

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ İMKB 100 ENDEKSİ ÜZERİNE ETKİSİ: ÇOK DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİ

THE EFFECT of SECURITIES INVESTMENT TRUST on ISE 100 INDEX VALUE: MULTIVARIATE REGRESSION ANALYSIS

Yusuf DEMİR

Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ISPARTA
(yusufdemir@sdu.edu.tr)

Mustafa TERZİÖĞLU

Akdeniz Üniversitesi, Korkuteli Meslek Yüksekokulu, ANTALYA
(mterzioglu@akdeniz.edu.tr)

ÖZ

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisse senetleri işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının İMKB 100 Endeksi üzerine etkileri incelenmiştir. Çalışmada, İMKB menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, bu ortaklıkların market kapitalizasyonu, portföylerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin ve çıkarılmış sermayelerinin toplam değerleri dört bağımsız değişken olarak ele alınarak İMKB 100 üzerindeki etkileri test edilmiştir. Veri aralığı, İMKB'de menkul kıymet yatırım ortaklıkları endeksinin başlangıç dönemi olan Ocak 1997'den Mart 2012'e kadar olan süre olup aylık dönemler itibarıyla değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, bu ortaklıkların portföylerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin toplam değerleri ve çıkarılmış sermayelerinin İMKB 100 endeksi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Kapalı uçlu yatırım şirketleri, Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, Menkul kıymet piyasaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

ABSTRACT

This paper investigates the effects of ISE Securities Investment Trust Index, their market capitalization of these companies, total value of stocks within their portfolio and their issued capital on ISE 100 Index value. Our analyses spans from January 1997- the beginning period of ISE Securities Investment Trust Index- to 2012 March. We document that ISE Securities Investment Trust Index, total value of stocks within their portfolio and their issued capital have significant influence on ISE 100 Index value.

Keywords: Closed-ended mutual funds, Securities investment trust, Stock exchange, Securities markets, Istanbul Stocks Exchange (ISE).

1. Giriş

Yeni dünya düzeninde ülkeler için sermaye piyasalarının etkin ve etken çalışmasının gerekliliği yadsınmaz. Finansal sistemin bu yapıya kavuşabilmesinin ilk şartı piyasada aktif rol oynayan oyuncuların kurumsal ve kolektif bir yapıya sahip olmalarından geçmektedir. Bu sayede piyasa oyuncuları piyasa derinliğinin oluşmasını sağlayarak piyasanın volatilitisini düşürmektedirler. Finansal sistemdeki bu kurumsal ve kolektif yapılar, bireysel yatırımcılardan fon toplamakta ve bunları menkul kıymet ya da benzer diğer varlıklar gibi geniş bir yelpazede değerlendirerek finansal aracılık faaliyeti sunmaktadırlar. Bu yapıların kuruluşlarındaki temel hareket noktası ise varlık havuzu oluşturmalarıdır. Bu varlık havuzları, küçük yatırımcıya büyük ölçekli yatırım faydaları elde edebilmeleri için bir "takım kurma" olanağı sağlamaktadır (Bodie, Kane ve Marcus, 2008: 90). Aynı zamanda bu kurumlar tasarruf sahiplerine işlem maliyetlerini azaltma avantajı da sunmaktadır. Kısaca, bir tasarruf sahibinin hisse senedi, tahvil ve diğer finansal varlıkları edinirken ayrı ayrı alım maliyetine katlanmadan bu varlıklara yatırım yapmaları sağlanmaktadır. Bir başka avantaj ise tasarruf sahiplerinin hem zaman hem maliyet açısından erişemeyecekleri bilgiye ulaşma ve kullanma gücünü bu kurumların sağlayabilmesidir (Hubbard ve O'Brein, 2012: 326).

Piyasada rol oynayan bu yapıya genel olarak menkul kıymet yatırım şirketleri denmektedir. Yatırım şirketleri, açık sonlu (Open-Ended Mutual Fund)¹ ve kapalı sonlu yatırım şirketleri olarak (Closed-Ended Mutual Fund)² ikiye ayrılmaktadır.

Daha yaygın bilinen açık sonlu yatırım şirketleri, yatırım fonu olarak bilinmektedir. Bu şirketler tasarruf sahiplerine yeni katılım payları vermek ve satmış oldukları bu belgeler neticesinde oluşturulan havuzun günlük olarak piyasanın kapanış zamanı hesaplanan portföy değerleri üzerinden bu belgeleri istenildiği zaman geri almak üzerine kurulu bir sistemdir (Focardi ve Fabozzi, 2004: 42).

Açık sonlu yatırım şirketleri sermayesi sabit olmayan malvarlığı olarak tanımlandığı için bu şirketlerin katılma belgeleri borsada işlem görmemektedir. Bu şirketlerin sattıkları katılma belgelerinin fiyatı portföylerinde içerdikleri menkul kıymetlerin piyasadaki değerlemesine ve katılma belgesi sayısına bağlı olmaktadır. Ülkemizdeki A ve B tipi yatırım fonları açık sonlu yatırım şirketleridir (Beyazoğlu, 2012).

Kapalı sonlu yatırım şirketleri ise ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan ve sabit sermayeli olarak kurulan şirketlerdir. Katılma belgesini alan yatırımcının bu belgeleri paraya çevirebilmek için yatırım şirketi yerine başka bir yatırımcıya başvurması gerekmektedir. Bu nedenle kapalı sonlu yatırım şirketlerinin ikincil pazar olan borsada alım ve satımı yapılmaktadır (Ertaş, Tuncer ve Teker, 1997: 12). Bu yüzden bu şirketlerin hisse senedi fiyatları piyasada oluşacağı için şirketin piyasa değeri şirketin net varlık değerinden farklı olabilmektedir (Lee ve Lee, 2006: 58). Açık sonlu şirketlerde ise böyle bir durum söz konusu değildir.

Kapalı sonlu şirketlerin bir diğer etkisi ise piyasaların geneli üzerine olan etkisidir. Bu şirketler, piyasadaki sermayenin istikrarlı davranış sergilemesi için benzersiz bir avantaj sunmaktadırlar. Şirketlerin profesyonel yöneticileri bir boğa ya da ayı piyasasının zirvesinde meydana gelen büyük giriş ya da çıkış durumlarında sermayenin istikrarlı bir havuzda kalması için çalışmaktadırlar (Russel, 2004: 2986).

1 Literatürde "Unit Trust" olarak ta kullanılmaktadır.

2 Literatürde "Investment Trust" olarak ta kullanılmaktadır.

Açık ve kapalı sonlu yatırım şirketleri arasındaki bir diğer fark itfa özelliğidir. Açık sonlu yatırım şirketlerinin herhangi bir zamanda ve herhangi bir miktarda katılım paylarını geri almak zorunda olduğundan yeterli miktarda likit kalması gerekmektedir. Bunun anlamı belirli miktardaki varlığını kamuya ait menkul kıymetlerde tutma zorunluluğudur. Kapalı sonlu yatırım şirketlerinin ise böyle bir pozisyon almalarına gerek yoktur. Bu yüzden bu şirketler risk sermaye şirketleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul projeleri gibi alanlarda yüksek oranlarda yatırım yapabilmektedirler (Fishbein, 1970: 71). İMKB'de işlem görmekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları bu yapıdaki şirketler olarak gösterilebilir.

Türkiye'de hukuki yapıları açısından bakıldığında, tüzel kişilik olarak kurulduklarında bu yatırım şirketlerine yatırım ortaklıkları, kendi tüzel kişiliği olmaksızın faaliyet gösterenlere ise yatırım fonu denilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2007: 4).

Araştırmanın kapsamını kapalı sonlu yatırım şirketleri sınıfında yer alan menkul kıymet yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır. Çalışmada, Ocak 1997- Mart 2012 döneminde menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının market kapitalizasyonu, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföylerinde buldukları hisse senetlerinin değeri ve çıkarılmış sermayeleri dört bağımsız değişken olarak İMKB 100 endeksi üzerindeki etkileri çok değişkenli regresyon analizi kullanılarak test edilmiştir.

Çalışmada dört ana bölüm bulunmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde literatür araştırılmasına yer verilmiş daha sonraki bölümde ise Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının gelişimi detaylı olarak incelenmiştir. Üçüncü bölümde analiz çalışmasının veri ve metodolojisi açıklanırken, son bölümde analiz sonuçları paylaşılmıştır.

2. Literatür Araştırması

Literatür incelendiğinde kapalı sonlu yatırım şirketleri (Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları) üzerine son dönemde yapılan çalışmaların sayısının kısıtlı olduğu ve daha çok bu şirketlerin performanslarını ölçmek, tahminlemek ve yatırım davranışlarını tespit etmeye yönelik olduğu görülmüştür. Bu sebepten ötürü literatür kısmında kapalı uçlu yatırım şirketleri üzerine yapılan çalışmaların yanı sıra çalışma konusuna benzer açık sonlu yatırım şirketleri üzerine yapılan çalışmalara da yer verilmiştir.

Edelen ve Warner (2000), günlük bazda toplam yatırım fonu nakit akışı ile hisse senetleri piyasa getirisi arasında bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer bir çalışma Alexakis ve diğerleri (2005) tarafından yapılmış ve yatırım fonu nakit akışı ile hisse senetleri piyasa getirisi arasında iki yönlü bir sebep sonuç ilişkisinin Yunanistan piyasasında geçerli olduğunu ispat etmişlerdir. Goetzmann ve Massa (2003), endeks fonları ile Standard and Poor's (S&P) 500 endeksi arasındaki ilişkiyi test etmiş ve bu fonlara olan talep ile S&P 500 endeksi arasında anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Ferreria, Miguel ve Ramos (2006), çoklu regresyon analizi kullandıkları çalışmaları yatırım fonları ile ülkelerin ekonomik ve finansal gelişmişlik düzeyi arasında güçlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

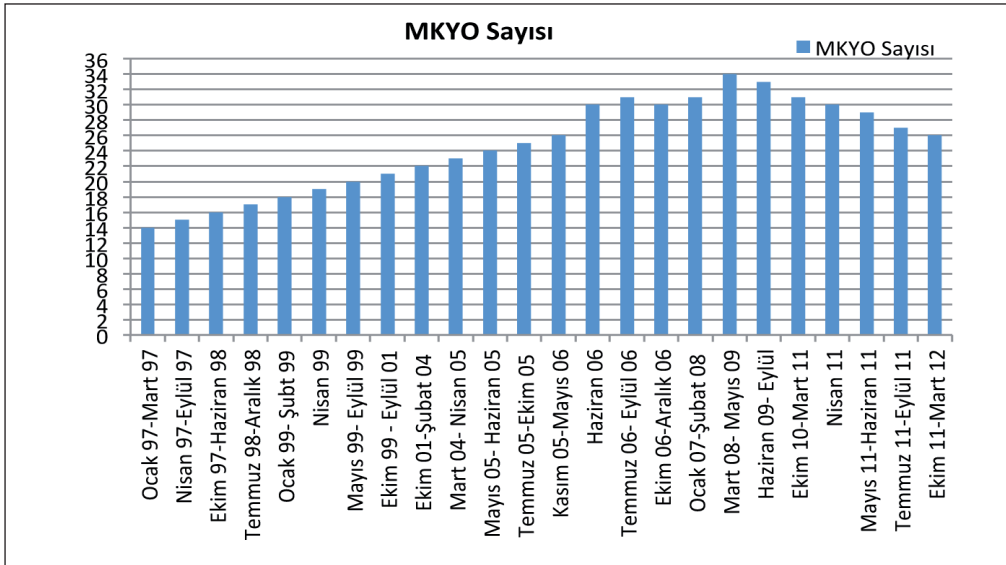
Aamir ve diğerleri (2011), tarafından Pakistan'daki kapalı sonlu yatırım şirketlerinin Karaçi Menkul Kıymetler Borsası etkisi üzerine bir çalışma yapılmış ve bu çalışmada bu şirketlere ait işlem hacminin, ödenmiş sermayenin ve market kapitalizasyonun Karaçi borsası üzerinde çok düşük derecede etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Türkiye’de menkul kıymet yatırım ortaklıkları üzerine yapılan çalışmalar da yukarıda belirtilen konular üzerinde yoğunlaşmaktadır. Canbaş ve Kandir (2006) yapmış oldukları çalışmada Türkiye’deki yatırımcı psikolojisinin yatırım ortaklıklarında meydana gelen iskonto üzerindeki etkilerini araştırmışlar ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu ile yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasında ters yönde bir hareket olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çıtak (2008), 2005-2007 yıllarını kapsayan ve veri zarflama analizini kullanarak yapmış olduğu çalışmada menkul kıymet ortaklıklarının ölçek etkisizliği görülmesine rağmen giderek ölçek etkinliğini arttırdığını tespit etmiştir. Aynı zamanda piyasa değeri bakımından daha büyük menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, daha küçük olanlara göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Çıtak ve Torun (2009), 2001 ve 2002 yıllarına ait verileri kullanarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları üzerine yapmış oldukları çalışmada, Türkiye’deki bu tür yatırım ortaklıklarının toplam gider oranı ile net varlık değeri arasında negatif ilişki olduğunu saptamışlardır. Kandir (2010), aralarında menkul kıymet yatırım ortaklıklarının da bulunduğu yerli kurumsal yatırımcılar üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yatırımcılar ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın gelişmişliği arasında uzun dönemde bir ilişki ve karşılıklı bir etkileşiminin olduğunu tespit etmiştir.

3. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi

Türkiye’de ilk olarak 27/11/1983 tarih ve 18234 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan tebliğ ile yasal dayanağa kavuşan³ menkul kıymet yatırım ortaklıkları 27/12/1996 tarihinde İMKB’de bu şirketlerin oluşturduğu ayrı bir endeks olarak ele alınmaya başlamış ve o günden bu yana faaliyet gösteren şirketlerin sayıları yıllar itibariyle dalgali bir seyir izlemiştir.



Şekil 1. Yıllara Göre Menkul Kıymet Ortaklıkları Sayısı

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Aylık Bültenler

3 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile ilgili son tebliğ 05/08/2011 tarih ve 28016 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri:VI, 30 no’lu tebliğdir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarındaki bu dalgalı yapı ve finansal piyasalara paralel gelişmeyi yakalayamaması diğerkurumsal yatırımcılara göre portföy büyüklüğü bakımından oldukça düşük bir hacimde kalmasına sebep olmuştur. Tablo 1’de portföy büyüklüğü bakımından kurumsal yatırımcı büyüklükleri yer almaktadır.

Tablo 1. Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)

	2010	2011	02/2012
A Tipi Yatırım Fonları	1.469	1.407	1.472
B Tipi Yatırım Fonları	29.171	25.388	25.367
Emeklilik Yatırım Fonları	12.008	14.308	15.512
Borsa Yatırım Fonları	257	287	304
Yatırım Ortaklıkları	563	510	562
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	10.779	10.830	12.758
Girişim Sermayesi Yatırım Ort.	187	724	718
Toplam	54.434	53.455	56.692

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği

Sadece A.B.D.’de bu tür yatırım ortaklıklarının toplam portföy büyüklüğü yaklaşık olarak 2010 yılı için 434 Milyar \$’dır ve bu şekilde faaliyet gösteren 624 adet şirket bulunmaktadır (Investment Company Institute, 2011). Tablo 1. incelendiğinde yatırım ortaklıklarının bir çok kolektif yatırımcı kuruluşunun altında bir portföy büyüklüğüne sahip olduğu açık bir şekilde görülmektedir.

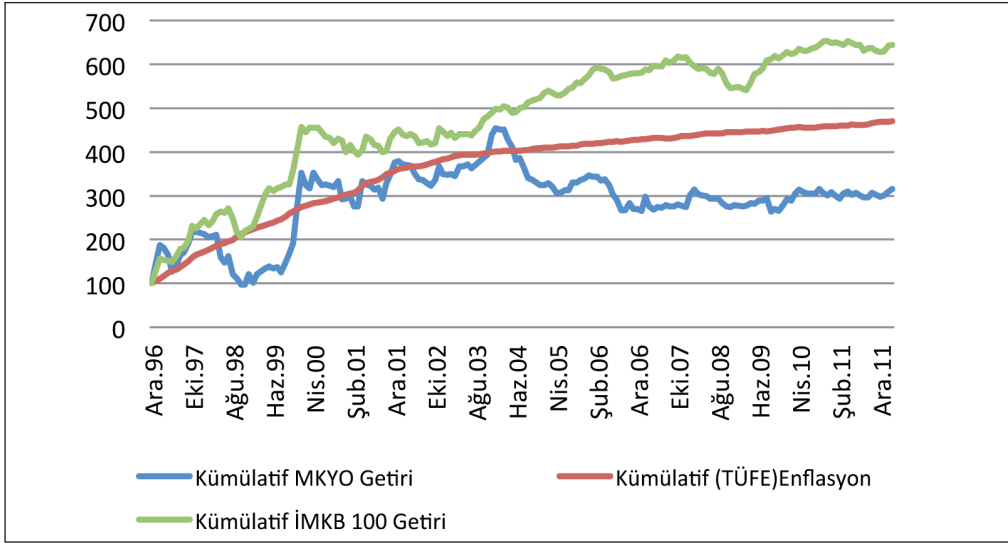
Şekil 2’de Aralık 96 dönemi 100 kabul edildiğinde, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının ve İMKB 100 endeksinin kümülatif getirisi ile Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kümülatif oranı gösterilmektedir. Bu şekilde bir karşılaştırma yapılmasındaki amaç, bu kuruluşların hem İMKB’nin getirisi hem de enflasyon oranı karşısında nasıl bir performans gösterdiğini görebilmektir. Şekil 2’de menkul kıymet yatırım ortaklıklarının getirisi İMKB 100 endeksinin getirisine paralel ancak altında seyretmekte, Haziran 2004’ten itibaren ise kümülatif TÜFE oranının altında kalmaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının Haziran 2004’den sonra TÜFE’nin altında kalmasının nedeni Şekil 3’de görüleceği gibi bu kurumların portföylerindeki sabit getirili menkul kıymetler payını arttırmasıyla açıklanabilir.

Şekil 3 incelendiğinde, Ocak 1997- Mart 2012 yılları arasında, yıl bazında menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföyleri incelendiğinde bu şirketlerin 2004 yılından sonra portföylerinin giderek muhafazakârlaştığı ve risk düzeyi düşük sabit getirili menkul kıymetlere yönelindikleri görülmektedir.

Bununla birlikte, Şekil 4’de görüldüğü gibi, ilgili zaman aralığının genelinde (1997-2012 arası) bu şirketlerin portföylerindeki İMKB’de işlem gören hisse senedi ağırlığının toplam portföy büyüklüklerinin neredeyse yarısını teşkil ettiği görülmektedir. Bunun yanında tespit edilen bir diğernokta da yatırım ortaklıklarının yabancı menkul kıymetlere portföylerinde %0,13 gibi çok düşük bir oranda yer vermiş olmalarıdır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarını açık sonlu yatırım kurumlarından ayıran bir özelliği de, bu kurumların performanslarını ölçmede kullanılan iki farklı değere sahip olmalarıdır. Bunlar, yatırım ortaklıklarının piyasa değeri ile sahip oldukları net varlık⁴ değeridir. Yatırım ortaklıklarının

4 Net Varlık Değeri = Portföy Değeri+ Hazır Değerler + Alacaklar - Borçlar



Şekil 2. Ocak 1997- Mart 2012 Arası İMKB 100 Getiri, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Getiri ve TÜFE Karşılaştırılması (%)

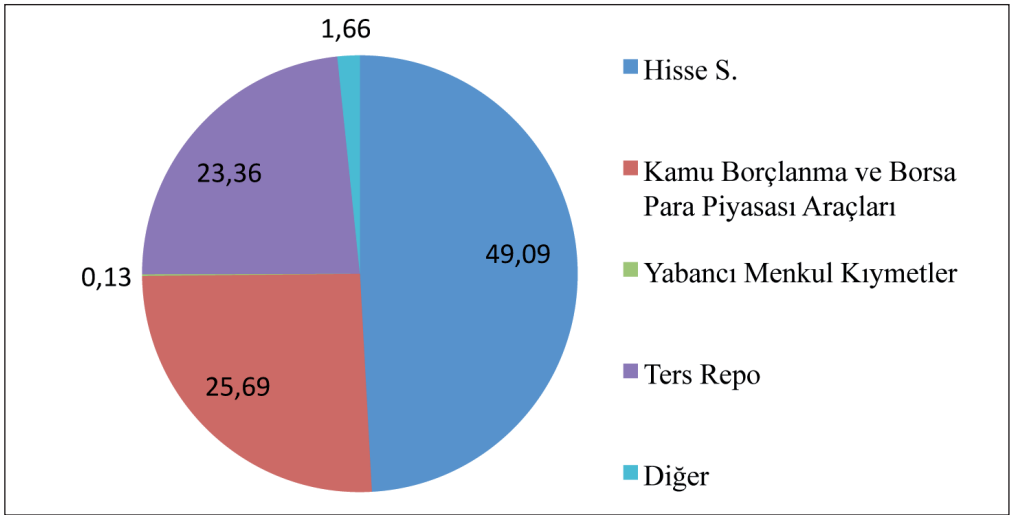
Kaynak: TÜİK, SPK ve İMKB



Şekil 3. Yıllara Göre Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföy Çeşitlendirilmesi (%)

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenler

performansında kullanılan bu iki ölçüt, çoğunlukla birbirinden farklı değerdedir. Bu farklılık iskonto ve prim kavramlarıyla açıklanmaktadır (Canbaş ve Kandır, 2006: 27). Genel olarak, yatırım ortaklığının hisse başına net varlık değerinin hisse senedi fiyatından büyük



Şekil 4. Portföyde Bulunan Varlıkların Ocak 1997-Mart 2012 Arasındaki Ortalaması (%)
Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenler

olması durumuna “iskonto” denmektedir. Bu durumda bu yatırım ortaklıkları defter (net varlık) değerlerinin altında borsada işlem görmektedir. Diğer taraftan, bu yatırım ortaklıklarının hisse fiyatları kendi net varlıklarından fazla olması durumuna ise “prim” denmektedir (Boudreaux, 1973: 515-516). Bir yatırımın iskonto/Prim oranını aşağıdaki formülle hesaplamak mümkündür (Halkos ve Krintas, 2006: 398). Bu formül yardımıyla yatırım ortaklıklarının defter (varlık) değerleri ile piyasa değerleri arasında ilişki tespit edilmektedir.

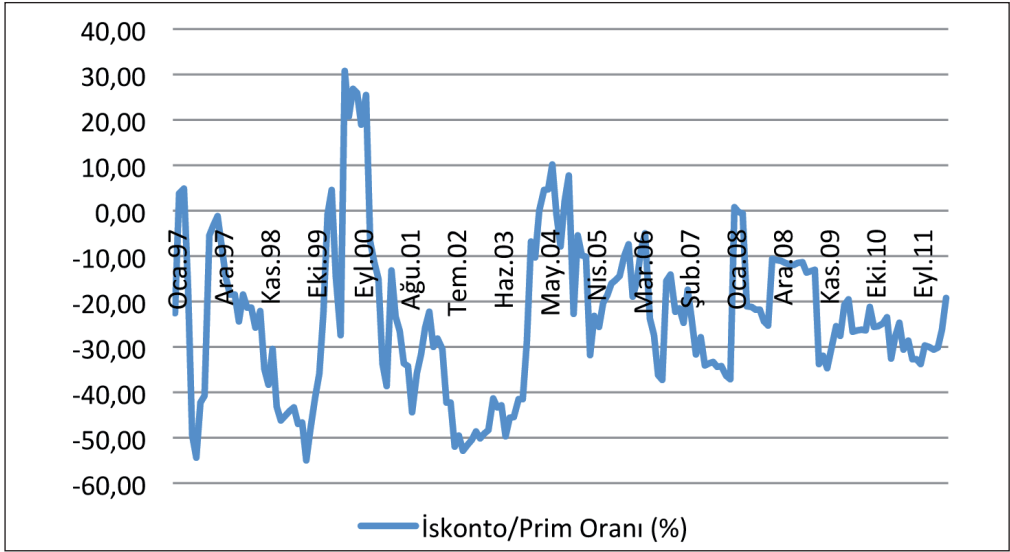
$$iskonto/prim = \frac{Hisse Senedi Fiyatı - Net Varlık Değeri}{Net Varlık Değeri}$$

Yukarıdaki formülden hareketle incelemeye konu olan dönem aralığında menkul kıymet yatırım ortaklıklarının her ay sonu oluşan hisse senetleri fiyatları ve net varlık değerleri üzerinden hesaplanan iskonto/prim oranı grafiği Şekil 5’de gösterilmektedir⁵.

İlgili dönem dikkate alındığında Türkiye’deki menkul kıymet yatırım ortaklıkları %23,43’lük bir iskonto oranı ortalamasında değer görmüşlerdir. 1999 Ağustos döneminde %55 gibi maksimum bir iskonto oranına sahip bu ortaklıklar Mayıs 2000 döneminde %30,77 maksimum prim oranından işlem görmüşlerdir. Bu uç değerlerin oluşması İMKB’nin henüz derinliliğinin oluşmaması ve yatırımcıların yatırım ortaklıklarına gösterdiği talep ile açıklanabilir.

Genel seyir itibarıyla bu kurumların İMKB’de sürekli yüksek iskonto oranı ile yani değerlerinin altında işlem gördüğü görülmektedir. Oysaki Amerika Birleşik Devletleri’nde menkul kıymet yatırım ortaklıklarının Ağustos 2011’de %10’lara çıkan iskonto oranları çok yüksek bir seviye olarak kabul edilmiştir. 2011 Ağustos ayında Resmi Gazete’de yayımlanan menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile ilgili son tebliğ ile getirilen net dağıtılabilir kârın %20’sini nakit olarak dağıtılması

⁵ Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fiyatları ve net varlık değerlerinin ağırlıklı ortalaması üzerinden iskonto/prim oranı hesaplanmıştır.



Şekil 5. Ocak 1997-Mart 2012 Arasındaki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İskonto/ Prim Oranı (%)

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenler

zorunluluğu uzun vadede iskonto oranlarının daha kabul edilebilir seviyelere düşüreceği öngörülmüştür (Çun, 2011: 22). Şekil 5' incelendiğinde Eylül 2011'de iskonto oranlarının anlamlı bir şekilde düştüğü, diğer bir ifade ile yeni düzenlemenin, yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fiyatlarında belirli bir artışa sebep olduğu görülmektedir.

4. Veri ve Metodoloji

Çalışmanın bu bölümünde, menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ait değişkenlerin İMKB 100 üzerine etkileri çok değişkenli doğrusal regresyon yöntemi kullanılarak bu ortaklıkların gelişimi ile Türkiye'deki hisse senetleri piyasasının gelişimi arasında anlamlı bir etkileşimin var olup olmadığı test edilecektir. Çalışmada toplam beş değişken bulunmaktadır. Bu değişkenler, İMKB menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi, bu ortaklıkların market kapitalizasyonu, portföylerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin toplam değeri ve çıkarılmış sermayelerinin toplam değeri bağımsız değişkenler olup İMKB 100 endeksi değişkeni üzerindeki etkileri incelenecektir.

Bu bağımsız değişkenlerin seçilmesindeki neden menkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyüme ivmelerini göstermesi ve aynı zamanda buldukları piyasadaki performansları da gözetmesidir. Sonuç olarak, seçilen bağımsız değişkenler menkul kıymet yatırım ortaklığı şirketlerinin İMKB 100 endeksi üzerinde bir etkisinin olup olmadığını test etme imkânı vermektedir.

Veriler menkul kıymet yatırım ortaklıklarının İMKB'de endeks olarak gösterilmeye başlandığı Ocak 1997 ile Mart 2012 yılları arasında faaliyet gösteren tüm yatırım ortaklıklarını (Şekil 1) kapsamaktadır. Türkiye'de bağımsız değişkenlere ait zaman serileri aylık veriler üzerinden oluşturulduğundan veriler aylık değerler üzerinden analize tabi tutulmuştur. Tüm veriler, SPK'nın aylık bültenleri ile İMKB'den derlenmiştir.

Çalışmanın çok değişkenli doğrusal regresyon analizine tabi tutulacak eşitliği aşağıdaki gibidir.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$$

Burada,

Y= İMKB 100 Endeksi (X100)

X₁=Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Market Kapitalizasyonu (MCAP)

X₂=Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Çıkarılmış Sermayeleri Toplam Değeri (PCAP)

X₃=Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföylerindeki Hisse Senetlerinin Toplam Değeri (PORT)

X₄=İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi (XORT)

Genellikle zaman serisi halindeki değişkenlerde sıklıkla görülen değişen varyans ve otokorelasyonu önlemek için değişkenlerin logaritmik dönüşümleri yapılmıştır. Çalışmanın bu aşamasından sonra logaritmik dönüşümleri yapılan bu değişkenlerin başına "L" harfi getirilmektedir. Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök sınavası ile durağan olmadığı anlaşılan bu serilerin birinci farkları da alınarak durağan hale gelmesi sağlanmıştır. Araştırmada kullanılan değişkenlere ait serilerin birim kök sonuçları Tablo 2'deki gibidir. Sonuçlar %5 anlamlılık düzeyinde test edilmiştir.

Tablo 2. Değişkenlerin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey	Birim Kök	1.Fark	Birim Kök
LX100	-0.413256	VAR	-10.63034*	YOK
LMCAP	-1.001454	VAR	-13.17820*	YOK
LPCAP	-0.649817	VAR	-13.82575*	YOK
LPORT	0.474168	VAR	-15.31953*	YOK
LXORT	-1.456460	VAR	-9.828311*	YOK

* Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi için %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olan göstergeler.

Çalışmanın analiz kısmında 1. farkları kullanılan bu değişkenlerin sonunda "(1)" simgesi kullanılmaktadır.

5. Analiz Sonuçları

Değişkenlerin birbiri arasındaki korelasyon matrisi Tablo 3'deki gibidir.

Tablo 3. Değişkenlerin Korelasyon Matrisi

Değişkenler	LX100 (1)	LXORT (1)	LPORT(1)	LPCAP(1)	LMCAP(1)
LX100 (1)	1.000000	0.845450	0.506627	0.007667	0.498904
LXORT (1)	0.845450	1.000000	0.459843	0.126487	0.585200
LPORT(1)	0.506627	0.459843	1.000000	0.044041	0.561306
LPCAP(1)	0.007667	0.126487	0.044041	1.000000	0.363297
LMCAP(1)	0.498904	0.585200	0.561306	0.363297	1.000000

Görüldüğü gibi değişkenler arasında en güçlü ilişki İMKB 100 Endeksi LX100(1) ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksidir LXYORT (1). Bu iki değişken arasındaki ilişki 0,84 gibi pozitif ve yüksek bir orandadır. En zayıf ilişki ise İMKB 100 Endeksi LX100(1) ile menkul kıymet yatırım ortaklıklarının çıkarılmış sermayeleri arasındaki LPCAP(1) 0.0076 oranındaki pozitif ilişkisidir.

Durağan olan bu değişken serilerin dört bağımsız değişkenli modele göre çoklu regresyon sonuçları Tablo 4'deki gibidir.

Tablo 4. Dört Bağımsız Değişkenli Modelin Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	T İstatistiği	Prob.
LXORT (1)	0.709520	0.043011	16.49622	0.0000
LPORT(1)	0.154059	0.047506	3.242924	0.0014
LPCAP(1)	-0.100247	0.046024	-2.178151	0.0307
LMCAP(1)	-0.015439	0.038549	-0.400492	0.6893
C	0.009883	0.004594	2.151481	0.0328
R-squared	0.742231	Mean dependent var		0.021551
Adjusted R-squared	0.736340	S.D. dependent var		0.113737
S.E. of regression	0.058401	Akaike info criterion		-2.815571
Sum squared resid	0.596875	Schwarz criterion		-2.726878
Log likelihood	258.4014	F-statistic		125.9759
Durbin-Watson stat	2.025069	Prob(F-statistic)		0.000000

Tablo 4'de analiz sonucunda görüldüğü gibi bağımlı değişkendeki değişimin %74.22'si modeldeki dört bağımsız değişken tarafından açıklanmaktadır. Ancak t istatistiğine baktığımızda modeldeki market kapitalizasyonu değişkeni LMCAP(1) (%5 anlamlılık düzeyinde) anlamlı bulunmamaktadır. Bu durumda, modelde anlamsız bulunan market kapitalizasyonu değişkeni elimine edildiğinde oluşan yeni modelin çoklu regresyon analiz sonucu Tablo 5'deki gibidir.

Tablo 5. Üç Bağımsız Değişkenli Modelin Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	T İstatistiği	Prob.
LXORT (1)	0.701988	0.038589	18.19124	0.0000
LPORT(1)	0.145666	0.042532	3.424842	0.0008
LPCAP(1)	-0.107632	0.042068	-2.558539	0.0114
C	0.010010	0.004572	2.189721	0.0299
R-squared	0.741995	Mean dependent var		0.021551
Adjusted R-squared	0.737597	S.D. dependent var		0.113737
S.E. of regression	0.058262	Akaike info criterion		-2.825766
Sum squared resid	0.597422	Schwarz criterion		-2.754812
Log likelihood	258.3190	F-statistic		168.7192
Durbin-Watson stat	2.017890	Prob(F-statistic)		0.000000

Tablo 5 incelendiğinde R² değerinde çok düşük miktarda bir azalma olduğu ancak bağımsız değişkenlerin hepsinin de modele anlamlı bir katkı yaptığı görülmektedir. Modelde en önemli değişken Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksidir LXORT (1). Tablo 5'deki 168.7192 F değeri, oluşturulan bu yeni modelin bir bütün olarak her düzeyde anlamlı olduğunu göstermektedir (Prob.F =0.000000). Durbin-Watson test sonucu da modelde otokorelasyon olmadığını ortaya koymaktadır.

Bağımsız değişkenlerin doğrusal bağıntı şartını sınavan Tolerans (Tolerance) ve VIF (Variance Inflation Factor) değerleri Tablo 6'da gösterilmiştir. Tolerans değerleri sıfırdan uzak ve VIF değerleri de 10'dan küçük olduğu için modeldeki bağımsız değişkenler doğrusal bağıntı şartını yerine getirmektedir.

Tablo 6. Bağımsız Değişkenlerin Tolerans ve VIF Değerleri

Değişkenler	Tolerance	VIF
LXORT (1)	0.777	1.287
LPORT(1)	0.788	1.268
LPCAP(1)	0.987	1.017

Analizin bu bölümünde ise üç bağımsız değişkenli modelin çoklu doğrusal regresyon modeli varsayımlarını ihlal edip etmediği araştırılacaktır.

Tablo 7'de modelin spesifikasyon hatası içermediği yapılan Ramsey Reset testi ile gösterilmektedir. F istatistiği olasılık değeri (prob) (0.791415>0.05) anlam düzeyinden büyük olduğu için hata terimleri sıfır ortalama ile normal dağılım göstermektedir.

Tablo 7. Ramsey Test Sonuçları

F-statistic	0.070161	Probability	0.791415
Log likelihood ratio	0.072151	Probability	0.788231

Modeldeki hata terimlerinin normal dağılım testi Jarque-Bera normallik analizi ile yapılmıştır. Bu analizin sonuçları Tablo 8'deki gibidir. Testin sonuçlarına göre (0.137756>0.05) hata terimi normal dağılım göstermektedir.

Tablo 8. Jarque-Bera Normallik Analizi Sonuçları

Jarque-Bera	3.964537	Probability	0.137756
-------------	----------	-------------	----------

Son olarak modelin sabit varyans özelliği bulunup bulunmadığı White Heteroskedasticity testi ile test edilecektir. Tablo 9'da modelin test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 9. White Heteroskedasticity Test Sonuçları

F-statistic	0.485548	Probability	0.818539
Obs*R-squared	2.980970	Probability	0.811232

Tablo 9'da görüldüğü üzere Obs. *R Kare'nin prob. değeri 0.811232>0.05 olduğu için model sabit varyanslıdır.

Yukarıdaki tüm sınama sonuçlarına göre modelin çoklu doğrusal regresyon analiz yönteminin tüm varsayımlarına uygun bir şekilde oluşturulduğu görülmektedir.

6. Sonuç

Ocak 1997 ile Mart 2012 yılları arasındaki Türkiye’de faaliyet gösteren menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ait değişkenlerin İMKB 100 Endeksi üzerinde etkileri araştırılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre, kurulan ilk modelde menkul kıymet yatırım ortaklıklarının toplam market kapitalizasyonun İMKB 100 üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiş ve modelden çıkarılarak diğer üç bağımsız değişken ile yeni bir model oluşturulmuştur. Kurulan ikinci modelin analiz sonuçlarına göre menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi İMKB 100 Endeksi üzerinde çok güçlü bir etkiye sahiptir (%70.19). Bu modeldeki diğer iki bağımsız değişken ise menkul kıymet yatırım ortaklığı endeksi değişkenine göre nispeten daha zayıf bir etkiye sahiptir. Şöyle ki, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan hisse senetlerinin değeri %14,56 ve bu ortaklıkların çıkarılmış sermayeleri %10,76 oranında İMKB 100 Endeksi üzerinde bir etkiye sahiptir.

Analiz sonucu ulaşılan korelasyon matrisinde de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi İMKB 100 Endeksi ile en büyük ilişkiye sahiptir. Bu durum, Kandır (2010) tespit ettiği sonuçlar ile paralellik arz etmektedir. Bu ilişkiden sonra sırasıyla menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan hisse senedi toplam değeri, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının market kapitalizasyonları ile menkul kıymet yatırım ortaklıklarının toplam çıkarılmış sermaye değerleri izlemektedir.

Oysa ki, Pakistan’da Aamir ve diğerlerinin (2011) yapmış olduğu benzeri çalışmada bu tür kapalı sonlu yatırım şirketlerinin oluşturduğu endeks ilk modelde anlamlı bulunmadığı için elimine edilmiştir. Aynı çalışmada bu tür şirketlerin sırasıyla işlem hacmi, market kapitalizasyonu ve çıkarılmış sermaye toplam değerleri ile Karaçi Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi (KSE-100 Index) arasında anlamlı etkileşim tespit edilmiştir. Ancak bu etkileşimin yüzdeleri Türkiye’de yapılan bu çalışmaya göre oldukça düşük seviyede kalmıştır.

Araştırmada ulaşılan bir diğer önemli sonuç ise bu kuruluşların yüksek iskonto oranlarıyla işlem görmesidir. Bu da, Kandır (2006) sonuçları ile paralellik göstermektedir. Bunun nedeni ise, bu yatırım ortaklıklarının portföylerinde giderek sabit getirili menkul kıymetlerin ağırlığının arttırması olarak açıklanabilir. Bu durumda da tasarruf sahipleri diğer kurumsal yatırım araçlarına yatırımlarını yönlendirmektedirler. Bu nedenden ötürü, portföy büyüklüğü olarak kurumsal yatırımcılar içinde bu şirketlerin çok küçük bir payı bulunmaktadır. Ayrıca, bu yatırım ortaklıklarının özellikle 2004’ten itibaren dikkate değer bir şekilde portföylerindeki hisse senedi oranlarını azaltmış olmaları oluşturulan modelde bu ortaklıkların portföylerinde bulunan hisse senetlerinin toplam değeri değişkeninin İMKB 100 Endeksi’ne etkisi oldukça sınırlı kalmasına sebep olmuştur.

Türkiye’nin gelişmesinde ve kalkınmasında lokomotif rol üstlenen finansal sistemin kurumsallaşması ve profesyonelleşmesi ekonomi açısından hayati önem taşımaktadır. Bu sistem içinde önemli bir kurum olan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sayısında araştırmanın yapıldığı dönem itibarıyla Türkiye’nin son on yıldaki büyüme trendinin aksine dalgalı bir süreç söz konusudur.

Kaynakça

- Aamir,M., Qayyum, A., Nasir, A., Hussain, S. ve Butt, S. (2011). Closed-Ended Mutual Fund and Stock Market Growth: A Study of KSE Pakistan, *European Journal of Social Sciences*, Vol: 24, 2011, s 64-70.
- Alexis, C., Niarchos, N., Patra, T. ve Poshakwale, S. (2005). The Dynamics Between Stock Returns and Mutual Fund Flows: Empirical Evidence from the greek Market, *International Review of Financial Analysis*, Vol: 14, s 559-569.
- Beyazoğlu, H . Yatırım Fonları Üzerine Bir Değerlendirme ve Türkiye’de İştirak Yatırım Fonları, SPK, www.spk.gov.tr, 10.01.2012. tarihi itibariyle.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. (2008). *Essential of Investment*, Irwin/McGraw-Hill, s 90.
- Boudreaux, J. (1973). Discounts and Premiums on Closed End Mutual Funds: A Study in Valuation, *Journal of Finance*, Vol 28, Issue: 2, s 515-516.
- Canbaş, S. ve Kandır,S.Y. (2006). Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu ile İncelenmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 29, s 26-39.
- Çıtak, L. (2008). Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Sayı: 31, Temmuz-Aralık, s 69-94.
- Çıtak, L. ve Torun, T. (2009). The Relationship Between Expense Ratio and Net Asset Value (NAV) Return: The Case of Turkish Investment Companies, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: XXVI, Sayı: 1, s 357-381.
- Çun, H. (2011). *Kurumsal Yatırımcı Dergisi*, Sayı: 15, Ekim-Aralık, s 22.
- Edelen,M. ve Warner,J. (2001). Aggregate Price Effects of Institutional Trading: A Study of Mutual Fund Flow and Market Return, *Journal of Financial Economics*, Vol: 59, s 195-220.
- Ertay, V., Tuncer ,K. ve Teker, B. (1997). *Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması*, SPK Yayınları, Ankara, s12.
- Ferreira, M., Miguel, A., ve Ramos, S. (2006). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study , *Spectrum*, Vol:28, s 1-54.
- Fishbein, R. (1970). Closed-End Investment Companies, *Financial Analysts Journal*, March-April, s 71.
- Focardi, S. ve Fabozzi, F. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*, Wiley Finance, s 42.
- Goetzmann, W.N. ve Massa, M. (2003). Index Funds and Stock Market Growth, *The Journal of Business*, Vol: 76, No: 1, The University of Chicago Press, s 1.
- Halkos, G.E. ve Krintas, T. (2006) Behavioural and Fundamental Explanations of Discounts on Closed End Funds: An Empirical Analysis, *Applied Financial Economics*, 16, s.398.
- Hubbard, R.G. ve O’Brien, P. (2012). *Money, Banking, and Financial System*, Pearson, s 326.
- Investment Company Institute (ICI) (2011). http://www.ici.org/pdf/2011_factbook.pdf, Mart 2012 tarihi itibariyle.
- Kandır, S.Y. (2010). Yerli Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasalarının Gelişimi: İMKB Üzerinde Bir Uygulama, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 47, Sayı: 559, s 67.
- Lee, C.F. ve Lee, A. (2006). *Encyclopedia of Finance*, Springer, s 58.
- Russel, P.S. (2004). The Enigma of Closed –End Funds Pricing: Twenty-Six Years Later, *The International Journal of Finance*, Vol: 16, No: 2, s 2486.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2007). *SPK Bilgilendirme Kitapçıkları-4 Yatırım Ortaklıkları*, SPK Yayınları, , Ankara, s 4.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği. <http://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133>, Mart 2012 tarihi itibariyle.

