

**KURUMSAL YATIRIMCILARIN HİSSE SENEDİ
SEÇİMİNDE GÖZÖNÜNDE BULUNDURDUĞU
ETMENLERİN FAKTÖR ANALİZİYLE İNCELENMESİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ***

**EXAMINATION OF INSTITUTIONAL INVESTORS'
STOCK SELECTION CRITERIAS WITH FACTOR
ANALYSIS: TURKEY SAMPLE**

Doç.Dr. Hayrettin USUL*
Öğr.Gör. Turan KOCABIYIK**

ÖZET

Kurumsal portföylerde hisse senetleri önemli bir yere sahiptir. Dolayısıyla, kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanlar portföylerine katacakları hisse senetlerini seçerken bazı kriterleri göz önünde bulundururlar. Çalışmanın temel çıkış noktası, menkul kıymet piyasalarında gün geçtikçe önemi artan kurumsal yatırımcıların, yatırım araçlarını seçerken hangi kriterleri göz önünde bulundurduklarını incelemektir. Yapılan araştırma sonucunda bir dizi kriterin hisse senedi seçiminde kullanıldığı gözlemlenmiştir. Çok sayıdaki değişkenler faktör analizine tabi tutulmuş ve bunun sonucunda da değişkenler arasındaki yüksek korelasyon dikkate alınarak daha az sayıda değişken elde edilmiştir. Bu çalışmanın amacı; literatürde var olan bireysel yatırımcıların davranış şekillerini gösteren araştırmalara kurumsal yatırımcı davranışlarını analiz eden bir çalışmayla katılmaktadır.

ABSTRACT

Stocks have an important role in institutional portfolios. By the way, professionals take into consideration some criterias when choosing stocks for their portfolios. This study's starting point is to examine the methods of institutional investors and their priorities for choosing investment instruments where the institutional investors' importance in

* Bu Çalışma 27- 29 Mayıs 2009 Tarihleri Arasında Konya Selçuk Üniversitesi Tarafından Düzenlenen 1. Uluslararası 5. Ulusal Meslek Yüksek Okulları Sempozyumunda Sunulmuştur.
• Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Muhasebe- Finans Anabilim Dalı Öğretim Üyesi
** Süleyman Demirel Üniversitesi, Gönen MYO, Öğretim Elemanı

security markets increase day by day. At the end of the research, a set of criterias found out which affects stock selection. These large amount of variables decreased with the help of factor analysis. With this study, we would like to analyze the institutional investors' stock selection criterias which were done for individual investors before.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yatırımcılar, Faktör Analizi, Hisse Senedi Seçim Kriterleri

Key Words: Institutional Investors, Factor Analysis, Stock Selection Criterias

1. GİRİŞ

Menkul kıymet borsalarında işlemler yatırımcıların alım veya satım doğrultusunda karar vermesi ile gerçekleşmektedir. Bu bağlamda yatırımcı davranışlarını anlamaya çalışmak, fiyat hareketlerini açıklamakta önemli bir dayanak noktasını oluşturmaktadır. Üreten ve Özçam'a göre (1996) bireysel yatırımcıların hisse senedi tercihini belirleyen faktörler sırasıyla; kârlılık, satışlar, pazar payı ve üretim teknolojileridir. Freeman ve Bartels'e göre (2000) ise Güneydoğu Asya borsalarında faaliyet gösteren yatırımcıların tercihinde ilk sırayı işletmelerin genel yönetim kabiliyeti almaktadır. Bunu küçük ortaklara saygı, esas faaliyete odaklanma, işletme hakkında çıkan haberler ve işletme borç seviyesi takip etmektedir. Ayrıca araştırmaya göre fon yöneticilerinin en sık kullandığı finansal metotlar; fiyat kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve aktiflerin kârlılığıdır. Sugihorto, Inanga ve Sembel (2007) Cakarta Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem yapan fon yöneticileri üzerinde yaptıkları araştırmaya göre ise; sırasıyla yatırımda öncelikle hissenin gelecekteki değeri, ardından kısa vadeli getirileri, pazar payı, temettü ödemeleri, işlem hacminde hareketlilik ve likidite değerleri kabul görmektedir. Kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine yatırımda kullandıkları ölçülere gelindiğinde ilk sırayı fiyat kazanç oranı almaktadır. Bunu piyasa değeri/defter değeri ve temettü oranı takip etmektedir. Ayrıca Araştırmacılara göre ekonomik risk, işletme dışı hisse değerini etkileyen faktörleri arasında ilk sırada bulunmaktadır. Ekonomik riski, politik risk ve yasal düzenlemelerle ilgili riskler takip etmektedir.

Bu çalışmada Türk Sermaye Piyasası'nda faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların yatırım portföylerini oluştururken hisse senedi seçiminde etken etmenlerin neler olduğu faktör analiziyle tespit edilmeye çalışılmıştır.

2. KURUMSAL YATIRIMCILAR

Finansal sistemde; fon arz ve talep edenler arasındaki dengenin kurulması ve kaynakların ekonomik birimler arasında optimum dağılımının sağlanmasında sermaye piyasaları önemli bir işleve sahiptir. Bu işlevin temelinde de sermayenin tabana yayılması gelmektedir. Sermaye piyasasında hisse senetleri işlem gören şirketlere ortak olan tasarruf sahipleri, payları oranında temettü geliri elde etmekte ve hisse senetlerinin değer artışından yararlanmaktadır. Mülkiyetin tabana yayılmasına imkân veren sermaye piyasaları, bu yönleriyle küçük tasarruf sahiplerine büyük sermaye sahibi kesimle aynı risk-getiri düzeyini paylaşma imkânını sağlamaktadır (Özer ve Erdoğan, 1998:3-4).

Diğer taraftan, ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesinde tasarruf artışı gerekli olmakla birlikte özellikle gelişen piyasalarda yeterli olmamaktadır. Bu durum, özellikle tasarruf oranlarının küçük olduğu ülkelerde tasarrufların ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi zorunluluğunu doğurmaktadır. Tasarrufların etkin yatırımlara yönlendirilmesi alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanarak profesyonelce analiz edilmesini gerektirir. İyi bir analizin gerçekleştirilmesi ise, bilgi birikimi, analiz ile çabuk ve doğru karar alma yeteneği ve teknik donanım gerektirdiğinden, bireysel yatırımcılar fonlarını giderek artan bir oranda kurumsal yatırımcılar aracılığıyla değerlendirmektedir (Özer ve Erdoğan, 1998:3-4).

Sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahip olan ve küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten organizasyonlara kurumsal yatırımcı denir (Mackinnon ve Neal, 1992:3). Diğer bir ifadeyle kurumsal yatırımcı; bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçeve içinde değerlendirilmesi işlevi ile uğraşan kurumlardır. Kurumsal yatırımcılar bu anlamıyla; bireysel yatırımcılardan topladıkları fonları yatırımcı grupları açısından çeşitlendirmeye tabi tutarak, en yüksek getiriye sağlamak amacıyla işletmeye çalışırlar (Özer ve Erdoğan, 1998:37).

Kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisine sağladıkları katkıları aşağıdaki gibi özetleyebilir; (IMKB; 2003: 507)

- Ekonomik büyümenin hızlandırılması: Borsalar kurumsal tasarruflara hareket ve canlılık kazandırmaktadır. Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenebilmesi için etkin bir piyasanın olması gereklidir. Böyle bir piyasada, bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen veya elinde bulunan ticari

işletmeleri şirket haline getirerek, bunların hisse senetlerini halka satmak isteyen devletin; kısa ve uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınıfların şirketlerinin karşılaşacakları yer menkul kıymetler borsalarıdır.

- Tasarrufluların birikimlerini şeffaf ve güvenli bir ortamda değerlendirmelerine olanak sağlaması: Kurumsal yatırımcılar portföylerinde meydana gelen değişiklikleri düzenli olarak açıkladıkları raporlarla müşterilerine duyurmaktadır. Bu da şeffaf ve güvenilir bir pazar oluşmasını sağlamaktadır.
- Sermayenin tabana yayılması: Kurumsal yatırım şirketleri, küçük tasarruf sahiplerine, yeterince bilgi sahibi olmadıkları, piyasalar konusunda aracılık yaparlar. Çok küçük yatırımlarla bile bu sisteme girilebildiği için menkul kıymetlerin tabana yayılması sağlanır.
- Kayıtdışı ekonominin azaltılması: Kurumsal yatırımcıların hem sayı olarak hem de portföy büyüklüklerini arttırmaları menkul kıymet borsalarındaki enstrümanlara olan talebin artması anlamına gelir. Menkul kıymetlerinin, borsa kotuna alınması ve borsada işlem görebilmesi için şirketler belirli koşulları sağlamak zorundadır. Bir anlamda, bu şirketler sürekli olarak denetim ve gözetim altındadır ve bu şirketlerle ilgili bilgiler yatırımcıların korunması amacıyla en kısa sürede kamuya açıklanır.
- Uzun vadeli yatırım ve fonlama imkânlarının artırılması: Kurumsal yatırımcıların varlığı şirketler açısından, borç doğurucu araçların ihracında söz konusu olan “vade” kısıtının etkisini azaltır. Şirketler pazarlama güçlüğünden dolayı uzun vadeli araçlar ihraç etmekte zorluk çekerler. Bu durum uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin olması gerekenden daha yüksek olmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasa etkin çalışıyorsa bu kısıt ve ek maliyetler ortadan kalkar.
- Ekonominin risklerinin ve kırılganlığının azalması: Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarına bireysel yatırımcılara oranla daha uzun vadeli bakmaktadır. Bu durum menkul kıymet borsalarında volatilitenin azalmasını sağlamaktadır. Volatilitenin azalması da piyasaları kırılganlıktan kurtarır, fiyat hareketlerinin düzene girmesini sağlar. Bu şekilde geleceğe ilişkin tahmin ve öngörülerin daha tutarlı hale gelmesi sağlanır.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar içerisindeki en önemli grubu sosyal güvenlik kuruluşları oluşturmaktadır. Ancak, Türkiye gibi, sosyal güvenlik sisteminin gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği ekonomilerde bu kuruluşlar fon arzeden değil, fon talep eden bir yapıdadır. Bu bağlamda ülkemizde kurumsal yatırımcı olarak; yatırım şirketlerini, emeklilik fonlarını, sigorta şirketlerini ve diğer kuruluşları gösterebiliriz.

3. DÜNYA'DA KURUMSAL YATIRIMLARIN GELİŞİMİ

Ülke kalkınmasında ve sermaye piyasalarının gelişiminde önemli yer tutan kurumsal yatırımlar, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, özellikle, son 20 yılda hızla gelişmeye başlamıştır. Kurumsal yatırımcıların toplam varlıkları 1970–1980 arasında üç kat, 1980–1990 arasında da üç kattan fazla artmıştır. ABD'de 1980'den sonra kurumsal yatırımların yıllık ortalama büyüme hızı %10–15 arasında değişmiştir. (Brancato, 1997: 125)

Bugün en yüksek finansal varlık 19,52 trilyon Dolar değerle Amerika Birleşik Devletleri'nde bulunmaktadır. ABD'den sonra Japonya'nın kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları 4,3 trilyon Dolar'dır. Türkiye'de ise bu rakam 5,7 milyar Dolar'dır. Kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ye oranına bakıldığında Türkiye'nin %3,1 oranla dünya ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

1990–2000 yılları arasında kurumsal yatırımcıların portföy dağılımında, sabit getirili menkul kıymetlerin ağırlığı ülkeden ülkeye değişmekle birlikte hisse senetlerinin payından daha fazladır. 27 OECD ülkesinin 1990–2000 yılları arası kurumsal yatırımcıların portföylerinin dağılımına göre, hisse senetlerinin portföydeki payı ortalama olarak %24'tür. Kurumsal yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetlere yatırımı yine aynı yıllar arasında ortalama %47 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, ülkeler bazında inceleme yapıldığında yatırımcıların ülke politik ve ekonomik yönelimlerine uygun olarak portföy oluşturdukları anlaşılmaktadır (OECD, 15.10.2006).

Bugün dünya ülkelerinde faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların portföy oluşumuna baktığımızda; sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetlerinin portföy içindeki payı daha yüksek olurken, gelişmekte olan ülkelerde ise; gerek devlet iç borçlanma faizlerinin yüksekliği, gerekse hisse senetleri piyasasındaki yüksek volatite nedeniyle kurumsal yatırımcıları daha çok sabit getirili enstrümanlara yöneltilmektedir.

4. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YATIRIMLARIN GELİŞİMİ

Türk Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların etkinlikleri yavaş yavaş kendini göstermektedir. Türk sermaye piyasasına 1987 yılında giren yatırım fonları vadesiz, dolayısıyla çok likit olmaları sebebiyle geçen yirmi bir yıllık sürede hızlı bir gelişim göstermiştir.

Yatırımcıları, hisse senetleri piyasasındaki belirsizlikten ve fiyatlardaki yüksek oranlı oynamalardan koruyan yatırım fonları, istikrarlı kazanç imkânı sağlayarak küçük tasarruf sahibinin birikimlerinin sermaye piyasasına kazandırılmasında önemli rol üstlenmektedir.

Türk Sermaye Piyasası'nda ilk olarak 1987 yılında 3 adet B Tipi fon kurulmuştur. Sonraki yıl bunlara 5 adet B tipi fonun yanı sıra 2 adet de A Tipi fonun eklenmesiyle kurulan fon sayısı 1988 yılı sonunda 10'a yükselmiştir. 1989 yılında 27 olan fon sayısı 1996 sonunda 124'e, 1997 sonunda ise 144'e ulaşmıştır (SPK Aylık Bülten, Haziran 2006).

2009 yılına gelindiğinde, 28 Şubat tarihi itibarı ile 65 farklı şirketin toplam 332 adet fonu finans sektöründe yatırımcılara sunulmuştur. Bu fonların 123 adedi A Tipi fon, 209 adedi ise B Tipi fondur. Bu fonlara yatırım yapan toplam yatırımcı sayısı ise 3.244.344 adettir (SPK Aylık Bülten, Şubat 2009).

Tablo 1: 2009 Şubat İtibarıyla Yatırım Fonları

	Fon Sayısı	Toplam Değer TL (000)	Yatırımcı Sayısı	Portföy Yapıları			
				Hisse Payı %	Kamu Borç Araç. %	Ters Repo %	Top.
A Tipi Fonlar	123	579.707	182.880	55,25	28,48	15,96	99,69
B Tipi Fonlar	209	25.682.804	3.061.664	0,12	33,64	61,76	95,52
Toplam	332	26.262.511	3.244.344				

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Şubat 2009.**

Türkiye'de 65 adet kurucu kurum olmasına karşın ilk on kurumUN piyasa payları toplamı %87'dir. Bu listenin en başında %20,9 ile İş Bankası yer almaktadır. İş Bankasını %16,6 ile Yapı Kredi Bankası, %13,7 ile Garanti Bankası takip etmektedir.

Tablo 2: Menkul Kıymet Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları

NO	KURUCULAR	FON TOPLAM DEĞERİ (TL)	PIYASA PAYI (%)
1	T.İŞ BANKASI A.Ş.	5.482.864.934	20,9
2	YAPI VE KREDİ BANKASI	4.367.438.921	16,6
3	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	3.605.493.884	13,7
4	AKBANK T.A.Ş.	3.438.912.142	13,1
5	T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.	1.413.969.150	5,4
6	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI	1.216.300.695	4,6
7	HSBC BANK A.Ş.	1.155.255.890	4,4
8	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	933.183.291	3,6
9	FİNANSBANK A.Ş.	634.282.792	2,4
10	YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL	630.834.599	2,4

	DEĞERLER A.Ş.		
	TOPLAM	22.878.536.298	87,1

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Şubat 2009.**

Öte yandan Türk Sermaye Piyasası'nda toplam piyasa değeri 481.126.010 TL olan 34 adet yatırım ortaklığı şirketi faaliyet göstermektedir (SPK Aylık Bülten, Şubat 2009). Yatırım ortaklıklarının portföyleri incelendiğinde ise ortalama olarak portföylerinin %33,69'u hisse senetlerinden, %43,50'si kamu borçlanma araçlarından ve %21,34'ü ters repo işlemlerinden oluşmaktadır.

Tablo 3: Emeklilik Yatırım Fonu Kurucularının Piyasa Payları

No	Kurucu	FON	PİYASA
		TOPLAM	PAYI
		DEĞERİ	
		(TL)	(%)
1	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	1.471.597.708	22,2
2	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	1.381.769.126	20,8
3	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş.	990.424.956	14,9
4	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	950.940.714	14,3
5	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş.	414.799.652	6,3
6	BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş.	388.943.465	5,9
7	ING EMEKLİLİK A.Ş.	360.190.854	5,4
8	ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	338.035.581	5,1
9	FORTIS EMEKLİLİK VE HAYAT.A.Ş.	249.885.342	3,8
10	AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	74.933.181	1,1
11	ERGO İSVİÇRE EMEK. VE HAYAT A.Ş.	7.651.134	0,1
12	FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	1.737.492	0,0
	TOPLAM	6.630.909.204	100

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık Bülteni, Şubat 2009**

Emeklilik yatırım fonlarının sayısı 2003 yılının Ekim ayında 53 adet iken, 2004 Ocakta 72'ye yükselmiştir. Bu tarihteki toplam aktif değeri 35.451.687 TL, emeklilik fonlarına yatırım yapan yatırımcı sayısı da 89.753'tür. 2006 Haziran ayına gelindiğinde yatırımcı sayısı 2.584.647, toplam aktif değerleri de 1.883.068.240 TL dir. Bugün 12 özel emeklilik şirketinin kurmuş olduğu toplam 121 emeklilik yatırım fonunun toplam değeri 6.630.909.000 TL'yi bulmakta ve yatırımcı sayısı ise 4.981.550 kişiden oluşmaktadır. Bu fonların portföy dağılımlarına baktığımızda portföylerindeki hisse senetlerinin %7,47, kamu borçlanma araçlarının %72,99 ve ters repo işlem paylarının %14,38 olduğu görülmektedir (SPK Aylık Bülten, Şubat 2009).

2008 4. çeyrek sonu itibariyle Türkiye'de faaliyet gösteren 14 gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerin çıkarılmış sermayeleri toplamı 1.032.387.140 TL iken piyasa değerleri

toplamı 3.045.946.296 TL'dir. Ayrıca, Türk Sermaye Piyasası'nda Şubat 2009 itibariyle portföy büyüklükleri 34.872.333.000 TL olan 23 adet portföy yönetim şirketi faaliyet göstermektedir (SPK Aylık Bülten, Şubat 2009).

5. KURUMSAL YATIRIMCILARIN HİSSE SENEDİ SEÇİMİNDE GÖZÖNÜNDE BULUNDURDUĞU ETMENLERİN FAKTÖR ANALİZİYLE İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

5.1. Araştırmanın Metodolojisi

Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan profesyonellerin yatırım yaparken nelere dikkat ettiklerini ölçmek amacıyla yapılan bu ankete kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan 107 yatırım uzmanı katılmıştır (Kocabiyik, 2006). Ankette kurumsal yatırım çalışanlarına hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundurdıkları kriterlerin önem derecelerini belirlemek amacıyla 17 faktör sunulmuştur. Katılımcılardan her bir faktörü kendilerine sunulan beşli ölçeğe göre belirlemesi istenmiştir. Bu ölçek çok önemliden başlayarak, sırasıyla önemli, orta, az önemli ve önemsiz şeklinde oluşturulmuştur. Anketlerin büyük bir bölümü elektronik ortamda, kurumsal portföy yöneticilerine ulaştırılmış ve cevapları yine elektronik ortamda alınmıştır. Gelen anketler SPSS programında analiz edilmiştir.

5.2. Hipotezlerin Oluşturulması

Araştırmanın hipotezleri aşağıda verilen tablo4'de görüldüğü şekilde kurulmuş ve t testi ile değerlendirilmiştir. Ayrıca verilerin özetlenmesi anlamında frekans ve yüzde dağılımları ve ortalamalar kullanılmıştır. 17 kriter daha sonra faktör analizi kullanılarak daha az faktöre indirgenmiştir

Tablo 4: Hipotezlerin Oluşturulması

H ₁ : Şirketin dönem net kârı hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₂ : Şirketin büyüme potansiyeli hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₃ : Şirketin esas faaliyet kârı hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₄ : Şirketin hisse başına kazancı hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₅ : Şirketin işlem hacmi hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₆ : Şirket hakkında çıkmış haberler hisse senedi yatırımında önemli bir etkidir.
H ₇ : Şirketin içinde bulunduğu sektör hisse senedi yatırımında önemli bir

etkendir.
H ₈ : Şirketin temettü (kâr payı) ödemeleri hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₉ : Şirketin pazar payı hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₀ : Şirketin tanınmışlığı hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₁ : Şirketin teknik analizleri hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₂ : Şirketin işlem hacimlerindeki ani yükseliş ve azalışlar hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₃ : Şirketin halka açıklık oranı hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₄ : Şirketin yönetim kadrosu hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₅ : Şirket hakkında uzmanların yorumu hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₆ : Şirketin üretim teknolojisi hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.
H ₁₇ : Tüyolar hisse senedi yatırımında önemli bir etkendir.

5.3. Bulguların Değerlendirilmesi

Katılımcılara hisse senedi seçiminde etkili olabileceği düşünülen 17 faktör ile bu faktörlerin önem derecelerine vermiş oldukları cevaplar aşağıda tablo 5’de gösterilmiştir.

Tablo 5: Hisse Senetlerine Yatırım Yaparken Gözönünde Bulundurulmuş Kriterlerin Önem Dereceleri Sıralaması

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

Uzmanların Yorumu	107	3,38	1,06
Şirketin Üretim Teknolojisi	107	3,32	1,26
Tüyolar	107	2,73	1,40

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

Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanların hisse senetlerine yatırım yaparken göz önünde bulundukları kriterlere ilişkin değerlendirmelerinde en yüksek ortalama dönem net kârıdır. Dönem net kârının değeri 5 üzerinden 4,45'tir. Dönem net kârını sırasıyla büyüme potansiyeli, esas faaliyet kârı ve hisse başına kazanç takip etmektedir. En düşük ortalama 2,73 ile tüyolardır. Uzmanların diğer kriterlere göre daha az önemli gördüğü kriterler; şirketin üretim teknolojisi, uzmanların yorumu ve yönetim kadrosudur. Değerlendirme yapılırken önem (significant) değerine bakılmıştır ve 0.05'ten küçük olan hipotezler anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

Faktör analizi birçok değişkeni kovaryans ilişkilerine dayanarak gruplandırmayı amaçlamaktadır (Johnson ve Wichern, 2002). Bu çalışmada kurumsal yatırımcıların hisse senedi seçiminde gözönünde bulundurduğu kriterlerin önem dereceleri belli olduktan sonra 17 kriteri daha aza indirgeyebilmek için faktör analizi uygulanmıştır. Faktör analizi uygulanırken ilk önce veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığına bakılmıştır. Burada gözlenen korelasyon katsayıları büyüklüğü ile kısmi korelasyon katsayılarının büyüklüğünü karşılaştıran Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) indeksi tablo 6'da da görüldüğü gibi 0,5'in üzerinde 0,57 çıkmıştır.

Tablo 6: KMO ve Barlett Testi Sonuçları

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy		0,570
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	848,320
	df	136
	Sig.	0,000

Korelasyon matrisinde değişkenlerin en azından bir kısmı arasında yüksek oranlı korelasyonlar olduğu olasılığını test eden Barlett Testinin significant değeri 0,00 bulunmuş ve değişkenler arasında yüksek korelasyon olduğu düşünülerek analize devam edilmiştir. Daha sonra temel bileşenler analizi yardımıyla özdeğer istatistiğine bağlı faktör sayısı ve açıklanan varyansın yüzdeleri bulunmuştur. Bu veriler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 7: Özdeğer İstatistiğine Bağlı Faktör Sayısı ve Açıklanan Varyans Yüzdesi

Toplam Varyans Açıklamaları

Com.	Özdeğer İstatistiği			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Vari.	Cum. %	Total	% of Vari.	Cum. %	Total	% of Vari.	Cum. %
1	3,782	22,247	22,247	3,782	22,247	22,247	3,166	18,626	18,626
2	2,803	16,486	38,733	2,803	16,486	38,733	2,357	13,866	32,492
3	1,983	11,665	50,398	1,983	11,665	50,398	2,086	12,272	44,764
4	1,573	9,255	59,652	1,573	9,255	59,652	1,933	11,368	56,133
5	1,265	7,439	67,091	1,265	7,439	67,091	1,648	9,692	65,825
6	1,115	6,559	73,651	1,115	6,559	73,651	1,330	7,826	73,651
7	0,891	5,241	78,892						
8	0,860	5,062	83,953						
9	0,655	3,853	87,806						
10	0,469	2,758	90,564						
11	0,408	2,398	92,962						
12	0,315	1,853	94,815						
13	0,239	1,406	96,221						
14	0,206	1,212	97,434						
15	0,186	1,094	98,528						
16	0,143	0,840	99,368						
17	0,107	0,632	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Tabloya göre 6 faktör bulunmuştur ve bu faktörler toplam varyansın % 73,6'sını açıklamaktadır. Özdeğer istatistiği (Eigenvalues) 1'den büyük

olan 6 faktör söz konusudur. Birinci faktör toplam varyansın % 18,626'sını açıklamaktadır. Birinci ve ikinci faktörler birlikte toplam varyansın %32,492'sini açıklamaktadır.

Tablo 8: Ortak Varyans Tablosu

Communalities

	Initial	Extraction
Şirketin Üretim Teknolojisi	1,000	0,881
Pazar payı	1,000	0,736
Esas Faaliyet Kârı	1,000	0,802
Dönem Net Kârı	1,000	0,626
Tanınmışlık	1,000	0,581
Temettü (Kâr Payı Ödemeleri)	1,000	0,648
İşlem Hacmi	1,000	0,834
Teknik Analiz	1,000	0,634
Halka Açıklık Oranı	1,000	0,584
Hisse Başına Kazanç	1,000	0,716
Yönetim Kadrosu	1,000	0,834
Büyüme Potansiyeli	1,000	0,782
Tüyolar	1,000	0,733
Şirketin İçinde Bulunduğu Sektör	1,000	0,617
Şirket Hakkında Çıkmış Haberler	1,000	0,852
Uzmanların Yorumu	1,000	0,768
İşlem Hacimlerindeki Ani Yükseliş ve Azalışlar	1,000	0,895
Extraction Method: Principal Component Analysis.		

Communalities değişkenlerin faktör analizine katkısını göstermektedir. En yüksek değerdeki değişkenin faktör analizine katkısı en fazladır (Kalaycı, 2005). Değişkenlerden %40 'ın altında olan yoktur. Eğer

faktörler arasında %40-%50 katkısı olanlar olsaydı, faktör analizinden çıkarıp analizi tekrar yaparak Kaiser-Meyer-Olkin daha yüksek bulunabilirdi.

Tablo 9: Döndürülmüş Faktör Matrisi

Rotated Component Matrix(a)

	Component					
	1	2	3	4	5	6
Şirketin Üretim Teknolojisi	0,89	0,19	-0,05	0,14	0,11	-0,17
Pazar payı	0,79	0,06	-0,22	-0,11	0,23	0,03
Yönetim Kadrosu	0,75	0,27	0,32	0,03	-0,20	0,22
Esas Faaliyet Kârı	0,68	-0,52	0,23	0,10	0,11	-0,05
Büyüme Potansiyeli	0,56	0,01	0,40	-0,38	0,15	0,37
Halka Açıklık Oranı	0,26	0,70	-0,09	-0,06	0,08	0,04
Teknik Analiz	0,11	-0,68	0,04	0,33	0,07	0,21
Şirket Hakkında Çıkmış Haberler	-0,17	0,68	0,14	0,21	0,50	0,24
Tanınmışlık	0,35	0,62	-0,14	0,09	0,22	0,03
Hisse Başına Kazanç	0,04	0,06	0,80	0,04	-0,26	0,07
Temettü (Kâr Payı Ödemeleri)	-0,11	-0,16	0,70	0,33	0,10	0,04
Dönem Net Kârı	0,14	-0,27	0,62	0,04	0,33	-0,19
Uzmanların Yorumu	0,15	0,03	0,19	0,84	-0,03	0,01
Tüyolar	-0,09	-0,12	0,06	0,84	0,01	0,06
İşlem Hacmi	0,16	0,15	-0,08	0,00	0,88	0,03
Şirketin İçinde Bulunduğu Sektör	0,32	0,23	0,34	-0,22	0,47	0,28

İşlem Hacimlerindeki Ani Artış ve Azalışlar	-0,01	-0,02	-0,02	0,09	0,07	0,94
Extraction Method: Principal Component Analysis. Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.						
a. Rotation converged in 6 iterations.						

Burada her bir değişkenin faktör matrisindeki değerlerine bakılır. Mutlak değer olarak en büyük olan değer bize değişkenin hangi faktör altında yer alması gerektiğini (hangi faktörün bir parçası olduğunu) gösterir. Rotasyonun amacı, yorumlanabilir, anlamlı faktörler elde etmektir (Kalaycı, 2005). Matriste orijinal değişken ve onun faktörü arasında korelasyonlar görülmektedir. Bir değişkenin hangi faktör altında mutlak değer olarak büyük ağırlığa sahipse o değişken o faktör ile yakın ilişki içindedir (Hair vd, 1998).

Tablo 10: Faktör Analizi Sonuç Tablosu

	F1	F2	F3	F4	F5	F6
1	Şirketin Üretim Teknolojisi	Tanınma	Dönem Net Kârı	Tüyolar	İşlem Hacmi	İşlem Hacmindeki Ani Yükseliş ve Azalışlar
2	Pazar Payı	Teknik Analiz	Temettü Ödemeleri	Yorumlar	Sektör	
3	Esas Faaliyet Kârı	Halka Açıklık Oranı	Hisse Başına Kazanç			
4	Yönetim Kadrosu	Şirket Hakkında Çıkmış Haberler				
5	Büyüme Potansiyeli					

Faktörleri isimlendirebilmek için, bir faktör altında büyük ağırlıkları olan değişkenleri gruplamak gerekir (Kalaycı, 2005). Yukarıdaki tabloda da aynı kural dikkate alınmış ve tablo oluşturulmuştur. Bu tablodan elde ettiğimiz bilgiye göre kurumsal yatırımcılar yatırım yaparken öncelikle şirketin üretim teknolojisini dikkate almaktadır. Bunun ardından sırasıyla popülerite, kârlılık, iletişim kanallarından sağlanan yorumlar, sektör ve volatilité gelmektedir. Bu tablo döndürülmüş faktör matrisi tablo sonuçlarına göre oluşturulmuştur. Şirket öz değerleri ismi verilirken birinci

faktörün altında yer alan kriterlerin genel özelliğine bakılmış ve buradan hareketle isimlendirilmiştir.

5. SONUÇ

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

- Kurumsal yatırım şirketlerinde çalışan uzmanlar hisse senedi portföyü oluştururken en fazla dönem net kârına önem verdiklerini ifade etmişlerdir.
- Dönem net kârını sırasıyla büyüme potansiyeli, esas faaliyet kârı, hisse başına kazanç ve işlem hacmi takip etmektedir.
- Uzmanların hisse senedi portföyü oluştururken en az önemsedikleri faktör tüyolardır.
- Elde edilen verilerle yapılan faktör analizi sonucunda hisse senedi portföyü oluştururken gözönünde bulundurulan 17 kriter 6 faktöre dönüştürülmüştür. Bu faktörler sırasıyla şirket öz değerleri, popülerite, kârlılık, iletişim kanallarından sağlanan yorumlar, sektör ve volatilité'dir.

KAYNAKÇA

1. Brancato, C.K. (1997), Institutional Investors and Corporate Governance, Irwin Professional Pub.
2. Erdoğan O., Özer L. (1998), Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İMKB Yayınları, İstanbul.
3. Hair J., Anderson R., Tatham R., Black W. (1998), Multivariate Data Analysis, Prentice Hall.

4. İMKB, Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, (2003), İMKB Yayınları, İstanbul.
5. Johnson R., Wichern D. (2002), Applied Multivariate Statistical Analysis, Prentice Hall.
6. Kalaycı Ş. (2005), SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayın Dağıtım.
7. Kocabiyik T. (2006), Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı, Yüksek Lisans Tezi”, SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü.
8. MacKinnon N., NEAL P. (1992), Economics: A Guide for the Financial Markets, IFR Books.
9. OECD.(15.10.2006), Statistics on Institutional Investors, <<http://cs4hq.oecd.org/oecd/eng/TableView/Wdsview/dispviewp.asp?ReportId=1878&bReportOnly=True>>,
10. SPK Aylık Bülten, Haziran 2006; Şubat 2009, <<http://www.spk.gov.tr> (Erişim Tarihi 22.07.2009).
11. Sugiharto T., Inanga E., Sembel R. (2007), “A Survey of Investors’ Current Perceptions and Valuation Approaches at Jakarta Stock Exchange”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 10.