discount over Turkish stock returns. In the whole research period, closed-end fund discount estimates stock returns. Nevertheless, estimation

power of closed-end fund discount diminishes in the second subperiod when the whole research period is divided into two subperiods.

Key Words: Investor sentiment, closed-end fund discount, stock returns

1. Giriş

Menkul kıymet yatırımları, yatırımcılarına getiri sağladığı gibi riskle karşı karşıya kalmalarına da neden olmaktadır. Bu nedenle, yatırımcılar çeşitlendirme yaparak katlandıkları riski azaltmaya çalışmaktadırlar. Ancak çeşitlendirme yapmak kolay iş değildir. Küçük tasarruf sahipleri, çoğu zaman etkin bir çeşitlendirmenin gerektirdiği portföy oluşturma ve portföy yönetme bilgi ve deneyimine sahip değildirler. Küçük tasarruf sahiplerinin bu eksiklikleri, yatırımcılarına profesyonel portföy yönetimi hizmeti sunan kolektif yatırım kurumlarının kurulmasına neden olmuştur. Kolektif yatırım kurumlarından biri de, yatırım ortaklıklarıdır. Yatırım ortaklıklarını ilginç kılan ve diğer kolektif yatırım kurumlarından ayıran özelliği, yatırım ortaklıklarının iki farklı değere sahip olmalarıdır. Birincisi, yatırım ortaklığı hisse senetlerinin piyasa değeri; ikincisi, yatırım ortaklığı portföyünün değeridir. Yatırım ortaklığının performansını belirlemede kullanılan bu iki ölçüt, çoğu kez birbirinden farklı olmaktadır. Hisse senedi değeri ile portföy değerinin birbirinden farklı olması, “yatırım ortaklıklarında iskonto-prim” kavramlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yatırım ortaklığı hisse senedinin piyasa değeri, net varlık değerinin üzerinde ise primli; altında ise iskontolu işlem görme söz konusudur.

Yatırım ortaklığı hisse senetlerinin iskontolu veya primli işlem görmesinin bazı ekonomik nedenlerden ileri geldiği belirtilmiştir. Bu nedenler, temsil maliyetleri, yatırım ortaklığı portföyünde likit olmayan varlıkların bulunması ve vergi ile ilgili nedenlerdir. Ancak yapılan uygulamalı çalışmalar, bu gerekçeler konusunda tam bir görüş birliğine varamamıştır. Üzerinde uzlaşma sağlanan konu, yatırım ortaklıkları iskontosunun ekonomik gerekçelerle tam olarak açıklanamayacağıdır. Buna göre, yatırım ortaklıklarının iskontolu işlem görmesi, büyük ölçüde yatırımcıların psikolojik durumlarından, kaynaklanmaktadır.

Yatırımcıların psikolojik durumlarının, finans piyasalarına etkilerini inceleyen üç temel teori mevcuttur. Bunlar, zihinsel muhasebe, sürü davranışı ve yatırımcı duyarlılığıdır. Yatırımcı duyarlılığının, yatırım ortaklıkları iskontosu tarafından temsil edildiği düşünülmektedir. Yatırımcı duyarlılığı, hisse senedi piyasasına ilişkin iyimser veya kötümser beklentiler olarak tanımlanmaktadır (Baker ve Wurgler, 2004).

Yatırımcı duyarlılığı teorisinin çıkış noktasını, ilk kez Black (1986) tarafından ortaya konulan finansal piyasalarda “söylenti” kavramı oluşturmaktadır. Black (1986) tarafından ortaya konulan söylenti ticareti kavramı, De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990) tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline dönüştürülmüştür. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyoneldir. Tersine, söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır. De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990), geliştirdikleri modelin uygulamasını yatırım ortaklıkları üzerinde yapmışlardır. Buna göre söylenti tacirlerinin gelecekteki getirilere ilişkin beklentileri tahmin edilemeyen değişikliklere maruz kalmaktadır. Yatırım ortaklıkları için söylenti tacirlerinin iyimserliği, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskontolu işlem görmesine neden olmaktadır. Söylenti tacirlerinin kötümser olduğu dönemlerde ise menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir. Modele göre yatırım ortaklığı hisse senetlerine ait riskin iki kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, yatırım ortaklığı portföyüne sahip olmanın getirdiği risktir. İkincisi ise söylenti tacirlerinin duyarlılıklarından kaynaklanan risktir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerine

yatırım yapan tüm yatırımcılar, söylenti tacirlerinin kötümser olması olasılığından kaynaklanan, yatırım ortaklıkları iskontosunun artması riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, yatırım ortaklıkları iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin belirlenmesidir. Bu çalışma, Türk finans literatürüne önemli bir yenilik getirmektedir. Yatırımcı duyarlılığı ile ilgili olarak yapıldığı tarafımızca bilinen tek çalışma, Döm (2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ancak söz konusu çalışma, anket sonuçlarının değerlendirilmesi üzerine odaklanmıştır. Bu çalışmada, yatırım ortaklıkları iskontosunun, yatırımcı duyarlılığını temsil kabiliyeti bulunduğu kabul edilmiş ve bu varsayımdan hareketle İMKB üzerine ekonometrik bir uygulama gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, Türkiye'deki yatırım ortaklıklarına ait Ocak 1997 – Temmuz 2005 dönemi verileri kullanılarak ağırlıklı ortalama iskonto endeksi hesaplanmış ve bu iskonto endeksinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Hisse senedi getirileri, İMKB 100 endeksi, Ulusal Sınai Endeksi, Ulusal Hizmetler Endeksi ile Ulusal Mali Endeks tarafından temsil edilmiştir. İskonto endeksinin, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi regresyon analizlerinden yararlanılarak incelenmiştir. Tüm yatırım dönemi için yapılan değerlendirmeler, yatırım ortaklıkları iskontosunun, hisse senedi getirilerini tahmin gücü bulunduğunu göstermiştir. Söz konusu tahmin gücünün zaman içerisindeki tutarlılığının incelenmesi amacıyla, araştırma dönemi, eşit uzunlukta iki alt döneme bölünmüştür. İskonto endeksinin tahmin gücünün birinci alt dönemde; ikinci alt döneme göre daha yüksek olduğu görülmüştür.

Çalışmada öncelikle yatırım ortaklıkları ve iskonto ve prim kavramları ile ilgili genel bilgi verilmiş, ayrıca iskonto ve primi etkileyen faktörler incelenmiştir. Daha sonra, yatırım ortaklıkları iskonto/primi ile yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ele alınmıştır. Son olarak, araştırmada kullanılan veriler ile

yöntem açıklanmış ve elde edilen bulgular yorumlanarak, sonuçlar ortaya konulmuştur.

2. Genel Olarak Yatırım Ortaklıkları İle İskonto ve Prim Kavramları

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, payları piyasada işlem gören yatırım şirketleridir. Yatırım ortaklıkları, yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, finansal varlıklara yatırmak için kullanılmaktadırlar. Hisse senetleri halka açık diğer şirketler gibi yatırım ortaklıklarının pay fiyatları da pazardaki arz ve talebe göre belirlenmektedir (<http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>). Tanımından da anlaşıldığı gibi, yatırım ortaklıkları, faaliyet alanı dışında, diğer şirketlere benzemektedir. Diğer şirketler gibi hisselerini halka arz ederek topladıkları fonları yatırımlarında kullanırlar. Fakat diğer şirketler reel anlamda yatırım yaparken; yatırım ortaklıkları, diğer kuruluşlar tarafından çıkarılmış finansal araçlara yatırım yapmaktadırlar. Yatırım ortaklığı hisseleri halka arzdan sonra düzenli ikincil piyasalarda işlem görür ve söz konusu hisselerin fiyatları pazarda oluşan arz ve talebe göre belirlenir (Fortune, 1997).

Yatırım ortaklığı hisseleri için önemli olan iki değer bulunmaktadır. Birincisi, hisselerin net varlık değeridir Net varlık değeri, yatırım ortaklığının mali yükümlülüklerinin toplam varlık değerinden düşülmesiyle bulunan tutarın ortaklığın dolaşımdaki hisse sayısına bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. (<http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>). Ortaklığın net varlık değeri, ortaklık portföyündeki menkul kıymetlerin fiyatlarına bağlı olup söz konusu menkul kıymetlerin fiyatlarındaki dalgalanmalara göre değişmektedir. Yatırım ortaklığı hisseleri için ikinci bir değer ise yatırım ortaklığı hisselerinin pazar fiyatıdır. Yatırım ortaklıklarının hisse fiyatları da, pazardaki arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır. Yatırım ortaklıklarının hisseleri piyasada işlem gördüğünden, yatırım ortaklığı hisseleri net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Bu durumda, hisselerin prim veya iskonto oranını aşağıdaki formül

ile hesaplamak mümkündür (Lee ve diğerleri, 1991):

$$\text{İskonto / Prim} = \frac{\text{Net varlık değeri} - \text{Hisse senedi fiyatı}}{\text{Net varlık değeri}}$$

Bir yatırım ortaklığı hissesinin iskonto veya prim yapısı yapmayacağını ve ne tarta da iskonto veya prim yapacağını belirleyen faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerdeki değişiklikler, iskonto veya primin yeni bir seviyeye gelmesine neden olabilmektedir. Söz konusu faktörler aşağıda incelenmiştir:

a) Temsil Maliyetleri: Yatırım ortaklıklarının, yöneticilere ödedikleri ücretlerin ve diğer giderlerin çok yüksek olması veya yönetim performansının düşük olarak değerlendirilmesi, yatırım ortaklıkları iskontosunun nedeni olarak ortaya çıkabilmektedir. Yönetim giderleri, yatırım ortaklıkları için çoğu kez batık maliyetler olarak düşünülmektedir. Bu batık maliyetlerin de iskontoyu artırdığı ileri sürülmektedir. Diğer yandan, bazı yatırım ortaklığı yöneticileri, çeşitlendirme sağlama amacını aşacak şekilde ortaklık portföyünün bileşimini çok hızlı değiştirmektedirler. Diğer bir ifadeyle yatırım ortaklıkları varlıklarının devir hızını yükseltmektedirler. Devir hızındaki artış, beraberinde işlem giderlerini de yükselterek portföyün performansını düşürmekte ve hisse sahiplerine yarardan çok zarar getirmektedir. Kısacası portföy devir hızı yüksek olan yatırım ortaklıklarının hisseleri iskontolu işlem görmektedir (Malkiel, 1977). Ancak bu görüş, ilgili çalışmalar tarafından doğrulanmamıştır. Öncelikle, yönetim giderleri, çoğu kez yatırım ortaklıkları varlıklarının sabit bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir ve yönetim giderleri iskonto kadar fazla dalgalanmamaktadır (Lee ve diğerleri, 1991). Benzer biçimde, Malkiel (1977), ABD için gerçekleştirdiği çalışmada, yatırım ortaklıkları iskontosunu ile yönetim giderleri arasında bir ilişki belirleyememiştir. Öte yandan Kumar ve Noronha (1992), Malkiel'den daha uzun bir süreyi kapsayan çalışmalarında yönetim giderlerinin iskonto ile ilişkili

olduğunu belirlemişler; ancak yatırım ortaklıkları iskontosunun sadece yönetim giderleri ile açıklanmasının mümkün olmadığını da ifade etmişlerdir. Yatırımcılar, ortalamanın üzerinde performans gösteren yatırım ortaklıklarının hisse senetleri için bir prim ödemeye razı olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılarda, ilgili yatırım ortaklığının geçmişte gösterdiği performansın gelecekte de sürdürüleceği yolunda bir beklenti oluşursa, iskonto veya primin, yatırım ortaklığının geçmişte gösterdiği performanstan etkilenebileceği düşünülmektedir. Ancak bu varsayımlar, Malkiel (1977), tarafından doğrulanmamıştır. Yatırım ortaklıklarının iskonto oranları ile yönetim performansları arasında bir ilişki bulunamamıştır.

b) Vergi Sorumluluğu: Çok uzun zaman önce aldıkları şirket hisseleri aşırı değer kazanmış bazı yatırım ortaklıkları bu yolla büyük sermaye kazancı sağlayabilmektedirler. Bu tip yatırım ortaklıklarının hisselerini alan yatırımcılar, ortaklığın elindeki söz konusu değerli hisseleri elden çıkarması halinde çok karlı bir konuma gelebilmekte ve büyük tutarda vergi ödemek zorunda kalabilmektedir. Böyle bir durumla karşılaşan yatırım ortaklıklarının payları iskontolu işlem görmektedir (Dimson ve Minio-Kozerski, 1999). Ancak Malkiel (1977), yatırım ortaklıkları iskontosunun sadece yüzde altısının vergiyle ilişkilendirilebileceğini belirleyerek, bu varsayımın geçerliliğini büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır.

c) Likit Olmayan Varlıklara Sahip Olma: Bazı yatırım ortaklıkları, portföylerinin önemli bir kısmını satış kısıtına tabi varlıklardan oluşturmaktadır. Söz konusu varlıklar, yatırım amacı ile alınmakta ve belirli bir süre satılamamaktadır. Bu nedenle çok az likittirler ve pazar fiyatları, gerçek değerlerini göstermemektedir. Dolayısıyla yatırımcılar, yatırım ortaklığının net varlık değerini olduğundan farklı algılamaktadırlar. Bu tip varlıklara portföyünde fazla yer veren yatırım ortaklıklarının payları daha fazla iskontolu işlem görmektedir (Malkiel, 1977). Bu varsayım, Malkiel (1977) tarafından doğrulanmıştır. Malkiel (1977), 1969-1974 döneminde

yatırım ortaklıkları iskontosu ile kısıtlı hisse senetlerine sahiplik oranı arasında önemli bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Benzer biçimde, Datar (2001), Ocak 1988-Aralık 1991 dönemini kapsayan çalışmasında iskonto ve primin yatırım ortaklığı portföyündeki varlıklara göre değiştiğini ortaya koymuş ve bu durumu likidite ile ilişkilendirmiştir. Ancak Lee, ve diğerleri (1990), kısıtlı hisse senetlerinin, yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklayamayacağını belirtmiştir. Portföyünde kısıtlı hisse senedi bulunmayan bazı yatırım ortaklıklarının iskontolu işlem görmesi, bu görüşlerinin temel dayanağı olmuştur.

Yatırım ortaklıkları iskontosunun nedeni olarak ileri sürülen ve yukarıda sıralanan faktörlerin geçerliliği büyük ölçüde tartışmalıdır. Ancak üzerinde büyük ölçüde görüş birliğine varılan konu, bu tür gerekçelerin, yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklamada yetersiz kaldığıdır. Bu gerçek, iskontonun nedeninin rasyonel olmayan davranışlara atfedilmesine sebep olmuştur. Buna göre, yatırım ortaklıklarının iskontolu işlem görmesinin nedenini, tamamen ekonomik gerekçelerle açıklamak mümkün değildir. İskontoya yön veren büyük ölçüde yatırımcıların duyarlılığıdır.

3. Yatırımcı Duyarlılığı Teorisi ve Yatırım Ortaklıkları İskontosu

Geleneksel varlık fiyatlama modellerinin en temel varsayımlarından biri, tüm yatırımcıların rasyonel olduğu yönündedir. Ancak finansal piyasalarda işlem yapan tüm yatırımcıların rasyonel olmadığı ve duygusal kararlar alabildiği yönündeki bulguların sayısı son yıllarda hızla artmıştır.

Yatırımcıların menkul kıymetlere olan taleplerindeki değişikliklerin bir kısmı tamamen rasyoneldir. Talepteki rasyonel değişimler, kamuya açıklanan bilgilere gösterilen reaksiyonu yansıtmaktadır. Ancak talepteki tüm değişimler rasyonel olmayabilmektedir. Talepteki bazı değişiklikler, yatırımcıların beklentileri ve duyarlılıklarından kaynaklanmaktadır. Bu tip değişiklikler, yatırımcıların doğru olmayan ve rasyonel bir yatırım ortamında dikkate alınmayacak olan sinyallere tepkisi şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Doğru olma-

yan bu sinyaller ve tavsiyeler, "söylenti" olarak adlandırılmakta; söylentiye dayalı olarak işlem yapanlar ise "söylenti tacirleri" olarak kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle söylenti tacirleri, geleceğe ilişkin beklentileri, duyarlılıklarının etkisi altında olan yatırımcılardır (Shleifer ve Summers, 1990).

İlk kez Black (1986) tarafından ortaya konulan finansal piyasalarda "söylenti" kavramı bugün varlığı, etkisi ve gerekliliği kabul edilen bir olgu haline gelmiştir. Finansal piyasalarda işlem yapan tüm birimlerin iki kavramı birbirinden ayırt etmesi gerekmektedir: Bilgi ve söylenti. Yatırımcılar bazen bilgiye dayalı olarak işlem yaparlar. Bazen de söylentilere bağlı olarak yatırım kararlarını verirler. Bilgiye dayalı olarak yatırım yapmak ve kar beklemek akılcı bir karardır. Ancak söylentilere bağlı olarak yatırım yapmak akılcı bir karar değildir. Söylenti, yatırımcıların gözlemlerini mükemmellikten uzaklaştıran bir kavramdır. Bir hisse senedinden veya hisse senedi portföyünden beklenen getiriye tahmin etmemizi zorlaştırmaktadır.

Black (1986) tarafından ortaya konulan söylenti ticareti kavramı, De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (DSSW-1990) tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline dönüştürülmüştür. DSSW (1990) modelinin temel düşüncesi rasyonel olmayan yatırımcıların fikirlerinin tahmin edilemezliğinin yatırım yaptıkları menkul kıymetler üzerinde bir risk oluşturduğu yönündedir. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyoneldir. Tersine, söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır. Söylenti tacirleri duyarlılıklarına bağlı olarak beklenen getirileri bazı dönemlerde yüksek tahmin ederken; bazı dönemlerde de düşük tahmin etmektedirler. Her dönem rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri kendi inançlarına göre piyasalarda işlem yapmaktadırlar. Tüm varlıklar riskli olduğundan ve yatırımcılar riskten kaçındığından, denge fiyatı hem

rasyonel yatırımcıların hem de söylenti tacirlerinin tahminlerini yansıtmaktadır.

DSSW (1990) iki önemli varsayımına sahiptir. Bunlardan birincisi, tüm rasyonel yatırımcıların kısa vadeli yatırımcılar olduğunun kabul edilmesidir. Buna göre, rasyonel yatırımcılar sadece karpaylarının bugünkü değeri ile değil ara dönemlerde sattıkları menkul kıymetlerin fiyatlarıyla da ilgilenmektedirler. İkinci varsayım, söylenti tacirlerinin duyarlılığının stokastik olduğu ve rasyonel yatırımcılar tarafından tam olarak tahmin edilemeyeceğinin kabul edilmesidir. Örneğin, rasyonel yatırımcı, bir menkul kıymeti satmak istediği dönemde, söylenti tacirlerinin piyasaya bakışının iyimser veya kötümser olduğunu tam olarak tahmin edememektedir.

DSSW (1990) geliştirdikleri modelin uygulamasını yatırım ortaklıkları üzerinde yapmışlardır. Buna göre söylenti tacirlerinin gelecekteki getirilere ilişkin beklentileri tahmin edilemeyen değişikliklere neden olmaktadır. Bazı dönemlerde söylenti tacirleri menkul kıymet getirilerine ilişkin iyi beklentilere sahip olmakta ve böylece söz konusu menkul kıymetlerin fiyatları gerçek değerlere göre daha yüksek bir seviyeye ulaşmaktadır. Her menkul kıymet için gerçek değer gözlenmesi kolay olmaktadır. Ancak yatırım ortaklıkları için söylenti tacirlerinin iyimserliği, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskonto işlem görmesine neden olmaktadır. Söylenti tacirlerinin kötümser olduğu dönemlerde ise menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir. DSSW modeline göre yatırım ortaklığı hisse senetlerine ait riskin iki kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, yatırım ortaklığı portföyüne sahip olmanın getirdiği risktir. İkincisi ise söylenti tacirlerinin duyarlılıklarından kaynaklanan risktir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerine yatırım yapan tüm yatırımcılar, söylenti tacirlerinin kötümser olması ihtimalinden kaynaklanan, yatırım ortaklıkları iskontosunun artması riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Söylenti ticareti kavramı ve yatırımcı duyarlılığı teorisinin geliştirilmesinden

sonra çok sayıda uygulamalı çalışma, yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosu ile ilişkisini irdelemişlerdir. Aşağıda, söz konusu çalışmalar incelenmiştir.

4. Yatırımcı Duyarlılığı Ve Yatırım Ortaklıkları İskonto / Primi Arasında-ki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

1991 yılından başlayarak gerçekleştirilen bir dizi uygulamalı çalışma, yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini sistematik bir biçimde etkilediği sonucunu elde etmiştir. Diğer bir deyişle, yatırımcı duyarlılığı da bundan böyle bir sistematik risk kaynağı olarak diğer geleneksel risk kaynaklarının yanında, fiyatlanması gereken ek bir risk türü olarak ortaya çıkmaktadır. Aşağıda sözü edilen çalışmalar tarih sırasına göre incelenmiştir.

Lee ve diğerleri (1991) yatırım ortaklıkları iskontosu ile yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi açık bir biçimde ortaya koyarak yatırımcı duyarlılığı teorisi üzerine yapılan öncü bir çalışma olmuştur. Çalışmanın örneklemini 1960-1987 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren 20 yatırım ortaklığı (hisse senedine yatırım yapan yatırım ortaklıkları) oluşturmaktadır. Çalışmanın ilk aşamasında, tüm yatırım ortaklıklarını kapsayacak biçimde düzenlenen bir ağırlıklı iskonto endeksi oluşturulmuştur. Ağırlıklı iskonto endeksi oluşturulduktan sonra bu endeksteeki aylık değişimler hesaplanmış ve analizlerde ağırlıklı iskonto endeksindeki değişimler kullanılmıştır. Endeksteeki aylık değişimler, her ayın endeks değeri ile bir önceki ayın endeks değeri arasındaki fark hesaplanarak elde edilmiştir. Yatırımcı duyarlılığı teorisine uygun biçimde yatırım ortaklıklarının iskentoları birbirleriyle yüksek ölçüde ilişkili bulunmuştur (0.497). İkinci olarak hisse senetleri, şirket büyüklüklerine göre sıralanmış ve bu sıralamadaki yerlerine göre on portföye ayrılmışlardır. Her bir portföyün içeriği yıllık olarak belirlenmiş ve söz konusu yıl boyunca portföy içeriği sabit tutulmuştur. Teoriye uygun olarak iskonto endeksi ile küçük şirketlerin hisse senedi getirileri arasında yüksek düzeyde bir ilişki saptanırken, iskonto endeksinin büyük şirketlerin hisse

senedi getirileri ile uyumlu hareket etmediği gözlenmiştir.

Bodurtha ve diğerleri (1995) ABD'de faaliyet gösteren ve belirli ülkelere yatırım yapan yatırım ortaklıklarının (ülke fonları) iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ocak 1986-Aralık 1990 tarihleri arasındaki 261 haftalık dönemde faaliyet gösteren 33 ülke fonu araştırma kapsamına alınmıştır. Yerel prim endeksi oluşturmak amacıyla bazı yerel yatırım ortaklarının hisse senedi fiyatları ve net varlık değerleri de çalışmaya dahil edilmiştir. Uygulama kısmının ilk aşamasını birincisi yerel yatırım ortaklıkları için ve ikincisi de ülke fonları için olmak üzere iki farklı iskonto/prim endeksinde değişimlerin hesaplanması oluşturmuştur. Çalışmada, hisse senetleri şirket büyüklüklerine göre sıralanmış ve küçükten büyüğe doğru portföylere dahil edilmişlerdir. Hisse senetlerinden toplam on adet portföy oluşturulmuştur. Diğer yandan kurumsal yatırımcı oranlarına göre de bir sıralama yapılmıştır. Buna göre her bir büyüklük portföyü içerisinde üç adet ilave portföy oluşturulmuştur. Böylece toplam 30 adet portföy elde edilmiştir. Çalışmaya korelasyon analizleri ile başlanmıştır. Korelasyon testlerinin sonuçlarına göre, ülke fonlarının iskonto/primleri birlikte hareket eğilimi göstermiştir. Ancak ülke fonlarının iskonto/primleri ile yerel yatırım ortaklıklarının iskonto/primleri arasında önemli bir ilişki belirlenmemiştir. Diğer yandan, sonuçlar gerek yerel yatırım ortaklıklarının ve gerekse ülke fonlarının iskonto/primlerinin, oluşturulan portföylerin getirileri ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, her iki tip yatırım ortaklığının primleri arttıkça küçük şirketlerin hisse senetleri daha fazla getiri sağlamış; tersine yatırım ortaklıklarının primleri azaldıkça, küçük şirketlerin hisse senetleri daha az getiri sağlamıştır. Uygulama bölümünün ikinci aşamasında regresyon analizleri yapılmıştır. Regresyon analizlerinde, şirketlerin büyüklüklerine ve kurumsal yatırımcı oranlarına göre oluşturulmuş olan 30 adet portföyün getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak

ise, ABD hisse senedi piyasası getirisi, ülke fonları endeksinde değişim ve yerel yatırım ortaklıkları endeksinde değişim alınmıştır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, küçük firmaların hisse senetleri yatırımcı duyarlılığından daha fazla etkilenmiştir.

Leonard ve Shull (1996), 1965-1994 yılları arasında kapsayan dönemde faaliyet gösteren 38 yatırım ortaklığı ile aynı dönemde NYSE'de işlem gören hisse senetlerini kapsayan çalışmalarında, yatırım ortaklıkları iskonto/primi ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının söz konusu NYSE hisse senetleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Lee ve diğerlerine (1991) benzer biçimde hisse senetleri, büyüklüklerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanmış ve bu sıralamaya göre on ayrı portföye dahil edilmişlerdir. Ayrıca analiz sonuçlarının zaman içinde tutarlılığının incelenmesi amacıyla araştırma dönemi ikiye ayrılmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde, yatırım ortaklıkları iskonto/primi ile hisse senetlerinin şirket büyüklüklerine göre oluşturulmuş portföylerin getirileri arasında regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizi sonuçları, araştırma döneminin tümü için değerlendirildiğinde yatırımcı duyarlılığının fiyatlandığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ancak analizler alt dönemler için tekrarlandığında, her ne kadar ilk alt dönemin sonuçları tüm döneme ilişkin sonuçlara benzer biçimde yatırımcı duyarlılığının istatistiksel bakımdan anlamlı bir faktör olduğu sonucunu verse de, ikinci alt dönemde yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri ile birlikte hareket etmediği gözlenmiştir. İkinci alt dönemde yatırımcı duyarlılığının fiyatlanmadığına ilişkin bulgular elde edilmiştir. Sonucun, kurumsal yatırımcıların küçük şirketlere daha fazla yatırım yapmalarından ileri geldiği öne sürülmüştür. Bu varsayım altında, yatırımcı duyarlılığının fiyatlanan bir risk kaynağı olduğu kabul edilmiştir.

Neal ve Wheatley (1998), çalışmalarında yatırım ortaklıkları iskontosunun yanı sıra yaygın olarak yatırımcı duyarlılığını temsil ettiği kabul edilen iki ölçüt daha kullanmışlardır. Bu ölçütler, lot altı satışların lot altı alımlara oranı ve yatırım fonlarının pay geri alma tutarıdır. 1933-

1993 yılları arasını kapsayan çalışmada söz konusu üç değişkenin hisse senedi getirilerini tahmin etme kabiliyeti incelenmiştir. Daha önceki çalışmalara benzer biçimde, araştırma kapsamındaki hisse senetleri şirket büyüklüğüne göre sıralanarak on ayrı portföye dahil edilmiş ve analizler bu portföyler üzerinde gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizleri, yatırım ortaklıkları iskontosu ve yatırım fonlarının pay geri alma tutarının küçük şirketlerin hisse senedi getirilerini tahmin edebildiğini göstermiştir. Buna karşılık, söz konusu iki ölçütün büyük şirketlerin hisse senedi getirilerini tahmin etmede yararlı olmadıkları belirlenmiştir. Lot altı satışların lot altı alımlara oranı ise hisse senedi getirilerini tahminde etkili olamamıştır.

Burch, Emery ve Fuerst (2003), 11 Eylül olaylarından yola çıkarak yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskonto/priminin oluşumunda etkisi olup olmadığını incelemiştir. 11 Eylül öncesi ve sonrasında 391 yatırım ortaklığının haftalık iskonto/primini analiz ederek söz konusu olayların yatırım ortaklıkları iskonto/priminde istatistiksel bakımdan anlamlı olarak değişime neden olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Olaylar öncesindeki son kapanışta, yatırım ortaklıklarının ortalama iskontosu %3.3 olmuş, buna karşılık olayları izleyen ilk kapanışta ise ortalama iskonto %7.7 olarak gerçekleşmiştir. İzleyen haftalarda ise genel ekonomik beklentilerin düzelmesiyle iskonto oranı azalarak olaylar öncesi seviyesine yaklaşmıştır. İskonto oranı, 11 Eylül olayları ile eş anlamlı olarak yükselmiş, ancak ekonomi ve piyasaların istikrar kazanmasıyla eş anlamlı olarak azalıp olaylar öncesi seviyesine dönmüştür. Bu gelişme, yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosunun oluşumunda önemli ölçüde etkili olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Baker ve Wurgler (2004), yatırım ortaklıkları iskontosunun yanı sıra beş ayrı yatırımcı duyarlılığı temsilcisini de çalışmalarında kullanmışlardır. Üstelik, yatırım ortaklıkları iskontosunun, en iyi yatırımcı duyarlılığı göstergesi olduğunu vurgulamışlardır. Analizler, firma bazında olmayıp, firmaların hisse senetlerinden oluştu-

ruan portföyler aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Portföylerin oluşturulmasında ise firmalara ilişkin bazı özellikler kriter olarak kabul edilmiştir. Her bir özelliğe bağlı olarak onar adet portföy oluşturulmuştur. Yatırımcı duyarlılığını temsil eden değişkenlerin konjonktür dalgalanmalarından etkilenmesini önlemek amacıyla her bir temsilci değişken makroekonomik değişkenlere göre istatistiksel bakımdan bağımsız hale getirilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmı iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, altı temsilci değişken ve bunların birer dönem gecikmeli değerlerinden, Temel Bileşenler Analizi (TBA) kullanılarak, bir yatırımcı duyarlılığı endeksi oluşturulmuştur. Son aşamada ise hisse senedi getirileri ile yatırımcı duyarlılığı endeksi arasında regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, yatırım ortaklıkları iskontosunun yatırımcı duyarlılığını başarı ile temsil ettiğini ortaya koymuştur. İskontonun genişlediği, diğer bir ifade ile yatırımcı duyarlılığının olumsuz yönde geliştiği, dönemlerde küçük şirketlerin hisse senetleri daha fazla getiri sağlarken; büyük şirketler daha az getiri sağlamaktadır. Buna göre, büyüklük etkisi ile yatırım ortaklıkları iskontosu arasındaki ilişkinin varlığı bu çalışmada da doğrulanmıştır.

Yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer bir önemli çalışmayı Brown ve Cliff (2004) gerçekleştirmiştir. Bu çalışmada, yatırımcı duyarlılığını temsil etmek için aralarında yatırım ortaklıkları iskontosunun da bulunduğu bir dizi değişken belirlenmiştir. Veriler, aylık ve haftalık olmak üzere iki ayrı sıklıkta derlenmiştir. Aylık veriler, 406 gözlemden; haftalık veriler ise 596 gözlemden oluşmuştur. TBA, regresyon analizi ve vektör otoregresif modelden yararlanılan çalışma, yatırımcı duyarlılığı ölçütlerinin gerek birbirleriyle ve gerekse hisse senedi getirileriyle ilişkili olduğu sonucunu vermiştir. Diğer yandan yatırımcı duyarlılığı ölçütlerinin, küçük şirketlerin yanı sıra büyük şirket getirileriyle de ilişkili olduğu belirlenmiştir.

Yatırım ortaklıklarında iskonto/ prim kavramı ve yatırımcı duyarlılığı teorisi ile

ilgili açıklamalar yapıldıktan ve ilgili literatür incelendikten sonra aşağıda çalışmada kullanılan yöntem ve verilere ilişkin bilgiler verilmiştir.

5. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmada kullanılan verileri, yatırım ortaklıkları iskontosuna ilişkin veriler ve hisse senedi endekslerine ilişkin veriler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Kullanılan veriler, bu ayırma göre aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

a) 1997 yılının Ocak ayı ile 2005 yılının Temmuz ayı arasındaki 103 aylık dönem boyunca, faaliyette bulunan yatırım ortaklıkları araştırma kapsamına alınmıştır. Araştırma dönemi boyunca, yatırım ortaklıklarının sayısında artış olmuş, Ocak 1997 tarihinde 14 olan yatırım ortaklığı sayısı, 2005 yılının Temmuz ayında 25'e yükselmiştir.

Analizlerde kullanılan en önemli değişkenlerden biri, daha önce belirtildiği gibi, yatırım ortaklıkları ağırlıklı ortalama iskonto endeksidir. Yatırım ortaklıkları iskontosunu, yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak kullanan ilk uygulamalı çalışma Lee ve diğerleri (1991) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yatırımcı duyarlılığını temsil etmek üzere çalışma kapsamındaki tüm yatırım ortaklıklarını kapsayacak biçimde bir ağırlıklı iskonto endeksi oluşturulmuştur. Bu yöntem izleyen pek çok çalışmada olduğu gibi bu çalışmada da aynen kullanılmıştır. Söz konusu endeks hesaplama yöntemi aşağıdaki gibidir (Lee ve diğerleri, 1991):

$$YOAI E_t = \sum_{i=1}^{n_t} W_i \text{ISKONTO} / \text{PRIM}_{it}$$

YOAI E_t = t dönemindeki ağırlıklı iskonto endeksi,

$$W_i = \frac{NVD_{it}}{\sum_{i=1}^{n_t} NVD_{it}},$$

NVD_{it} = i yatırım ortaklığının t dönemindeki net varlık değeri,

$$\text{ISKONTO} / \text{PRIM}_{it} = \frac{NVD_{it} - \text{HSF}_{it}}{NVD_{it}} \times 100,$$

HSF_{it} = i yatırım ortaklığının t dönemi sonundaki hisse senedi fiyatıdır.

Son olarak, ağırlıklı iskonto endeksindeki aylık değişim hesaplanmıştır: Analizlerde yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak kullanılan değişken, ağırlıklı iskonto endeksindeki aylık değişimdir.

$$\Delta \text{YOAI E}_t = \text{AI E}_t - \text{AI E}_{t-1}$$

ΔYOAI E_t = t ayında ağırlıklı iskonto endeksinde meydana gelen değişim,

YOAI E_t = t ayında ağırlıklı iskonto endeksinin değeri,

YOAI E_{t-1} = t-1 ayında ağırlıklı iskonto endeksinin değeri.

Çalışmada kullanılan yatırım ortaklığı verileri "Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bültenleri"nden elde edilmiştir.

e) Analizlerde kullanılan diğer değişkenler, çeşitli hisse senedi endeksleridir. Bunlar sırasıyla, İMKB 100 endeksi, İMKB Ulusal Sınai Endeksi, İMKB Ulusal Mali Endeks ve İMKB Ulusal Hizmetler Endeksi'dir. Çalışmada, dört hisse senedi endeksinin değerleri, İMKB Aylık Bültenleri'nden elde edilmiştir. Dört endeksin getirileri de aynı şekilde, aşağıdaki yöntemle hesaplanmıştır:

$$r_e = (E_t - E_{t-1}) / E_{t-1}$$

r_e = İlgili hisse senedi endeksinin getiri oranı,

E_t = İlgili hisse senedi endeksinin ay sonundaki düzeyi,

E_{t-1} = İlgili hisse senedi endeksinin ay başındaki düzeyidir.

Araştırmada, yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirilerini tahmin gücünün zaman içinde tutarlı olup olmadığının belirlenmesi de önemli olmak-

tadır. Bu amaçla, araştırma dönemi, eşit uzunlukta iki alt döneme ayrılmıştır. Birinci alt dönem, Şubat 1997 ile Nisan 2001 tarihleri arasında kapsarken; ikinci alt dönem, Mayıs 2001 ile Temmuz 2005 tarihleri arasında kapsamaktadır. Buna göre, araştırmada kullanılan gözlem sayısı tüm dönem için 102, her bir alt dönem için ise 51 olmuştur. Ocak 1997 tarihine ilişkin gözlem regresyon analizlerinde kullanılmamıştır. Söz konusu tarihteki gözlemin hisse senedi endeksi getirilerini ve iskonto endeksindeki değişimi hesaplamak için kullanıldığı yukarıdaki formüllerden de anlaşılmaktadır.

Çalışmada, yatırımcı duyarlılığı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin araştırılmasında, regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, hisse senedi endeksi getirileri bağımlı değişken, yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksi ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Söz konusu regresyon eşitliği aşağıda formül ile gösterilmiştir:

$$HSE_t = \beta_1 + \beta_2 YOAIO_t + \mu_t$$

HSE = Hisse senedi endeksleri getirileri,

YOAİE = Yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksinde değişim,

μ = Rasgele hata terimidir.

Ancak regresyon tahmininin yapılabilmesi için her şeyden önce verilerin analize uygun olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Verilerin analize uygun olup olmadığını belirleyen önemli bir kriter, verilerin durağan olup olmadığını belirlemesidir. Bu çalışmada, verilerin durağanlığının incelenmesi için, birbirlerini tamamlama özelliğine sahip bulunan iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar, Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen “Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi” ve Philips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen “Phillips-Perron (PP) testi”dir.

Regresyon tahmini yapılırken kontrol edilmesi gereken bir diğer varsayım da hata terimlerinde ardışık bağımlılık (autocorrelation veya serial correlation)

sorununun olmamasıdır. Bu sorunun tespiti için Breusch-Godfrey testi (BG testi; Langrange Multiplier test) kullanılmıştır. Regresyon analizlerinde dikkate alınması gereken bir diğer önemli varsayım, hata terimlerinde değişen varyans (heteroscedasticity) probleminin bulunmamasıdır. Bu çalışmada, değişen varyansın varlığının sınanması için White testinden (White General Heteroscedasticity Test) yararlanılmıştır (White, 1980). Bazı regresyon analizlerinde, ardışık bağımlılık ve değişen varyans problemleri belirlenmiş ve giderilmesi için White (1980) tarafından geliştirilen “White Değişen Varyansla Uyumlu Varyans ve Standart Hataları – White’s Heteroscedasticity-Consistent Variances and Standard Errors” veya Newey ve West (1987) tarafından geliştirilen “Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılıkla Uyumlu Standart Hatalar – Newey-West Standard Errors” kullanılmıştır.

6. Yatırımcı Duyarlılığı ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Çalışmanın uygulama bölümünde ilk olarak, analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin özet bilgiler incelenmiş, ardından regresyon analizleri gerçekleştirilmiş ve bulgular yorumlanmıştır.

Ek 1’de yer alan ortalama iskonto/prim değerinin sıfır olması, yatırım ortaklıklarının araştırma dönemi boyunca genel olarak iskontolu veya primli işlem görmediğini işaret etmektedir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerinin işlem gördüğü en yüksek iskonto %34 civarında gerçekleşirken; en yüksek prim rakamı %53 civarında olmuştur. Araştırma dönemi boyunca, hisse senedi endeksleri %3 ile %5 arasında ortalama getiri sağlamışlardır. Hisse senedi endeksleri içerisinde en yüksek aylık getiriyi yaklaşık %86 ile mali endeks sağlarken; en düşük aylık getiriyi %41’e yaklaşan bir rakamla Sınai endeksi sağlamıştır. Ortalama bazında en yüksek getiriyi sağlayan Mali endeks aynı zamanda en fazla değişkenlik gösteren endeks olmuştur. Mali endeks getirileri yaklaşık %19 dalgalanma göstermiştir. Öte yandan, ağırlıklı iskonto endeksindeki

değişimin, hisse senedi endekslerinden daha az dalgalandığı ve dolayısıyla daha istikrarlı bir yapı arz ettiği gözlenmektedir.

Regresyon analizlerine başlanmadan önce verilerin analize uygunluğunun belirlenmesi amacıyla birim kök testleri yapılmıştır. Birim kök test sonuçları ekte yer almaktadır. Ek 2'de görüldüğü gibi analizlerde kullanılması düşünülen serilerin tamamı için hesaplanan ADF ve PP test istatistikleri, ilgili kritik değerleri aşmaktadır. Buna göre, tüm seriler durağan olup, regresyon analizine uygun durumdadır. Üstelik veriler, tüm dönem için olduğu gibi alt dönemlerde de durağan durumdadır. Durağanlık testlerinden elde edilen olumlu sonuçların ışığında, regresyon analizleri yapılmış ve analiz sonuçları Ek 3'de özetlenmiştir.

Ek 3'de görüldüğü gibi regresyon analizlerinin tamamında F istatistikleri anlamlı bulunmuştur. Buna göre, ağırlıklı iskonto endeksinin (YOAİE), regresyon denklemlerinin tamamında sıfırdan farklı olduğu ortaya çıkmaktadır. Analiz sonuçları tüm dönem ve alt dönemler itibarıyla ayrı incelendiğinde, YOAİE'nin dört endeksin getirisini de tahmin kabiliyeti bulunduğu belirlenmiştir. Üstelik ilgili t istatistikleri incelendiğinde, söz konusu tahmin kabiliyetinin istatistiksel bakımdan anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, daha önce yapılan çalışmalar ile büyük ölçüde uyumludur. Çalışmalarında, yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak sadece yatırım ortaklıkları iskontosunu kullanan Lee ve diğerleri (1991) ile Bodurtha ve diğerleri (1995) yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirilerini açıklama kabiliyeti olduğunu ortaya koymuşlardır. Öte yandan Neal ve Wheatley (1998), Baker ve Wurgler (2004), Brown ve Cliff (2004), çok sayıda yatırımcı duyarlılığı temsilcisi değişken arasında yatırım ortaklıkları iskontosuna da yer vermiş ve yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirilerini açıklama kabiliyeti olduğunu ortaya koymuşlardır. Analizlerden elde edilen eğim katsayıları, YOAİE'de %100 artış meydana geldiğinde, dört hisse senedi endeksinin getirilerinde %50 ile %60 arasında değişen oranlarda düşüş olduğunu

göstermektedir. Ancak düzeltilmiş R² değerlerinin oldukça düşük olması, YOAİE'nin hisse senedi endeks getirilerini açıklama kabiliyetinin çok yüksek olmadığını göstermektedir.

Analiz sonuçları alt dönemler itibarıyla değerlendirildiğinde, birinci alt dönem için benzer sonuçlar elde edilmiştir. YOAİE'ye ait eğim katsayıları yine %50 ile %60 civarında olmuş ve t istatistikleri anlamlı bulunmuştur. Diğer yandan düzeltilmiş R² değerleri, tüm döneme göre biraz daha yüksek olmakla beraber yine de düşük seviyededir. İkinci alt dönemde analiz sonuçları bir hayli değişmiştir. Bu dönemde, yatırım ortaklıkları iskontosunun, İMKB 100 ve Ulusal Sınai endekslerini tahmin gücü bulunmamaktadır. Bu sonuç, Leonard ve Shull (1996) ile büyük benzerlik göstermektedir. Adı geçen çalışmada da, tüm dönem ve birinci dönemde, yatırım ortaklıkları iskontosunun tahmin gücünün varlığı belirlenmiş; ancak ikinci alt dönemde söz konusu tahmin kabiliyetinin azaldığı belirtilmiştir. Öte yandan, YOAİE'nin Hizmetler endeksi ile Mali endeksi tahmin gücü ise, t değerleri birinci alt döneme göre daha düşük olmakla beraber, mevcuttur. İkinci alt dönemde, düzeltilmiş R² değerlerinde ciddi bir düşüş olmuş ve yatırım ortaklıkları iskontosunun, endeks getirilerini açıklama kabiliyeti daha da azalmıştır.

Bulgular özetlenirse, yatırım ortaklıkları iskontosunun, tüm araştırma döneminde ve birinci alt dönemde, hisse senedi getirilerini tahmin kabiliyeti bulunduğu belirlenmiştir. Ancak ikinci alt dönemde, söz konusu tahmin gücü iki endeks ile sınırlı kalmıştır. Düzeltilmiş R² değerlerinin tüm dönem ve alt dönemler için düşük seviyede olması, hisse senedi getirilerini açıklamada, yatırım ortaklıkları iskontosunun tek başına yeterli olmadığını, analize başka değişkenlerin de dahil edilmesi gerektiğini düşündürmektedir.

7. Sonuç

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, finansal varlıklara yatırmak için kullanan ve payları piyasada işlem gören

yatırım şirketleridir. Yatırım ortaklıklarının hisseleri piyasada işlem gördüğünden, yatırım ortaklığı hisse senetleri net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Hisse senetlerinin, net varlık değerinin altında fiyatlanması halinde iskontolu; net varlık değerinin üzerinde fiyatlanması halinde primli işlem görme söz konusu olmaktadır. Yatırım ortaklıklarının iskontolu veya primli işlem görmesi, büyük ölçüde yatırımcıların psikolojik durumlarından, diğer bir deyişle, yatırımcı duyarlılığından kaynaklanmaktadır. Yatırımcı duyarlılığı, hisse senedi piyasasına ilişkin iyimser veya kötümser beklentiler olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcı duyarlılığının olumlu olması, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskontolu işlem görmesine neden olmaktadır. Yatırımcı duyarlılığının olumsuz olduğu dönemlerde ise menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir.

Yatırım ortaklıkları iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye'deki yatırım ortaklıklarına ait Ocak 1997 – Temmuz 2005 dönemi verileri kullanılarak ağırlıklı ortalama iskonto endeksi hesaplanmış ve bu iskonto endeksinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Hisse senedi getirileri, İMKB 100 endeksi, Ulusal Sınai Endeksi, Ulusal Hizmetler Endeksi ile Ulusal Mali Endeks tarafından temsil edilmiştir. İskonto endeksinin, hisse senedi endeksleri üzerindeki etkisi regresyon analizlerinden yararlanılarak incelenmiştir. Sonuçların zaman içindeki tutarlılığının incelenmesi amacıyla, araştırma dönemi, eşit uzunlukta iki alt döneme bölünmüştür.

Yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin, tüm araştırma dönemi ve birinci alt dönemde hisse senedi endekslerinin getirilerini tahmin gücü bulunmaktadır. Yatırım ortaklıkları iskonto endeksindeki %100'lük bir artış olması halinde, hisse senedi getirilerinde %50 ile %60 civarında bir düşüş gerçekleşmektedir. Üstelik söz konusu tahmin kabiliyeti, istatistiksel bakımdan önemlidir. Ancak ikinci alt dönemde, söz

konusu tahmin gücü iki endeks ile sınırlı kalmıştır.

Sonuçlar genel olarak özetlenirse, Türkiye'de yatırımcı duyarlılığının, hisse senedi getirilerini etkilediğini belirtmek yanlış olmayacaktır. Yatırım ortaklıkları iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri ters yönde hareket etmektedir. Buna göre, yatırım ortaklıkları iskontosunun zaman içindeki seyri izlenerek alınacak yatırım kararları, ilave kar olanakları yaratabilecektir. Ancak analiz sonuçları, yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirilerini tek başına çok da iyi açıklayamadığını göstermiştir. Daha önce yapılmış olan bazı çalışmalarda, yatırımcı duyarlılığını temsil eden farklı değişkenlere de yer verilmiştir. Bu konuda yapılacak yeni çalışmalarda analize sözü edilen farklı değişkenlerin de eklenmesi, yatırımcı duyarlılığı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin daha iyi açıklanmasına olanak sağlayabilecektir.

Kaynaklar

Baker, Malcolm ve Jeffrey Wurgler (2004), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", NBER Working Paper No: W10449

Black, Fischer (1986), "Noise", *Journal of Finance*, C 41 No 3, s.529-543

Bodurtha, James N., Dong-Soon Kim ve Charles M. C. Lee (1993), "Closed-end country funds and U. S. Market sentiment", *Review of Financial Studies*, C 8 No 3, s.879-918

Brown, Gregory W. ve Michael T. Cliff (2004), "Investor sentiment and the near-term stock market", *Journal of Empirical Finance*, No 11, s.1-27

Burch, Timothy R., Douglas R. Emery ve Michael E. Fuerst (2003), "What can "Nine-Eleven" tell us about closed-end fund discounts and investor sentiment", *Financial Review*, C 38, s.515-529

Datar, Vinay (2001), "Impact of liquidity on premia/discounts in closed-end funds", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.41, p. 119-135

De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers ve Robert J. Waldmann (1990), "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, C 98 No 4, s. 703-738

- Dickey, David A. ve Wayne A. Fuller (1979), "Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root", *Journal of the American Statistical Association*, C. 74, No: 366, s.427-431
- Dimson, Elroy ve Karolina Minio-Kozerski (1999), "Closed-end funds: A survey", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, C. 8, No: 2, s.1-41
- Döm, Serpil (2003), *Yatırımcı Psikolojisi* (Birinci Basım), İstanbul: Değişim Yayınları
- Fortune, Peter (1997), "Mutual funds, part 1: Reshaping the American financial system", *New England Economic Review*, No: July/August, s.45-72
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bültenleri, Çeşitli Sayılar
- Kumar, Raman ve Gregory M. Noronha (1992), "A re-examination of the relationship between closed-end fund discounts and expenses", *Journal of Financial Research*, C. 15, No: 2, s.139-147
- Lee, Charles M. C., Andrei Shleifer ve Richard H. Thaler (1991), "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", *Journal of Finance*, C 46 No 1, s.75-109
- Leonard, David C. ve David M. Shull (1996), "Investor sentiment and the closed-end fund evidence: impact of the january effect", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, C 36, No 1, s. 117-126
- Malkiel, Burton G. (1977), "The valuation of closed-end investment company shares", *Journal of Finance*, Vol.32, s.847-859
- Neal, Robert ve Simon M. Wheatley (1998), "Do measures of investor sentiment predict returns?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, C 33 No 4, s.523-547
- Newey, Whitney K. ve Kenneth D. West (1987), "A simple positive semi-definite heteroscedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix", *Econometrica*, C. 55, No: 3, s.703-708
- Philips, Peter C. B. ve Pierre Perron (1988), "Testing for a unit root in time series regression", *Biometrika*, C. 75, No: 2, s.335-346
- Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bültenleri, Çeşitli Sayılar
- Shleifer, Andrei ve Lawrence H. Summers (1990), "The noise trader approach to finance", *Journal of Economic Perspectives*, C 4 No 2, s.19-33.
- White, Halbert (1980), "A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity", *Econometrica*, C 48, No 4, s.817-838
- <http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>, Ziyaret Tarihi: 15.09.2005

Ek 1. Özet İstatistikler

	ISKONTO/PRİM	İMKB100	SINAI	HİZMETLER	MALI
Ortalama	-0.001373	0.042087	0.037052	0.033874	0.049033
Maksimum	0.341979	0.797839	0.704122	0.665428	0.858634
Minimum	-0.530926	-0.390341	-0.407955	-0.374784	-0.387847
Standart Sapma	0.116342	0.170364	0.151597	0.159688	0.186230

Ek 2. Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	ADF Testi			PP Testi		
	Sabit	Sabit ve Trend	Sabit ve Trend Yok	Sabit	Sabit ve Trend	Sabit ve Trend Yok
A. Tüm Araştırma Dönemi						
YOAİE	-11.737	-11.716	-11.798	-11.729	-11.724	-11.789
İMKB 100	-10.089	-10.087	-9.554	-10.089	-10.087	-9.611
Sinai	-9.890	-9.881	-9.397	-9.899	-9.879	-9.474
Hizmetler	-10.072	-10.124	-9.658	-10.073	-10.124	-9.706
Mali	-9.933	-9.931	-9.364	-9.933	-9.931	-9.424

B. Birinci Alt Dönem						
YOAIÉ	-8.431	-8.325	-8.511	-8.464	-8.362	-8.541
İMKB 100	-6.111	-6.026	-5.686	-6.078	-5.990	-5.758
Sınai	-5.658	-5.583	-5.315	-5.681	-5.611	-5.392
Hizmetler	-6.032	-6.061	-5.701	-5.982	-6.063	-5.717
Mali	-6.212	-6.121	-5.723	-6.184	-6.089	-5.798
C. İkinci Alt Dönem						
YOAIÉ	-6.966	-6.925	-7.029	-6.974	-6.930	-7.033
İMKB 100	-8.042	-8.052	-7.706	-8.485	-8.560	-7.706
Sınai	-8.776	-8.695	-8.284	-12.613	-12.701	-8.349
Hizmetler	-5.124	-5.074	-7.900	-9.282	-9.142	-7.916
Mali	-7.425	-7.507	-7.143	-7.509	-7.634	-7.143
Test Kritik Değerleri*						
Tüm Dönem	-3.496	-4.051	-2.588	-3.496	-4.051	-2.588
Birinci Alt Dönem	-3.568	-4.153	-2.612	-3.568	-4.153	-2.612
İkinci Alt Dönem	-3.568	-4.153	-2.612	-3.568	-4.153	-2.612

*Tüm kritik değerler %1 düzeyindedir.

Ek 3. Regresyon Analizleri Sonuçları

Bağımlı Değişken	β_1	β_2	Düzeltilmiş R ²	F İstatistiği
A. Tüm Araştırma Dönemi				
İMKB 100	0.041 (2.626)	-0.543 (-3.933)	0.129	15.946 [0.000]
Sınai	0.0363 (2.643)	-0.538 (-4.535)	0.162	20.569 [0.000]
Hizmetler	0.033 (2.245)	-0.504 (-3.945)	0.126	15.566 [0.000]
Mali	0.048 (2.786)	-0.570 (-3.808)	0.118	14.500 [0.000]
B. Birinci Alt Dönem				
İMKB 100	0.586 (2.192)	-0.584 (-3.047)	0.142	9.286 [0.004]
Sınai	0.050 (2.148)	-0.603 (-3.644)	0.197	13.279 [0.000]
Hizmetler	0.046 (1.907)	-0.517 (-2.988)	0.137	8.929 [0.004]
Mali	0.069 (2.364)	-0.608 (-2.917)	0.131	8.511 [0.005]
C. İkinci Alt Dönem				
İMKB 100	0.024 (1.437)*	-0.435 (-1.735)*	0.073	4.914 [0.031]
Sınai	0.023 (2.188)**	-0.366 (-1.500)**	0.064	4.405 [0.041]
Hizmetler	0.020 (1.171)	-0.467 (-2.308)	0.080	5.329 [0.025]
Mali	0.028 (1.468)	-0.467 (-2.114)	0.065	4.468 [0.040]

* t istatistikleri, White standart hataları kullanılarak düzeltilmiştir.

** t istatistikleri, Newey-West standart hataları kullanılarak düzeltilmiştir.

Not: Parantez içindeki rakamlar, t istatistiklerini; köşeli parantez içindeki rakamlar F istatistiğine ilişki olasılığı göstermektedir.