

İnançlı Mülkiyet İlkesinin İMKB’de İncelenmesi

Serkan Yılmaz Kandır*

Özet

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yatırımcıların, İMKB’deki yatırımlarının inançlı mülkiyet ilkesine uygun olup olmadığının incelenmesidir. Çalışmada, 2005, 2006 ve 2007 yılları için kurumsal yatırımcı sahiplik oranlarına göre oluşturulan şirket portföylerinin bazı özelliklerinin birbirlerinden farklı olup olmadığı t-testi yardımıyla incelenmiştir. Söz konusu özellikler, ilgili şirketin piyasa değeri, kaldıraç oranı, işlem görme oranı, hisse senedi getirilerinin standart sapması ve aktif karlılık oranıdır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların İMKB’de inançlı mülkiyet ilkesine uygun biçimde yatırım yaptıklarını göstermiştir. Kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli, aktif karlılığı yüksek, toplam riski, kaldıraç oranı ve hisse senedi likiditesi düşük şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yatırımcılar, İnançlı Mülkiyet İlkesi, İMKB

JEL Sınıflaması: G11, G32

Abstract - Investigation of Prudent Investment Hypothesis in ISE

Aim of this study is to examine whether institutional investors pursue prudent investment policy in ISE. Empirical analysis is performed by examining the difference among various firm characteristics of company portfolios constructed according to institutional ownership for the years, 2005, 2006 and 2007. Firm characteristics are market value, leverage ratio, turnover ratio, standard deviation of stock returns and return-on-assets. Analysis results suggest that institutional investors invest prudently in ISE companies. Institutional investors seem to prefer companies with big scale, high level of return-on-assets, low level of total risk, stock liquidity, and leverage ratio.

Keywords: Institutional Investors, Prudent Investment Hypothesis, ISE

JEL Classification: G11, G32

* Dr., İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Çukurova Üniversitesi

1. Giriş

Son yıllarda sermaye piyasaları tüm dünyada önemli gelişme göstermiştir. Sermaye piyasalarındaki gelişmeye paralel olarak, kurumsal yatırımcılar da büyük gelişme göstermiş ve sermaye piyasalarında önemli bir rol üstlenmişlerdir. Kurumsal yatırımcılar, tasarrufları küçük yatırımcılar adına kolektif biçimde ve belirli hedefler doğrultusunda yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlardır. Söz konusu hedefler, yatırımın risk düzeyi, getirisi ve vadesi ile ilgili olabilmektedir (Davis ve Steil, 2001: 12). Her çeşit Yatırım Fonları, Bireysel Emeklilik Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Hayat Sigorta Şirketleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve benzeri diğer kuruluşlar "Kurumsal Yatırımcı" olarak nitelendirilmektedir (http://www.kyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx).

Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu düşünülmektedir. Bu farklılığın, inançlı mülkiyet ilkesinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların, tasarruf sahipleri tarafından kendilerine emanet edilen fonlara inançlı olarak sahip olmasını öngörmektedir. Kurumsal yatırımcılar, devraldıkları fonları, sözleşmeye uygun biçimde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek zorundadırlar. Sözü edilen bu zorunluluk, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerine yön verebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yatırımcıların, İMKB'deki yatırımlarının inançlı mülkiyet ilkesine uyumlu olup olmadığının incelenmesidir. Çalışmada, 2005, 2006 ve 2007 yılları için kurumsal yatırımcı sahiplik oranlarına göre oluşturulan şirket portföylerinin bazı özelliklerinin birbirlerinden farklı olup olmadığı t-testi yardımıyla incelenmiştir. Söz konusu özellikler, ilgili şirketin piyasa değeri, kaldıraç oranı, işlem görme oranı, hisse senedi getirilerinin standart sapması ve aktif karlılık oranıdır.

Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. İzleyen bölümde, kurumsal yatırımcıların temel özellikleri ve yatırım tercihlerindeki farklılıkların nedenleri incelenmiştir. Üçüncü bölümde, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen uygulamalı çalışmalar özetlenmiştir. Dördüncü ve beşinci bölümlerde sırasıyla, araştırma yöntemi, veriler ve araştırma bulguları sunulmuştur. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulguların genel değerlendirilmesi yapılmıştır.

2. Kurumsal Yatırımcıların Temel Özellikleri ve İnançlı Mülkiyet İlkesi

Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerinin, diğer yatırımcılardan farklı olduğu ileri sürülmektedir. Ancak bu farklılığın nedenlerinden önce kurumsal yatırımcıların temel özelliklerini incelemek yararlı olacaktır. Bu özellikler, kurumsal yatırımcılar için ayırt edici özellikler olup aşağıda sıralanmıştır (Davis ve Steil, 2001: 12-13):

- Diğer finansal kurumlara benzer biçimde, kurumsal yatırımcılar da, küçük yatırımcılara bir risk havuzu sunarlar. Böylece, küçük yatırımcıların kendi başlarına

yapabileceklerinden daha iyi bir risk-getiri değişimi sunma olanağı elde edilmektedir. Söz konusu risk-getiri değişiminin başarısı, etkin bir çeşitlendirmeye dayanmaktadır. Çeşitlendirme, değişik finansal araçlara yatırım biçiminde olabileceği gibi uluslararası temelde de olabilir.

- Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcılara yüksek bir likidite imkânı sunarlar. Çünkü kurumsal yatırımcılar, büyük ve likit piyasalarda, standartlaştırılmış ürünlere yatırım yaparlar. Böylece elde ettikleri bilgileri hızlı biçimde işleme dönüştürebilmektedirler. Likit olmayan varlıklara ise daha az yatırım yapmaktadırlar.
- Kurumsal yatırımcılar, varlıklarını ve yükümlüklerini vade bakımından uyuşturmaktadırlar. Ayrıca, yüksek getiri sağlayan ancak riski de yüksek olan finansal araçlara yatırım yapmak için uzun vadeli yükümlülüklerle ağırlık vermektedirler.
- Kurumsal yatırımcılar büyük ölçekli yatırımcılardır. Büyüklüğün kurumsal yatırımcılara ve dolayısıyla müşterileri olan bireysel tasarruf sahiplerine çeşitli faydaları bulunmaktadır. Faydalardan birincisi, ölçek ekonomisinden yararlanılarak müşteriler için ortalama maliyetin düşürülmesidir. İkincisi, kurumsal yatırımcılar büyük hacimde alım ve satım işlemleri yaptıkları için daha düşük komisyon ödeme imkânı elde edebilmektedirler. Son olarak, büyüklük, kurumsal yatırımcıların bölünemeyen büyük yatırımları yapmasına imkân tanımaktadır.
- Büyüklüğe bağlı olarak ortaya çıkan bir diğer özellik ise kurumsal yatırımcıların müdahale imkânı ile ilgilidir. Bu müdahale gücü, kurumsal yatırımcıların işlem maliyetlerini aşağıya çekmesini ve sermaye piyasası otoritelerinin adil davranmasını sağlamaktadır. Ayrıca yatırım yapılan şirketleri kontrol etme imkânı da vermektedir.

Kurumsal yatırımcılar ile ilgili olarak sıklıkla araştırılan bir konu, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olup olmadığıdır. Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu ve kurumsal yatırımcılar ile diğer yatırımcılar arasındaki tercih farklılığının, kurumsal yatırımcıların "inançlı mülkiyet ilkesi"ne göre yatırım yapma zorunluluğundan kaynaklandığı ileri sürülmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kendisine emanet edilen fonları, basiretli, sağduyulu ve zeki bir insanın kendi yatırımlarında göstereceği inanç ve sağduyuyu göstererek yönetmesi prensibidir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcı yöneticilerinin, kendilerine emanet edilen fonları, tasarruf sahiplerinin çıkarlarını kendi kişisel çıkarlarının önüne koymasını ve tasarruf sahiplerinin çıkarları için çalışmasını öngörmektedir (Droms, 1992: 59-60). İnançlı mülkiyet ilkesine göre, bir kurumsal yatırımcının yöneticisi yatırım faaliyetleri sırasında yaşadığı koşullar karşısında basiretli, benzer kapasitede ve benzer amaçlara sahip bir insanın benzer koşullarla karşılaşması halinde göstereceği ilgi, kabiliyet, sağduyu ve gayreti göstermesi beklenmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların yatırım davranışları ve tercihleri üzerin-

de önemli etkilere sahiptir. Buna göre, kurumsal yatırımcılar sadece portföy performansı ve çeşitlendirme konularındaki başarıları ile değil; portföylerindeki menkul kıymetleri yönetirken gerekli ilgi, kabiliyet, sağduyu ve gayreti gösterip göstermeme konusunda da değerlendirilmektedirler (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 607-608). Böylece, inançlı mülkiyet ilkesinin, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini yönlendirdiği düşünülmektedir. Çünkü kurumsal yatırımcılar, spekülasyon amaçlı ve uygun olmayan yatırım faaliyeti yürüttükleri gibi bir görünüm vermek istememektedirler. Bu kaygı, kurumsal yatırımcıların hisse senedi seçimini önemli ölçüde etkilemekte ve kurumsal yatırımcıların büyük, likiditesi yüksek ve istikrarlı hisse senetlerine yönelmelerine neden olmaktadır (Eakins, Stansell, v.d., 1998: 95-96).

Kurumsal yatırımcıların yaptıkları her yatırımda inançlı mülkiyet ilkesine uymak zorunda olmaları, söz konusu yatırımın inançlı mülkiyet ilkesine uyduğunu gösteren bazı ölçütlere ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır. Bu ölçütler, yatırımın konusu olan menkul kıymetlere ilişkin bazı özelliklerin değerlendirilmesi neticesinde belirlenmektedir. Ölçütleri belirleme sürecinde, tüm şirket özelliklerinin dikkate alınması mümkün değildir. Ancak, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranının, şirketlerin bazı özelliklerine olan duyarlılığı değerlendirilebilir (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 609). Söz konusu şirket özellikleri, iki açıdan değerlendirilerek belirlenebilir. Birincisi, inançlı mülkiyet ilkesine göre faaliyetlerini sürdüren bir kurumsal yatırımcının dikkate alması gereken şirket özelliklerinden yararlanılabilir. İkincisi, daha önce yapılan uygulamalı çalışmaların ışığında bazı şirket özelliklerinin belirlenmesi de mümkündür. Örneğin, ilgili şirketin piyasa değeri, kaldıraç oranı, işlem görme oranı, hisse senedi getirilerinin standart sapması, aktif karlılık oranı gibi şirket özelliklerinden yararlanılabilir. Bu çalışmada, her iki yöntemden yararlanılarak, kurumsal yatırımcıların İMKB'deki yatırımlarının inançlı mülkiyet ilkesine uygunluğu araştırılmıştır.

3. Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Tercihlerini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini, dolayısıyla inançlı mülkiyet ilkesine uyum düzeylerini araştıran uygulamalı çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalar, incelenen ülke, konu alınan dönem, uygulanan model, kullanılan değişkenler ve ulaşılan sonuçlar açısından önemli farklılıklar göstermektedir. Söz konusu çalışmalar, aşağıda özetlenmiştir.

Chaganti ve Damanpour (1991), ABD şirketlerinde kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile firma performansı ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1983-1985 dönemini konu alan çalışmada, şirketler kurumsal yatırımcı sahipliği oranlarına göre gruplara ayrılmıştır. En yüksek ve en düşük kurumsal yatırımcı sahipliği oranına sahip şirket gruplarının kaldıraç oranları ve performanslarının birbirlerinden farklı olup olmadığı t testi ile araştırılmıştır. Analiz sonuçları, yüksek kurumsal yatırımcı sa-

hipliği oranına sahip şirketlerin kaldıraç oranının düşük, ancak özsermaye karlılığı oranının yüksek olduğunu ortaya koymuştur.

Sias (1996), ABD şirketlerinde kurumsal yatırımcı sahipliği ile hisse senedi getirilerinin değişkenliği arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 1977-1991 dönemini kapsayan çalışmada şirketler, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı, piyasa değeri ve haftalık hisse senedi getirilerinin standart sapmasına göre on portföye ayrılmıştır. Bulgular, kurumsal yatırımcıların piyasa değeri yüksek ancak riski düşük şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir.

Faugere ve Shawky (2003), kurumsal yatırımcılar ile bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerindeki farklılıkları incelemiştir. Çalışmanın örneklemini NASDAQ ve NYSE hisse senetlerinden oluşmuş ve portföy analizinden yararlanılmıştır. Portföy analizinin ilk aşamasında, hisse senetleri büyüklüklerine göre sıralanarak on portföye dağıtılmışlardır. Daha sonra her bir portföyde yer alan hisse senetleri kurumsal yatırımcı sahipliği oranına göre sıralanarak, her portföyde eşit sayıda hisse senedi bulunmak üzere, üç ayrı portföyde yerleştirilmiştir. Son olarak her bir portföy için ortalama değerler hesaplanmış ve karşılaştırılmıştır. Ancak analiz sonuçları, on büyüklük portföyünün sekizinde, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı daha yüksek olan hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir. Benzer bir analiz portföy getirilerinin standart sapmalarının farklılığını incelemek için tekrarlanmış ve sonuçlar, daha yüksek kurumsal yatırımcı sahipliği oranına sahip olan hisse senetlerinin getirilerinin standart sapmasının daha düşük düzeyde olduğunu ortaya koymuştur.

Pinnuck (2004), Avustralya'da faaliyet gösteren 35 aktif fon yöneticisinin hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Portföy analizlerinde, hisse senetleri şirket özelliklerine göre sıralanarak portföylere dâhil edilmişlerdir. Analizde kullanılan şirket özellikleri şunlardır: şirket büyüklüğü, işlem görme oranı, defter değeri / piyasa değeri oranı, önceki 11 ayın hisse senedi getirisi, hisse senedi getirilerinin aylık standart sapması, önceki üç yılın hisse senedi getirileri ve hisse senetlerinin borsada listendiği süredir. Ayrıca, her bir hisse senedi için fonların sahip oldukları hisse senedi adedi, şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi adedine oranlanarak elde edilen kurumsal yatırımcı sahipliği değişkeninden bağımlı değişken olarak yararlanılmıştır. Portföy analizi sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, hisse senedi getirileri az dalgalanan, hisse senedi likiditesi ve geçmiş hisse senedi performansı yüksek şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir.

Tong ve Ning (2004), sermaye yapısının kurumsal yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Finansal olmayan S&P 500 şirketlerini kapsayan çalışma, 1997-2001 dönemini konu almaktadır. Örnekleme yer alan şirketler çeşitli şirket özelliklerine göre iki gruba ayrılarak, sermaye yapısının kurumsal yatırımcıların tercihleri üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre kurumsal yatırımcılar, borç düze-

yi düşük, kısa süreli borçlarının toplam borçlar içindeki payı yüksek, kar payı getirisi düşük, sermaye harcamaları görece olarak yüksek ve nakit akışlarının satışlara oranı yüksek olan şirketlerin hisse senetlerini tercih etmektedirler.

Grinstein ve Michaely (2005), finansal olmayan ABD şirketlerinde kar payı dağıtımını ve kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiyi 1980-1996 döneminde incelemiştir. Çalışmanın örnekleminde yer alan tüm şirketler, piyasa değerlerine göre sıralanmış ve beş portföye ayrılmışlardır. Ayrıca her bir büyüklük portföyü içerisinde, kar payı ödeyen ve ödemeyen firmalar da gruplara ayrılmışlardır. Bulgular, kurumsal yatırımcıların, kar payı ödeyen şirketlerin hisselerine yaptığı yatırımın, kar payı ödemeyen şirketlerin hisse senetlerine yaptığı yatırımdan daha yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların büyük şirketlere yatırım yapmayı tercih ettikleri belirlenmiştir.

Ng ve Wu (2006), Çin'de kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Yatırımcıların hisse senedi tercihlerini belirlemek için ilgili literatür ışığında toplam dokuz faktör saptanmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımlar, yatırımcıların yaptıkları işlemler ile temsil edilmiştir. Bu amaçla, işlem tercih ölçütü geliştirilmiştir. Bu ölçüt, her bir yatırımcının bir hisse senedine yaptığı günlük yatırımın, hisse senedinin piyasa değerine oranlanması suretiyle elde edilmiştir. Uygulama aşamasında, hisse senetleri işlem tercih ölçütüne göre beş gruba ayrılarak portföy analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçları Çinli kurumsal yatırımcıların, hisse başına kazancı yüksek, getirileri fazla dalgalanan, hisse senedi fiyatı ve piyasa değeri yüksek, borsada işlem görme süresi görece kısa olan firmaları tercih ettiklerini göstermiştir.

Ko, Kim, v.d. (2007), Japonya ve Kore'de yabancı ve kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini 1993-2000 döneminde incelemiştir. Hisse senetleri, yabancı ve kurumsal yatırımcı paylarına göre sıralanarak üç portföye ayrılmıştır. Ayrıca Fama-French üç faktör modelinin uygulanması amacıyla hisse senetleri ilgili firmaların piyasa değerlerine ve defter değeri / piyasa değeri oranına göre sıralanmış ve portföylere ayrılmıştır. Analiz sonuçları her iki ülke için de genelde benzer olmuştur. Her iki ülkede de, yabancı ve kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli ve düşük defter değeri / piyasa değeri oranına sahip firmaların hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak özsermaye karlılığı konusunda tercihler iki ülke arasında farklılık göstermiştir. Japonya'daki yabancı ve kurumsal yatırımcılar, firmaların özsermaye karlılığı konusunda bir tercihleri olmadığı gözlenirken; Kore'deki yabancı ve kurumsal yatırımcıların, özsermaye karlılığı yüksek firmaların hisse senetlerini tercih ettikleri belirlenmiştir.

Jain (2007), kurumsal yatırımcıların kar payı ve hisse senedi geri alma konularındaki tercihlerini 1989-1996 döneminde incelemiştir. NYSE, AMEX ve NASDAQ şirketlerinin yanı sıra hisse senetleri tezgâh üstü piyasada işlem gören şirketler de çalışmaya dâhil edilmiştir. Örnekleimde yer alan şirketler, büyüklüklerine, kar payı getirileri-

ne ve kar payı dağıtma durumlarına göre portföylere ayrılmışlardır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, kar payı getirisi düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını göstermiştir. Öte yandan, kurumsal yatırımcıların kar payı ödemeyen şirketlerin hisse senetlerini daha fazla tercih ettikleri gözlenmiştir. Son olarak, kurumsal yatırımcıların büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma eğiliminde oldukları belirlenmiştir.

4. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışma, 2005, 2006 ve 2007 yıllarını ve mali sektör dışındaki İMKB şirketlerini konu almaktadır. Mali sektör şirketlerinin örnekleme dâhil edilmemesinin nedeni, mali sektör şirketlerinin yüksek kaldıraç oranıyla faaliyetlerini devam ettirmeleridir (Fama ve French, 1992). Benzer biçimde, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen bazı çalışmalarda da, mali şirketler örnekleme dışında bırakılmıştır (Faugere ve Shawky, 2003; Tong ve Ning, 2004; Grinstein ve Michaely, 2005; Ko, Kim, v.d., 2007). Örneklemin oluşturulması ile ilgili bir diğer ön koşul, muhasebe verilerinin analiz tarihinde açıklanmış olmasıdır. 12 aylık mali tabloların açıklanması, izleyen yılın ilk altı ayı içinde tamamlanmaktadır (Fama ve French, 1992: 429). Bu çerçevede, şirketlerin mali tablo verileri, 12 aylık bilânçolar yerine 6 aylık bilânçolardan derlenmiştir. Böylece, yıl sonları itibarıyla derlenen kurumsal yatırımcılara ait veriler ile mali tablo verilerinin yayınlanma tarihleri açısından uyumlu olmaları sağlanmıştır. Örneklemin oluşturulması sürecinde dikkate alınan üç kriter daha bulunmaktadır. Bunlardan ilki hisse senedi fiyat bilgileri ile ilgilidir. Bir yıl içerisinde birbirini izleyen üç aydan fazla fiyat verisi bulunmayan hisse senetleri araştırma kapsamına dâhil edilmemiştir (Chui ve Wei, 1998). İkinci kriter gereği, çalışmaya negatif özsermayesi bulunan şirketler dâhil edilmemiştir (Fama ve French, 1995; Chui ve Wei, 1998). Üçüncü kriter, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler ile ilgilidir. Strong ve Xu (1997), mali tablo verilerinin ve piyasa değerinin tanımlanmasında yarattığı güçlükler gibi nedenlerle birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketleri çalışmalarına dâhil etmemişlerdir. Benzer nedenlerle, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler çalışmaya dâhil edilmemişlerdir. Yukarıda sıralanan tüm örnekleme seçim kriterleri dikkate alındığında örnekleme yer alan şirket sayıları 2005, 2006 ve 2007 yılları için sırasıyla 188, 193 ve 199 olmuştur.

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipliğini belirlemede kullanılan en yaygın yöntem, kurumsal yatırımcıların sahip oldukları hisse senedi sayısının, dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi yöntemidir (Ko, Kim, v.d., 2007; Jain, 2007). Bu çalışmada da kurumsal yatırımcı sahiplik oranı aynı yöntemle hesaplanmış ve hesaplama yöntemi aşağıda formül ile gösterilmiştir:

$$KSO_i = \frac{KYHSS_i}{DHSS_i} \quad (1)$$

KSO_i = i şirketi hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı,
 $KYHSS_i$ = kurumsal yatırımcıların sahip olduğu i şirketine ait hisse senedi sayısı,
 $DHSS_i$ = i şirketinin dolaşımdaki hisse senedi sayısıdır.

Kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi sayısı ile şirketlerin dolaşımdaki hisse senedi sayısına ilişkin veriler, "Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği" resmi internet sitesinden derlenmiştir (<http://www.tspakb.org.tr/veriler/veribanka.htm>).

İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların, büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir (Eakins, Stansell, v.d., 1998: 97). Uygulamalı çalışmaların çoğunluğu, kurumsal yatırımcıların büyük şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ileri sürmektedir (Sias, 1996; Pinnuck, 2004; Grinstein ve Michaely, 2005; Ng ve Wu, 2006; Ko, Kim, v.d., 2007; Jain, 2007). Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çalışmalarda, şirket büyüklüğü, şirketin piyasa değeri ile temsil edilmektedir (Faugere ve Shawky, 2003; Grinstein ve Michaely, 2005; Ng ve Wu, 2006; Jain, 2007). Bu çalışmada, şirket büyüklüğü, şirketlerin piyasa değerlerinin doğal logaritması ile ölçülmüştür. İMKB şirketlerinin piyasa değerleri, İMKB Yıllık Bültenleri'nden derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>).

İnançlı mülkiyet ilkesine göre kurumsal yatırımcıların makul bir riskle yatırım yapmaları gerekmektedir. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, yüksek risk büyük kayıplara neden olabilir ve yönetilen portföyün performansını olumsuz etkileyebilir. İkincisi, yüksek riskten kaynaklanan büyük ölçekli kayıplar, kurumsal yatırımcı yöneticisini yasal sorumlulukla karşı karşıya getirebilir. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile risk arasında ters yönlü bir ilişki öngörülmektedir (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 610). Kurumsal yatırımcıların risk tercihleri, uygulamalı çalışmalar arasında farklılık göstermektedir. Uygulamalı çalışmalara göre, kurumsal yatırımcılar riski düşük hisse senetlerini tercih etmektedirler (Sias, 1996; Faugere ve Shawky, 2003; Pinnuck, 2004). Kurumsal yatırımcıların tercihlerini araştıran çalışmalarda çoğunlukla hisse senedi getirilerinin standart sapması risk ölçütü olarak kullanılmaktadır (Sias, 1996; Faugere ve Shawky, 2003; Pinnuck, 2004). Bu çalışmada, hisse senetlerinin son iki yıldaki getirilerinin standart sapması toplam risk ölçütü olarak kullanılmıştır. Hisse senetlerinin standart sapması aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır (Feibel, 2003: 138; Beaumont, 2004: 183):

$$SS_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_{it} - G_i)^2}{T}} \quad (2)$$

SS_i = i şirketi hisse senedi getirilerinin standart sapması,

r_{it} = i şirketi hisse senedinin t dönemindeki getirisi,

G_i = i şirketi hisse senedinin n dönemi boyunca sağladığı ortalama getiri,

T = dönem uzunluğudur.

Bilindiği gibi finansal kaldıraç oranı ile şirketin toplam riski arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında da ters yönlü bir ilişki bulunması beklenmelidir. Yüksek risk büyük kayıplara neden olabileceği için bu ilişki inançlı mülkiyet ilkesi ile uyumsuzdur (Badrinath, Gay, vd., 1989: 610). Uygulamalı çalışmalarda inançlı mülkiyet ilkesi ile uyumlu bulgular elde edilmiştir (Chaganti ve Damanpour, 1991; Tong ve Ning, 2004). Bu çalışmada, her bir şirketin kaldıraç oranı, borç toplamının aktif toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Şirketlerin borç ve aktif toplamı değerleri, İMKB'nin resmi internet sitesinde ilan edilen şirket bilânçolarından derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>).

İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir. Kurumsal yatırımcıların yaptıkları büyük ölçekli işlemlerin, likiditesi düşük olan hisse senetlerine yönelmesi halinde fiyat baskısı oluşacağı düşünülmektedir. Fiyat baskısı riskinden kaçınmak isteyen kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerini tercih edebilecekleri ileri sürülmektedir (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 609). Benzer biçimde, Pinnuck (2004), kurumsal yatırımcıların likit hisse senetlerine yatırım yaptıklarını ileri sürmektedir. Kurumsal yatırımcıların tercihlerini inceleyen çalışmalarda işlem görme oranı likiditeyi temsil etmektedir (Pinnuck, 2004; Ng ve Wu, 2006). Bu çalışmada, İMKB şirketlerinin yıllık ortalama işlem görme oranı, hisse senedi likiditesini temsil etmektedir. Yıllık piyasa işlem görme oranı verileri, İMKB yıllık bültenlerinden elde edilmiştir.

İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların performansı yüksek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir (Eakins, Stansell ve Wertheim, 1998: 96-98). Kurumsal yatırımcıların tercihlerini inceleyen çalışmalarda karlılık ve performans kavramları birlikte değerlendirilmiş ve kurumsal yatırımcıların, performansı yüksek şirketlere yatırım yaptıkları belirlenmiştir (Chaganti ve Damanpour, 1991; Ko, Kim, v.d., 2007). Chaganti ve Damanpour (1991), aktif karlılığını karlılık ölçütü olarak kullanmışlardır. Bu çalışmada da, aktif karlılığı, şirketlerin performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Aktif karlılığı, şirketin ilgili dönemde elde ettiği net karın aktif toplamına oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. İMKB şirketlerinin net kar verileri, İMKB Yıllık Bültenlerinden; aktif toplamı verileri ise İMKB'nin resmi internet sitesinden ilan edilen şirket bilânçolarından derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>).

Kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik tercihlerini etkileyen faktörleri incelemek için portföy analizinden yararlanılmıştır. Portföy analizinin amacı, kurumsal yatırımcı sahiplik oranlarına göre oluşturulmuş şirket grupları arasında şirket özellikleri açısından farklılık olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda, yapılan işlemler aşağıda sıralanmıştır.

- 1) 2005, 2006 ve 2007 yılları için ayrı ayrı olmak üzere, örnekleme yer alan tüm şirketler kurumsal yatırımcı sahiplik oranına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır.

- 2) Sıralanan şirketler, her birinde en yakın sayıda şirket bulunmak kaydıyla beş gruba ayrılmış ve bu gruplar, portföy olarak isimlendirilmiştir. Örnekleme üç yıl boyunca beşin katı sayıda şirket bulunmadığından, eşit büyüklükte portföyler oluşturulamamış; ancak portföylerde yer alan şirket sayıları arasında en fazla bir fark bulunmasına izin verilmiştir.
- 3) En düşük kurumsal yatırımcı sahipliği oranına sahip şirketlerden oluşturulan portföye "1" ve en yüksek kurumsal yatırımcı sahipliği oranına sahip şirketlerden oluşturulan portföye "5" olmak üzere numaralar atanmıştır.
- 4) En düşük kurumsal yatırımcı sahipliği (1 numaralı) portföyü ile en büyük kurumsal yatırımcı sahipliği (5 numaralı) portföyünün ortalamaları "t-testi" yardımıyla karşılaştırılmıştır.

Portföylerin ortalamalarının birbirlerinden istatistiksel bakımdan farklı olup olmadıklarının belirlenmesi için t-testinden yararlanılmıştır. Söz konusu t-testinin uygulanabilmesi için ön koşul, örneklemin yeterince büyük olmasıdır (Harris, 2001: 18). Uygulamalı çalışmalarda 40'ı aşan sayıda gözleme sahip bir örneklemin yeterince büyük bir örneklem olarak kabul edilebileceği belirtilmektedir (Gujarati, 2003: 484). Bu çalışmadaki örneklem büyüklükleri üç yıl için sırasıyla 188, 193 ve 199 olmuştur. Dolayısıyla, örneklem büyüklüğü t-testinin uygulanması için yeterlidir. Uygulanan t-testi iki aşamada elde edilen bir değerdir. İlk aşamada, iki portföyün ortak varyansı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmaktadır (Harris, 2001: 18):

$$Var_0 = \frac{\sum (X_1 - \bar{X}_1)^2 + \sum (X_5 - \bar{X}_5)^2}{n_1 + n_5 - 2} \quad (3)$$

Var_0 = ortak varyans,

\bar{X}_1 = Bir numaralı portföyün (örneklem) ortalaması,

\bar{X}_5 = Beş numaralı portföyün (örneklem) ortalaması,

n_1 ve n_5 = Birinci ve beşinci portföylerde yer alan hisse senedi sayılarıdır.

İkinci aşamada t-testi, ortak varyanstan yararlanılarak aşağıdaki gibi hesaplanır (Harris, 2001: 18):

$$t = \frac{X_1 - \bar{X}_5}{\sqrt{Var_0(1/n_1 + 1/n_5)}} \quad (4)$$

T-testlerinde oluşturulan sıfır hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir:

$$H_0: \mu_1 = \mu_5 \quad (5)$$

$$H_a: \mu_1 \neq \mu_5 \quad (6)$$

μ_1 = bir numaralı portföye ilişkin şirket özelliklerinin (kütle) ortalaması,

μ_5 = beş numaralı portföye ilişkin şirket özelliklerinin (kütle) ortalaması,

Hesaplanan test istatistiğinin mutlak değerinin büyük olması, iki portföyün ortalamalarının eşitliğini sınavan sıfır hipotezinin reddedilmesini gerektirmektedir. Bu durumda, iki portföyün ortalamalarının istatistiksel bakımdan farklı olduğu sonucuna varılır. Tersine test istatistiğinin mutlak değerinin küçük olması ise iki portföyün ortalamalarının eşitliğini sınavan sıfır hipotezinin reddedilememesine neden olmaktadır. Bu durumda, iki portföyün ortalamalarının istatistiksel bakımdan farklı olmadığı bulgusu elde edilmektedir (Harris, 2001: 18).

Tablo 1: Özet İstatistikler (2005)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,803	0,095	0,152	188
PD	14,939	23,445	18,623	1,536	188
KO	0,012	0,934	0,420	0,201	188
IGO	0,163	72,862	13,903	12,353	188
SS	0,059	0,828	0,160	0,074	188
AK	-0,293	0,240	-0,009	0,057	188

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 1’de görüldüğü gibi değişkenlere ilişkin özet istatistikler oldukça farklıdır. Standart sapmalar dikkate alınarak değerlendirme yapıldığında, KSO, KO, SS ve AK değişkenlerinin görece daha istikrarlı bir dağılıma sahip oldukları gözlenmiştir. Diğer değişkenler arasında özellikle IGO büyük değişkenlik göstermiştir. Bu durum, IGO’nun minimum ve maksimum değerleri arasındaki farklılıktan da anlaşılmaktadır. Buna göre, İMKB şirketleri arasında likidite yönünden farklar oluşmuştur. Kurumsal yatırımcı sahipliği oranları incelendiğinde, bazı şirketlerde hiç kurumsal yatırım gözlenmezken; en yüksek oran %80 civarında gerçekleşmiştir. Kaldıraç oranı da değişken bir yapıya sahiptir. Neredeyse hiç borç kullanmayan şirketlerin yanı sıra, neredeyse tamamen borçla finanse edilen şirketlerin varlığı da gözlenmiştir. Ortalama borçlanma oranı ise % 40 civarındadır. Bu değişken yapılar, risk ve performans açısından geçerli olmamıştır. Her ne kadar, şirketlerin risk ve performans ilişkisi minimum ve maksimum değerleri farklı olsa da, standart sapmalarda böyle bir fark gözlenmemiştir. Dolayısıyla şirketlerin risk ve performans yapıları görece benzer yapıdadır.

Tablo 2: Özet İstatistikler (2006)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,798	0,094	0,147	193
PD	14,648	23,479	18,600	1,604	193
KO	0,043	0,897	0,454	0,221	193
IGO	0,120	58,613	11,026	10,308	193
SS	0,055	0,405	0,150	0,053	193
AK	-0,218	0,521	0,010	0,086	193

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 2’de yer alan 2006 yılı verileri, 2005 yılı verileri ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Ancak bazı kalemlerde küçük ölçekli değişiklikler olmuştur. Hisse senetlerinin toplam riski azalmıştır. Aktif karlılığı açısından ise ters bir gelişme olmuş ve 2006 yılı aktif karlılığı verileri 2005 yılına göre daha değişken hale gelmiştir. İşlem görme oranının yüksek seviyedeki değişkenliği ise bir ölçüde azalmıştır.

Tablo 3: Özet İstatistikler (2007)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,784	0,115	0,158	199
PD	14,600	24,061	18,834	1,611	199
KO	0,000	0,902	0,438	0,217	199
IGO	0,134	76,421	11,660	13,451	199
SS	0,041	0,993	0,143	0,080	199
AK	-0,274	0,506	0,032	0,085	199

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 3 incelendiğinde, 2007 yılı istatistiklerinin, önceki iki yıldan çok farklı olmadığı gözlenmektedir. Sadece küçük değişiklikler olmuştur. Hisse senetlerinin riskleri, 2007 yılında, 2006 yılına kıyasla artmıştır. Şirketlerin performansında önceki iki yıla kıyasla artış olmuştur. Diğer verilerde önemli bir değişiklik olmamıştır.

Üç yıla ait özet istatistikler birlikte değerlendirildiğinde, yıllar arasında önemli farklar gözlenmemiştir. KSO, KO, SS ve AK değişkenlerinin görece daha istikrarlı yapıya sahip oldukları görülmektedir. IGO ise en değişken yapıya sahip olan değişkendir.

Ayrıca, 2005 ve 2007 yılları arasında kurumsal yatırımcı sahipliği oranının %2 civarında arttığı belirlenmiştir. Portföy analizi, sırasıyla 2005, 2006 ve 2007 yılları için gerçekleştirilmiş ve analiz sonuçları tablolar halinde sunulmuştur.

Tablo 4: Portföy Ortalamalarının Farklılığına İlişkin t-Testi Sonuçları (2005)

	Ortalamalar Farkı	Test İstatistiği	Olasılık
PD1 – PD5	-2,989***	-10,499	0,000
IGO1 – IGO5	12,631***	5,267	0,000
AK1 – AK5	-0,046***	-4,619	0,000
KO1 – KO5	0,108**	2,634	0,012
SS1 – SS5	0,020	1,639	0,110

Notlar: PD1 ve PD5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama büyüklüklerini (piyasa değerlerini); IGO1 ve IGO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama işlem görme oranlarını; AK1 ve AK5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama aktif karlılıklarını; KO1 ve KO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama kaldıraç oranlarını; SS1 ve SS5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama hisse senedi risklerini ifade etmektedir.

* İlgili değer %10 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

** İlgili değer %5 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

*** İlgili değer %1 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

Tablo 4’de gösterilen 2005 yılının t-testi sonuçları incelendiğinde, kurumsal yatırımcı sahipliğinin en düşük ve en yüksek olduğu iki portföyün bazı şirket özellikleri açısından önemli farklılıklar gösterdiği dikkat çekmektedir. Kurumsal yatırımcıların ağırlıklı olarak yatırım yaptıkları şirketler portföyünün, büyük ölçekli, likiditesi düşük, performansı yüksek, kaldıraç oranı düşük şirketlerden oluştuğu gözlenmektedir. Diğer yandan, iki grubun hisse senedi riskleri ortalaması arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmaması, kurumsal yatırımcıların hisse senedi riski açısından belirgin bir tercihi olmadığına işaret etmektedir.

Tablo 5: Portföy Ortalamalarının Farklılığına İlişkin t-Testi Sonuçları (2006)

	Ortalamalar Farkı	Test İstatistiği	Olasılık
PD1 – PD5	-3,225***	-10,403	0,000
IGO1 – IGO5	7,382***	4,257	0,000
AK1 – AK5	-0,074***	-4,311	0,000
KO1 – KO5	0,074	1,469	0,150
SS1 – SS5	0,011	0,780	0,440

Notlar: PD1 ve PD5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama büyüklüklerini (piyasa değerlerini); IGO1 ve IGO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama işlem görme oranlarını; AK1 ve AK5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama aktif karlılıklarını; KO1 ve KO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama kaldıraç oranlarını; SS1 ve SS5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama hisse senedi risklerini ifade etmektedir.

* İlgili değer %10 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

** İlgili değer %5 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

*** İlgili değer %1 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

Tablo 5’de yer alan 2006 yılı portföy analizi sonuçları, 2005 yılına göre farklı olmuştur. 2005 yılında, kurumsal yatırımcı tercihlerini etkilediği gözlenen kaldıraç oranının 2006 yılında böyle bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Diğer yandan, büyük ölçekli, işlem görme oranı düşük ve aktif karlılığı yüksek şirketlere yönelik kurumsal yatırımcı tercihlerinin devam ettiği gözlenmiştir.

Tablo 6: Portföy Ortalamalarının Farklılığına İlişkin t-Testi Sonuçları (2007)

	Ortalamalar Farkı	Test İstatistiği	Olasılık
PD1 – PD5	-3,024***	-9,499	0,000
IGO1 – IGO5	14,184***	4,337	0,000
AK1 – AK5	-0,067***	-3,967	0,000
KO1 – KO5	-0,027	-0,644	0,524
SS1 – SS5	0,049*	1,872	0,069

Notlar: PD1 ve PD5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama büyüklüklerini (piyasa değerlerini); IGO1 ve IGO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama işlem görme oranlarını; AK1 ve AK5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama aktif karlılıklarını; KO1 ve KO5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama kaldıraç oranlarını; SS1 ve SS5, sırasıyla kurumsal yatırımcı sahiplik oranı en düşük ve en yüksek şirketler portföylerinin ortalama hisse senedi risklerini ifade etmektedir.

* İlgili değer %10 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

** İlgili değer %5 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

*** İlgili değer %1 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

Tablo 6’da gösterilen sonuçlar, şirket büyüklüğü, likidite ve performans konularında 2005 ve 2006 yıllarında gözlenen kurumsal yatırımcı tercihlerinin 2007 yılında da korunduğunu ortaya koymaktadır. Kurumsal yatırımcılar, 2007 yılında da, büyük ölçekli, yüksek performanslı ve likiditesi düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmışlardır. Ayrıca toplam riski düşük şirketlerin hisse senetleri de, kurumsal yatırımcı portföylerinde yer almıştır. Diğer yandan, sermaye yapısı konusunda, kurumsal yatırımcıların belirgin tercihleri olmadığı görülmektedir.

Portföy analizi sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, kurumsal yatırımcıların bazı şirket özelliklerine önem verdikleri gözlenmektedir. Kurumsal yatırımcılar, incelenen üç yıl boyunca, büyük ölçekli, likiditesi düşük ve performansı yüksek şirketleri tercih etmişlerdir. Kurumsal yatırımcıların, büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarının inançlı mülkiyet ilkesine ve uygulamalı çalışmaların bulgularına uygun olduğu gözlenmektedir (Sias, 1996; Pinnuck, 2004; Grinstein ve Michaely, 2005; Ng ve Wu, 2006; Ko, Kim, v.d., 2007; Jain, 2007). Bunun nedeni, büyük şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanma olanaklarının daha iyi olması ve büyük şirketlere ilişkin bilgiye daha kolay ulaşılabilmeleridir. Dolayısıyla, büyük şirketler daha düşük riskli şirketler olarak algılanmaktadır. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile şirket büyüklüğü aynı yönde ilişkili olmalıdır. Likiditeye ilişkin bulgular ise inançlı mülkiyet ilkesi ve uygulamalı çalışma bulguları ile uyumlu değildir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 609). Ancak bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerini tercih ettikleri gözlenmiştir. Bu bulgu, kurumsal yatırımcıların likiditeye önem verdiğini ileri süren Pinnuck (2004) ile uyumlu değildir. Kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, kurumsal yatırımcıların yatırım ufukları ile ilişkilendirilebilir. Kurumsal yatırımcıların kısa vadeye odaklanmak yerine uzun vadeli yatırım stratejileri geliştirdikleri, çok sayıda uygulamalı çalışmada ortaya konulmuştur (Hansen ve Hill, 1991; Kochhar ve David, 1996; Bushee, 1998; Wahal ve McConnell, 2000). İşlem görme oranları düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım stratejilerine sahip oldukları biçiminde yorumlanabilir. Öte yandan, İngiliz kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yatırım yaptıklarını belirleyen Lin, Wang, v.d. (2007), bulgularını işlem yapma sıklığı gerekçesiyle açıklamaya çalışmışlardır. Lin, Wang, v.d. (2007), İngiliz kurumsal yatırımcıların ağırlıklı olarak çok sık işlem yapmayan emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinden oluştuğunu ve bu nedenle kurumsal yatırımcıların şirketlerin likiditelerine çok önem vermediklerini belirtmişlerdir. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların şirket performansına ilişkin tercihleri, inançlı mülkiyet ilkesi ve uygulamalı çalışmaların bulguları ile uyumlu olmuştur (Chaganti ve Damanpour, 1991; Pinnuck, 2004; Ko, Kim, v.d., 2007). Kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile şirket performansı arasındaki aynı yönlü ilişki iki farklı açıdan değerlendirilebilir. Öncelikle, şirket performansı kurumsal yatırımcı sahiplik oranını etkileyebilmektedir. Yukarıda sıralanan uygulamalı çalışmalar, kurumsal yatırımcıların, performansı yüksek şirketlere yatırım yapmayı tercih ettiklerini ileri sürmektedirler. Diğer yandan, kurumsal yatırımcı sahipliği de, şirket performansını etkileyebilir. Etkin denetleme hipotezine (efficient-monitoring hypothesis) göre, kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara kıyasla şirket denetleme konusunda daha fazla bilgiye, tecrübeye ve denetleme işini daha düşük maliyetle yapma ola-

nağına sahiptir. Söz konusu avantajları kullanan kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları şirketlerin performanslarını olumlu etkileyebilmektedirler (Bhattacharya ve Graham, 2007: 2-3).

Kurumsal yatırımcılar sadece 2007 yılında toplam riski düşük şirketlerin hisse senetlerini tercih etmişlerdir. İnançlı mülkiyet ilkesine göre kurumsal yatırımcıların makul bir riske maruz kalmaları gerekmektedir. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile hisse senetlerinin toplam riski arasında ters yönlü bir ilişki öngörülmektedir (Badrinath, Gay, v.d., 1989: 610). Kurumsal yatırımcıların düşük riskli hisse senetlerine yönelik tercihleri uygulamalı çalışmaların sonuçlarıyla uyumludur (Sias, 1996; Faugere ve Shawky, 2003; Pinnuck, 2004). Benzer biçimde, kaldıraç oranına ilişkin bulgular da sadece bir dönem için önemli bulunmuştur. Sadece 2005 yılında, kurumsal yatırımcıların, kaldıraç oranı düşük şirketleri tercih ettikleri belirlenmiştir. Bu bulgu, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında ters yönlü bir ilişki öngören inançlı mülkiyet ilkesiyle ve uygulamalı çalışma sonuçlarıyla uyumludur (Chaganti ve Damanpour, 1991; Tong ve Ning, 2004).

6. Sonuç

Kurumsal yatırımcılar, tasarrufları küçük yatırımcılar adına kolektif biçimde ve belirli bir hedef doğrultusunda yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlardır. Her çeşit yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve benzeri diğer kuruluşlar "Kurumsal Yatırımcı" olarak nitelendirilmektedir. Kurumsal yatırımcılar, dünya genelinde ve Türkiye'de gerek sayı ve gerekse yönettikleri portföylerin büyüklüğü bakımından önemli bir gelişme göstermişlerdir.

Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu ve bu farklılığın inançlı mülkiyet ilkesinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların, tasarruf sahipleri tarafından kendilerine emanet edilen fonlara inançlı olarak sahip olmalarını öngörmektedir. Kurumsal yatırımcılar, devraldıkları fonları, sözleşmeye uygun biçimde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek zorundadırlar. Sözü edilen bu zorunluluk, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerine yön verebilmektedir. Çünkü kurumsal yatırımcılar, spekülasyon amaçlı ve inançlı mülkiyet ilkesine uygun olmayan biçimde yatırım yaptıkları izlenimini vermekten kaçınılmaktadırlar. Bu kaygı, kurumsal yatırımcıların hisse senedi seçimini önemli ölçüde etkilemektedir.

Bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların, İMKB şirketlerine yönelik yatırım tercihlerinin inançlı mülkiyet ilkesiyle uyumlu olup olmadığı araştırılmıştır. Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen faktörleri belirlemek için portföy analizinden yararlanılmıştır. Bu yöntemde, öncelikle şirketler kurumsal yatırımcı sahipliği oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanarak beş eşit portföye ayrılmıştır. Daha sonra,

en düşük kurumsal yatırımcı sahipliği portföyü ile en fazla kurumsal sahipliğin olduğu portföylerin özellikleri "t-testi" yardımıyla karşılaştırılmıştır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların İMKB'de genelde inançlı mülkiyet ilkesine uygun biçimde yatırım yaptıklarını göstermiştir. 2005, 2006 ve 2007 yıllarında, kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli, hisse senedi likiditesi düşük ve aktif karlılığı yüksek şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların, toplam riski ve kaldıraç oranı düşük şirketlere ilişkin tercihleri birer yıla sınırlı kalmıştır.

Elde edilen bu sonuçlardan, büyük ölçekli, aktif karlılığı yüksek, toplam riski ve kaldıraç oranı düşük şirketlere yönelik kurumsal yatırımcı talebinin inançlı mülkiyet ilkesi ile uyumlu olduğu gözlenmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, spekülasyon amaçlı, yüksek riskli yatırımlardan kaçınılmasını ve emniyetli yatırımlara yönelmeyi öngörmektedir. Büyük, performansı yüksek, riski düşük ve daha az borçlu şirketlere yatırım yapmanın bu amaçlarla örtüştüğü açıktır. Büyük şirketler, daha şeffaf bir yapıya sahip olmanın yanı sıra sermaye piyasalarından daha fazla yararlanabilme gibi olanaklara sahiptirler. Düşük riskli şirketlere yatırım yapmak, büyük kayıplara uğrama riskini sınırlandırdığı gibi portföy performansını da olumlu etkilemektedir. Bu nedenle, kurumsal yatırımcıların düşük riskli şirketlere yönelmesi mantıklı bir yatırım davranışıdır. Kurumsal yatırımcıların yüksek performanslı şirketlere yönelik tercihleri, etkin denetleme hipotezinin geçerli olduğunu düşündürmektedir. Bilindiği gibi, etkin denetleme hipotezi, kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcılara kıyasla şirket denetleme konusunda daha fazla bilgi ve tecrübeye ve denetleme işini daha düşük maliyetle yapma olanağına sahip olduğunu ileri sürmektedir. Söz konusu avantajları kullanan kurumsal yatırımcıların, yatırım yaptıkları şirketlerin performanslarını olumlu etkiledikleri düşünülmektedir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların aşırı risk üstlenmemesini öngörmektedir. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında belirlenen ters yönlü ilişki bulunması inançlı mülkiyet ilkesine uygundur. Ancak likiditesi düşük hisse senetlerine yatırım yapılması, inançlı mülkiyet ilkesine uygun değildir. Kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, kurumsal yatırımcıların yatırım ufukları ile ilişkilendirilebilir. Uygulamalı çalışmalar, kurumsal yatırımcıların kısa vadeye odaklanmak yerine uzun vadeli yatırım stratejileri geliştirdiklerini ortaya koymuştur. Benzer biçimde, Türkiye'de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım stratejilerine sahip oldukları düşünülebilir. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların sık işlem yapmadıkları durumda likiditesi yüksek hisse senetlerine yönelik bir öncelikleri olmayabileceği ileri sürülmektedir.

Bu çalışmanın sonuçlarının, gerek finans yazını ve gerekse sermaye piyasalarıyla ilgili taraflar açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çalışma, kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik tercihlerini inceleme konusunda öncü çalışmalardan biridir. Bu bağlamda, kurumsal yatırımcıların İMKB şirketleri üzerindeki etkilerini araştırarak yeni çalışmalar için yararlı olacağı düşünülmektedir. Sermaye piyasası yatırım-

cıları için de bu çalışmanın sonuçlarının yararlı olması beklenmektedir. Öncelikle, bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcıların portföy içeriklerini incelemek suretiyle, fonlarını emanet ettikleri kurumsal yatırımcıların inançlı mülkiyet ilkesine ne derecede bağlı kaldıklarını gözleyebileceklerdir. Böylece, kurumsal yatırımcıların performanslarını sadece portföyün risk ve getiri profilini inceleyerek değil; portföy içeriklerini de incelemek yoluyla değerlendirmeleri mümkün olacaktır. İkincisi, daha iyi araştırma olanaklarına sahip kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini incelemek yoluyla kendi yatırımlarını daha verimli alanlara yönlendirebileceklerdir.

Kaynakça

1. Badrinath, S. G., Gay, G. D. ve Kale, J. R.. (1989). Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the managerial Safety-Net Hypothesis. *Journal of Risk and Insurance*, 56(4): 605-629.
2. Beaumont, P. H.. (2004). *Financial Engineering Principles*. USA: John Wiley & Sons.
3. Bhattacharya, P. S. ve Graham, M.. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. *SSRN Working Paper*, No: 1000092.
4. Bushee, B. J.. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, 73(3): 305-333.
5. Chaganti, R. ve Damanpour F.. (1991). Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 12(7): 479-491.
6. Chui, A. C. W. ve Wei, K. C. J.. (1998). Book-to-Market, Firm Size, and the Turn of the Year Effect: Evidence from Pacific-Basin Emerging Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(3-4): 275-293.
7. Davis, E. P. ve Steil, B.. (2001). *Institutional Investors*. USA: MIT Press.
8. Droms, W. G.. (1992). Fiduciary Responsibilities of Investment Managers and Trustees. *Financial Analysts Journal*, 48(4): 58-64.
9. Eakins, S. G., Stansell, S. R. ve Wertheim, P. E.. (1998). Institutional Portfolio Composition: An Examination of the Prudent Investment Hypothesis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 38(1): 93-109.
10. Fama, E. F. ve French, K. R.. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2): 427-465.
11. Fama, E. F. ve French, K. R.. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, 50(1): 131-155.
12. Faugere, C. ve 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.
13. Feibel, B. J.. (2003). *Investment Performance Measurement*. USA: John Wiley & Sons.
14. Grinstein, Y. ve Michaely, R.. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, 60(3): 1389-1426.
15. Gujarati, D. N.. (2003). *Basic Econometrics*. USA: McGraw-Hill.
16. Hansen, G. S. ve Hill, C. W. L.. (1991). Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries. *Strategic Management Journal*, 12(1): 1-16.
17. Harris, R. J.. (2001). *A Primer for Multivariate Statistics*. USA: Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.

18. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>.
19. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yıllık Bülteni, (2007) <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>.
20. Jain, R.. (2007). Institutional and Individual Investor Preferences for Dividends and Share Repurchases. *Journal of Economics and Business*, 59(5): 406-429.
21. Ko, K., Kim, K. ve Cho, S. H.. (2007). Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese and Korean Stock Markets. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21(2): 195-213.
22. Kochhar, R. ve David, P.. (1996). Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. *Strategic Management Journal*, 17(1): 73-84.
23. Lin, S., Wang, M. ve Khurshed, A.. (2007). Institutional Investment in UK firms: Do Corporate Internal control Mechanisms Matter?. *SSRN Working Paper*, No: 964682.
24. Ng, L. ve Wu, F.. (2006). Revealed Stock Preferences of Individual Investors: Evidence from Chinese Equity Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(2): 175-192.
25. Pinnuck, M.. (2004). Stock Preferences and Derivative Activities of Australian Fund Managers. *Accounting and Finance*, 44(1): 97-120.
26. Sias, R. W.. (1996). Volatility and the Institutional Investor. *Financial Analysts Journal*, 52(2): 13-20.
27. Strong, N. ve Xu, X. G.. (1997). Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns. *British Accounting Review*, 29(1): 1-23.
28. Tong, S. ve Ning, Y.. (2004). Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choices?. *Journal of Investing*, 13(4): 53-66.
29. Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, http://www.kyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx.
30. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, <http://www.tspakb.org.tr/veriler/veribanka.htm>.
31. Wahal, S. ve McConnell, J.. (2000). Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia. *Journal of Corporate Finance*, 6(3): 307-329.