

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI  
İSKONTOSU VE İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKS  
GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

AYTAÇ BAYRAKTAR  
2501040234

TEZ DANIŞMANI  
PROF. DR. N. HÜLYA TALU

İSTANBUL 2008

## ÖZ

# MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI İSKONTOSU VE İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKS GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Aytaç BAYRAKTAR

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı hisse senetleri için net varlık değeri ve pazar fiyatı olmak üzere iki farklı değer bulunmaktadır. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının hisse senetleri borsada net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Hisse senetleri, net varlık değerinin altında fiyatlanırsa iskontolu; üzerinde fiyatlanırsa primli işlem görmektedir. Bu durum finans literatüründe yatırım ortaklıkları iskontosu olarak adlandırılmakta ve uluslararası finans literatüründeki en büyük anomalilerden biri olarak kabul edilmektedir. Yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin iskontolu işlem görmesinin büyük ölçüde yatırımcı duyarlılığından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Yatırım ortaklıkları iskontosu; yatırımcı psikolojisinin finans piyasalarına etkilerini inceleyen temel teorilerden biri olan yatırımcı duyarlılığının bir temsilcisi olarak gösterilmektedir. Bu çalışmada menkul kıymet yatırım ortaklıklarının iskontosu ve Türkiye’de Kurulu Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının iskonto yapıları incelenmiştir. Çalışmanın amacı menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosuyla temsil edilen yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ve hisse senedi getirilerini tahmin etme kabiliyetini incelemektir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Kasım 2000 – Aralık 2007 dönemini kapsayan söz konusu regresyon modellerinde, İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri bağımlı değişken ve tüm menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunu temsil eden yatırım ortaklıkları ağırlıklı ortalama iskonto endeksi bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosuyla temsil edilen yatırımcı duyarlılığının, hisse senedi getirilerini tahmin kabiliyetine az da olsa sahip olduğunu ortaya koymakla birlikte hisse senedi getirilerini, tek başına önemli derecede açıklayamadığını göstermektedir.

## **ABSTRACT**

### **CLOSED-END FUND DISCOUNTS AND THE EFFECT OF THE CLOSED-END FUND DISCOUNTS ON THE STOCK INDICES RETURNS**

**Aytaç BAYRAKTAR**

The closed-end funds shares have two values: The net asset value and the market value. The closed-end funds shares would be priced above or below the net asset value in the stock exchange. If the shares are priced below the net asset value, they are traded with discount. Otherwise, the shares are traded with premium. The closed-end fund discounts are perceived as an anomaly in finance literature. But, it's assessed that the closed end fund discounts are rather because of the investor sentiment. It's also stated that the closed end fund discount which is one of the theories that tries to analyze the effect of the investor sentiment on the finance market is the representer of the investor sentiment. In this paper, the closed-end fund discounts and discount forms of the Turkish closed-end funds are analyzed. The aim of the paper is to analyze the effect of the investor sentiment which is represented by the closed-end fund discounts on the stock returns and its ability to forecast the stock returns. Regression models are used to analyze the the effect of the closed-end fund discounts on the stock returns. The above mentioned model is used over the period of November 2000 and December 2007. İMKB stock indices returns are treated as a dependent variable while the weighted average discount indices which represent the whole closed-end fund discounts are treated as an independent variable. To conclude, the result of this analyze states that the investor sentiment which is represented by the closed-end fund discounts slightly has the ability to forecast the stock returns, but it is inefficient to exspress it exactly.

## ÖNSÖZ

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, çıkarmış oldukları payları piyasada işlem gören ve yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, portföyler oluşturarak finansal varlıklara yatırmak için kullanan kolektif yatırım şirketleridir. Hisse senetleri halka açık olan şirketler gibi yatırım ortaklıklarının pay fiyatları da pazardaki arz ve talep doğrultusunda belirlenmektedir.

Yatırım ortaklıklarının finans literatüründeki en önemli özelliği, iki farklı değere sahip olmalarıdır. Birincisi, hisselerin net varlık değeridir. Net varlık değeri, yatırım ortaklığının mali yükümlülüklerinin toplam varlık değerinden düşülmesiyle bulunan tutarın ortaklığın dolaşımdaki hisse sayısına bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Fakat bu değer sadece olması gereken değerdir. Piyasadaki fiyat genellikle çeşitli sebeplerden dolayı bu değerden sapsmalar göstermektedir. Bu sapsmalar yatırım ortaklıkları iskontosu olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu ( yatırım ortaklıkları anomalisi ) pek çok sayıda akademik çalışmaya konu olmuştur. MKYO iskontosunun ayrıntılı olarak çözümlenmesi finans çevresinde büyük önem teşkil eden anomalilerden birinin aydınlığa kavuşturulmasına hizmet edecektir.

Hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi, finans çevrelerinde sık araştırılan konular arasında yer almaktadır. Hisse senedi getirilerini açıklamaya çalışan çok sayıda model geliştirilmiştir. Hisse senedi getirilerinin rasyonel bir biçimde oluştuğunu savunan bu modeller hisse senedi getirilerini tam olarak açıklayamamıştır. Bu eksikliğin giderilmesi üzerine yapılan çalışmalarda yatırımcı psikolojisinin de hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunda etkili olabileceğini göstermiştir. Yatırımcı psikolojisini inceleyen teorilerden biride yatırımcı duyarlılığı teorisidir. Yatırımcı duyarlılığı hakkında yapılan çalışmalarda genel olarak yatırım ortaklıkları iskontosu yatırımcı duyarlılığının bir göstergesi olarak kabul edilmiştir.

Bu tez çalışmasındaki amaç yatırım ortaklıkları iskontosunun incelenerek, İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri üzerindeki etkilerinin araştırılmasına yöneliktir. Bu amacın finansdaki gerekliliği yatırım ortaklıkları iskontosu üzerinden yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin belirlenmesidir. Çalışmada genel olarak yatırım ortaklıkları ve Türkiye’deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarına değinilmiştir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu araştırılmış ve iskontonun oluşum nedenleri hakkındaki tartışmalar açıklanmıştır.

Çalışma sürecimde, yaşadığım tüm zorluklara rağmen, benden desteğini esirgemeyen, başta değerli hocam Prof. Dr. N.Hülya Talu olmak üzere Doç.Dr. Erdinç Altay hocama, Ekonometri bölümünde, çalışmamın uygulama kısmındaki yol gösterici katkılarından dolayı Yrd. Doç.Dr. Mustafa Tekin ile Doç.Dr. Kutluk Kaan Sümer hocalarıma ve değerli arkadaşım araştırma görevlisi M.Hakan Satman’a teşekkürlerimi bir borç bilirim. Ayrıca tez çalışma sürecimde, amansız bir hastalıkla mücadele eden ve ne yazık ki bu savaşı genç yaşta kaybeden, son görevimi yerine getiremediğim rahmetli halama ve bana daima destek olan aileme şükranlarımı sunarım.

AYTAÇ BAYRAKTAR

## İÇİNDEKİLER

|                     |     |
|---------------------|-----|
| ÖZ.....             | I   |
| ABSTRACT.....       | II  |
| ÖNSÖZ.....          | III |
| İÇİNDEKİLER.....    | V   |
| ŞEKİL LİSTESİ.....  | IX  |
| GRAFİK LİSTESİ..... | IX  |
| TABLO LİSTESİ.....  | IX  |
| KISALTMALAR.....    | X   |
| EKLER.....          | XII |
| <br>                |     |
| GİRİŞ.....          | 1   |

## BİRİNCİ BÖLÜM

|   |          |
|---|----------|
| <b>YATIRIM ORTAKLIKLARI.....</b>                          | <b>6</b> |
| 1.1. Yatırım Ortaklıkları Kavramı ve Kapsamı.....         | 7        |
| 1.2. Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi.....       | 11       |
| 1.2.1 İngiltere'de Yatırım Ortaklıkları.....              | 12       |
| 1.2.2 ABD'de Yatırım Ortaklıkları.....                    | 13       |
| 1.2.3 Almanya' da Yatırım Ortaklıkları.....               | 14       |
| 1.2.4 Fransa' da Yatırım Ortaklıkları.....                | 15       |
| 1.2.5 İsviçre 'de Yatırım Ortaklıkları.....               | 15       |
| 1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Amaçları.....  | 16       |
| 1.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Katkıları..... | 16       |
| 1.4.1. Tasarruf Sahiplerine Katkıları.....                | 17       |
| 1.4.2. Ekonomiye Katkıları.....                           | 18       |
| 1.4.3. Sermaye Piyasasına Katkıları.....                  | 19       |

|   |    |
|---|----|
| 1.5.Yatırım Ortaklıkları Türleri.....                           | 20 |
| 1.5.1.Sermaye Yapıları Bakımından Yatırım Ortaklıkları.....     | 21 |
| 1.5.1.1 Kapalı Uçlu Yatırım Ortaklıkları.....                   | 22 |
| 1.5.1.2. Açık Uçlu Yatırım Ortaklıkları.....                    | 27 |
| 1.5.2. Portföyün Oluşturulmasına Göre Yatırım Ortaklıkları..... | 31 |
| 1.6.Portföy İşletmeciliği.....                                  | 31 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### **TÜRKİYE’DE MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ DURUMU.....34**

|   |    |
|---|----|
| 2.1.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İşlevleri.....  | 36 |
| 2.2.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Kuruluş Şartları.....                                    | 39 |
| 2.3.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Kuruluş Türleri ve Kuruluş İşlemleri.....                | 43 |
| 2.3.1.Tedrici Usulde Kuruluş.....   | 43 |
| 2.3.2. Ani Usulde Kuruluş.....  | 45 |
| 2.4.Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetine İlişkin İlke ve Kuralları.....            | 47 |
| 2.5. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Hakkında Genel Bilgiler ve Mevcut Durum..... | 54 |
| 2.5.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Net Aktif Değerlerine Genel Bir Bakış.....         | 55 |
| 2.5.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı.....                              | 58 |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### **MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI İSKONTOSU.....60**

|   |    |
|---|----|
| 3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında İskonto Ve Prim Kavramları.....  | 60 |
| 3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosunu Anomalisini Açıklamaya Çalışan Faktörler.....   | 63 |
| 3.2.1. İskontonun Ekonomik Açıklaması ( Standart Açıklamalar) .....   | 65 |
| 3.2.1.1. Temsil Maliyetleri.....  | 65 |
| 3.2.1.2. Net Aktif Değer Hesaplanmalarındaki Sorunlar.....  | 68 |
| 3.2.1.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföylerinde Likit Olmayan Varlıklara Sahip Olması.....  | 68 |
| 3.2.1.2.2. Vergi Sorumlulukları.....  | 69 |
| 3.2.1.3. Vergi Zamanlaması.....   | 70 |
| 3.2.1.4. Ayrı Piyasalar.....  | 71 |
| 3.2.2. İskontonun Davranışsal Açıklaması.....   | 72 |
| 3.2.2.1. Yatırımcı Duyarlılığı.....   | 73 |
| 3.2.2.1.1. Aşırı ve Düşük Reaksiyon.....  | 77 |
| 3.2.2.1.2. Yatırımcı Duyarlılığını Sorgulayan ve Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisini İnceleyen Çalışmalar.....                       | 78 |
| 3.2.2.2. Yeni Halka Arzlar.....   | 86 |
| 3.2.2.3. Bireysel Yatırımcılar.....   | 86 |
| 3.2.2.4. İskontoda Dalgalanmalar.....   | 87 |
| 3.3. İMKB’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İskonto ( Prim ) Oranlarının; Düzeyleri, Zaman İçindeki Dalgalanmaları ve Aralarındaki İlişkileri..... | 88 |
| 3.3.1. İmkb’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İskonto Düzeyleri ve Zaman İçindeki Dalgalanmaları.....  | 88 |
| 3.3.2. İMKB’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontolarının Arasındaki İlişki.....   | 96 |



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

|  |            |
|--|------------|
| <b>MKYO İSKONTOSUNUN İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKS GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ.....</b>                             | <b>99</b>  |
| 4.1. Araştırma Yöntemi ve Veriler.....   | 100        |
| 4.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosunun İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi..... | 106        |
| <b>SONUÇ.....</b>  | <b>110</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>   | <b>113</b> |
| <b>EKLER.....</b>  | <b>123</b> |

## ŞEKİL LİSTESİ

|            |  |    |
|------------|--|----|
| Şekil 2.1. | Yatırım Ortaklıklarının Tedrici Usulde Kuruluş Süreci..... | 45 |
| Şekil 2.2. | Yatırım Ortaklıklarının Ani Usulde Kuruluş Süreci.....     | 47 |

## GRAFİK LİSTESİ

|              |   |    |
|--------------|---|----|
| Grafik 2.1.  | TR'de MKYO' nun Yıllar İtibariyle Gelişimi..... | 55 |
| Grafik 2.2.  | MKYO Konsolide Net Aktif Değerleri.....         | 57 |
| Grafik 2.3.  | MKYO Konsolide Portföy Yapısı.....              | 60 |
| Grafik 3.1.  | AK MKYO İskonto Oranları.....                   | 90 |
| Grafik 3.2.  | ATLAS MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....       | 90 |
| Grafik 3.3.  | YAPI KREDİ MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....  | 91 |
| Grafik 3.4.  | DENİZ MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....       | 91 |
| Grafik 3.5.  | ECZACIBAŞI MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....  | 92 |
| Grafik 3.6.  | GARANTİ MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....     | 92 |
| Grafik 3.7.  | İŞ MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....          | 93 |
| Grafik 3.8.  | VAKIF MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....       | 93 |
| Grafik 3.9.  | ATA MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....         | 94 |
| Grafik 3.10. | ALTERNATİF MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....  | 94 |
| Grafik 3.11. | TSKB MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....        | 95 |
| Grafik 3.12. | AVRASYA MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....     | 95 |
| Grafik 3.13. | FİNANS MKYO İskonto ( Prim ) Oranları.....      | 96 |
| Grafik 3.14. | MKYO AOİE.....                                  | 96 |

## TABLO LİSTESİ

|            |   |     |
|------------|---|-----|
| Tablo 2.1. | Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Net Aktif Değerleri..... | 56  |
| Tablo 2.2. | MKYO N.A.D. ve Toplam Portföy İçindeki Payları.....         | 58  |
| Tablo 2.3. | MKYO Şirketlerinin Portföy Yapıları.....                    | 59  |
| Tablo 4.1. | Özet İstatistikler.....                                     | 106 |

|                   |  |     |
|-------------------|--|-----|
| <b>Tablo 4.2.</b> | Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları..... | 107 |
| <b>Tablo 4.3.</b> | Birim Kök Testi Sonuçları.....                     | 108 |
| <b>Tablo 4.4.</b> | Regresyon Modellerinin Sonuçları.....              | 109 |

## KISALTMALAR LİSTESİ

|             |   |
|-------------|---|
| A.e.        | Aynı eser   |
| A.g.e.      | Adı geçen eser  |
| ABD         | Amerika Birleşik Devletleri   |
| ADF         | Augmented Dickey – Fuller Testi   |
| $A_i$       | Her bir yatırım ortaklığının net varlık değerinin, tüm yatırım ortaklıklarının net varlık değerleri toplamı içerisindeki payı |
| AİE         | Ağırlıklı ortalama iskonto endeksi  |
| $AİE_t$     | t dönemindeki ağırlıklı iskonto endeksi   |
| $AİE_{t-1}$ | t -1 ayında ağırlıklı iskonto endeksinin değeri   |
| AMEX        | American Exchange   |
| BG          | Breusch-Godfrey testi   |
| Bkz.        | Bakınız   |
| C.          | Cilt  |
| CBTGE       | Conference Board Tüketici Güven Endeksi   |
| Çev.        | Çeviren   |
| DAİE        | Ağırlıklı ortalama iskonto endeksinde değişim   |
| $DAİE_t$    | t ayında ağırlıklı iskonto endeksinde meydana gelen değişim   |
| DSSW        | De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann Modeli   |
| Ed.         | Editör  |
| E.G.        | Endeks Getirisi   |
| EKK         | En Küçük Kareler tahmin yöntemi   |
| $E_t$       | İlgili hisse senedi endeksinin ay sonundaki düzeyi  |
| $E_{t-1}$   | İlgili hisse senedi endeksinin aybaşındaki düzeyi   |

|            |   |
|------------|---|
| $HSE_t$    | Hisse senedi endeksi getirileri   |
| HSF        | Hisse senedi fiyatı   |
| $HSF_{it}$ | $i$ yatırım ortaklığının $t$ dönemi sonundaki hisse senedi fiyatı                                     |
| ICI        | Investment Company Institute  |
| İMKB       | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası   |
| İMKB 30    | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 30 Endeksi  |
| İMKB 50    | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 50 Endeksi  |
| İMKB 100   | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi   |
| $m$        | madde   |
| Md.        | madde   |
| MKYO       | Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları  |
| MP         | Piyasa fiyatı   |
| NAD        | Net Aktif Değer   |
| $n_t$      | $t$ dönemi sonunda İSKONTO <sub>it</sub> ve NVD <sub>it</sub> verisi bulunan yatırım ortaklığı sayısı |
| NVD        | Net Varlık Değer  |
| $NVD_{it}$ | $i$ yatırım ortaklığı hisse senedinin $t$ dönemindeki net varlık değeri                               |
| NYSE       | New York Stock Exchange   |
| PNAD       | Pay Başına Net Aktif Değer  |
| PP         | Phillips – Peron Testi  |
| $r_e$      | İlgili hisse senedi endeksinin getiri oranı   |
| S.         | Sayı  |
| SEC        | Securities and Exchange Commission  |
| SerPK      | Sermaye Piyasası Kanunu   |
| SICAV      | Değişir Sermayeli Yatırım Ortaklıkları  |
| SPK        | Sermaye Piyasası Kurulu   |
| s.         | Sayfa numarası  |
| SYB        | Sınai Yatırım Bankası   |
| TR         | Türkiye   |

|               |   |
|---------------|---|
| TSKB          | Türk Sınâî Kalkınma Bankası                               |
| TTK           | Türk Ticaret Kanunu                                       |
| UMTGE         | Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi              |
| YO            | Yatırım Ortaklıkları                                      |
| <i>YOAIOD</i> | Yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksinde değişim |
| YİE           | Yatırımcı İyimserlik Endeksi                              |
| YTL           | Yeni Türk Lirası  |
| v.d.          | Ve diğerleri  |
| $\upsilon$    | Rastgele hata terimi                                      |

## **EKLER**

|  |     |
|--|-----|
| <b>EK 1:</b> Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontoları Arasındaki Korelasyon Matrisi..... | 123 |
| <b>EK 2:</b> Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına Ait Veriler.....                             | 124 |
| <b>EK 3:</b> İMKB Hisse Senedi Endeks Getirilerine Ait Veriler.....                            | 125 |
| <b>EK 4 :</b> Regresyon Analizine Ait Bulgular.....  | 127 |



## GİRİŞ

Menkul kıymet yatırımları, yatırımcılarına getiri sağladığı gibi riskle karşı karşıya kalmalarına da neden olmaktadır. Bu nedenle, yatırımcılar çeşitlendirme yaparak katlandıkları riski azaltmaya çalışmaktadırlar. Ancak çeşitlendirme yapmak kolay iş değildir. Küçük tasarruf sahipleri hangi menkul kıymete, ne zaman ne kadar yatırım yapacaklarını bilemezler. Başka bir deyişle, küçük tasarruf sahiplerinin genellikle menkul kıymetlere yatırım konusunda uzman oldukları söylenemez. Küçük sermaye sahiplerinin yatırım faaliyetlerinde, yatırım yapılacak finansal araçların yönetiminde, yatırımdan beklenen sonuçlardan sapmaların en aza indirgenmesi hususlarında; ehil ellerden faydalanma ihtiyacı, oluşan belirlenmiş bir portföyün her defasında her küçük yatırımcı için tekrar inşa edilmesinden kaçınma gereği ve daha kuvvetli bir portföyün sağlayacağı imkânlardan yararlanma ihtiyacı kolektif yatırım kuruluşlarının oluşmasına zemin hazırlamıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları tasarruflarını farklı menkul kıymetlere yatırmak suretiyle portföy oluşturarak bir yandan riskin dağıtılması veya sınırlandırılması, diğer yandan uzman bir yönetim eliyle güvenilir bir biçimde tasarrufların değerlendirilmesi yöntemi ile özellikle küçük tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında önemli rol oynayan finansman kuruluşlarındanır.

Türkiye’de kurulmasına izin verilen yatırım ortaklıkları türleri; sabit sermayeli yatırım ortaklıklarıdır. Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılamayan, yatırımcılar tarafından pay senetleri ortaklığa iade edilemeyen dolayısıyla pay sayısı azaltılamayan yatırım ortaklıkları; kapalı sonlu yatırım ortaklıkları veya kapalı uçlu yatırım ortaklıkları olarak tanımlanmaktadır. Kapalı uçlu yatırım ortaklıklarının çıkarmış oldukları bu sabit sayıdaki hisse senetleri, ilk halka arzlarını takiben tamamen piyasadaki yatırımcılar arasındaki değiş tokuş işlemlerine konu olmaktadır. MKYO’nun payları ile ilgili piyasada gerçekleşen işlemler, pazarda arz ve talep tarafından belirlenen pazar fiyatları esas alınarak gerçekleştirilir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarını ilginç kılan ve diğer yatırım kurumlarından ayıran özelliği menkul kıymet yatırım ortaklıklarının iki farklı değere sahip olmalarıdır. Birincisi, yatırım ortaklığı hisse senetlerinin piyasa değeri; ikincisi, yatırım ortaklığı portföyünün değeridir. Net varlık değeri, yatırım ortaklığının mali yükümlülüklerinin toplam varlık değerinden düşülmesiyle bulunan tutarın ortaklığın dolaşımdaki hisse sayısına bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Ortaklığın net varlık değeri, ortaklık portföyündeki menkul kıymetlerin fiyatlarına bağlı olup söz konusu menkul kıymetlerin fiyatlarındaki dalgalanmalara göre değişmektedir. Yatırım ortaklığı hisseleri için ikinci bir değer ise yatırım ortaklığı hisselerinin pazar fiyatıdır. Piyasada işlem gören bir hisse senedinin olması gereken fiyatı da toplam net aktif değerinin hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Yatırım ortaklıklarının hisse fiyatları da pazardaki arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır. Fakat hisse başına düşen net aktif değeri ile piyasada oluşan fiyat nadiren uyum göstermektedir. Yatırım ortaklıklarının hisseleri piyasada işlem gördüğünden, yatırım ortaklığı hisseleri net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Yatırım ortaklığının performansını belirlemede kullanılan bu iki ölçüt, çoğu kez birbirinden farklı olmaktadır. Hisse senedi değeri ile portföy değerinin birbirinden farklı olması, “yatırım ortaklıklarında iskonto-prim” kavramlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yatırım ortaklığı hisse senedinin piyasa değeri, net varlık değerinin üzerinde ise primli; altında ise iskontolu işlem görme söz konusudur.

MKYO piyasa değerinin şirketin net aktif değerine göre genellikle iskontolu olması finans literatüründeki en büyük anomalilerden biri olarak kabul edilmektedir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerinin iskontolu veya primli işlem görmesinin temsil maliyetleri, yatırım ortaklığı portföyünde likit olmayan varlıkların bulunması ve vergi ile ilgili olmak üzere ekonomik nedenlerden ayrıca davranışsal nedenlerden ileri geldiği belirtilmiştir. Ancak yapılan çalışmalarda ekonomik nedenler üzerinde tam bir görüş birliğine varılamamış ve yatırım ortaklıkları iskontosunun bu tür gerekçelerle açıklanmasının yetersiz olduğu hususunda genel olarak bir uzlaşma sağlanmıştır. Buna göre yatırım ortaklıklarının iskontolu olarak işlem görmesinin nedenini, safi olarak ekonomik gerekçelerle açıklamak mümkün değildir. İskontoya yön veren büyük ölçüde yatırımcıların duyarlılığıdır.



Yatırımcıların psikolojik durumlarının, finans piyasalarına etkilerinin inceleyen çeşitli teoriler mevcuttur. Bunlardan biri de yatırımcı duyarlılığıdır. Yatırımcı duyarlılığı bazı yatırımcıların sahip olduğu ve rasyonel olarak tanımlanamayacak olan inançlar ile hisse senedi piyasasına ilişkin iyimser ve kötümser beklentiler olarak tanımlanabilmektedir.

Yatırımcı duyarlılığı teorisinin çıkış noktasını oluşturan ve ilk kez Black (1986) tarafından ortaya konulan finansal piyasalarda söylenti ticareti kavramı, “De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990) tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline dönüştürülmüştür. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyonelken söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır. De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990), çalışmalarında uygulamalarını kapalı uçlu yatırım fonları üzerinde yapmışlardır. Bunun nedeni kapalı uçlu yatırım fonlarının değerlemesinin çok kolay yapılabilmesi ve kapalı uçlu yatırım fonları hisse senedi fiyatlarının ne olması gerektiği hakkında daha net fikirlerin ortaya konulabilmesidir. (Türkiye’de kapalı uçlu yatırım fonlarına karşılık olarak MKYO gelmektedir.) DSSW’ye göre söylenti tacirlerinin gelecekteki getirilere ilişkin beklentileri tahmin edilemeyen değişikliklere maruz kalmaktadır. Yatırım ortaklıkları için söylenti tacirlerinin iyimserliği, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskonto ile işlem görmesine neden olmaktadır. Söylenti tacirlerinin kötümser olduğu dönemlerde ise menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir. Modele göre yatırım ortaklığı hisse senetlerine ait riskin iki kaynağı bulunmaktadır. Bunlar, yatırım ortaklığı portföyüne sahip olmanın getirdiği risk ile söylenti tacirlerinin duyarlılıklarından kaynaklanan risktir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerine yatırım yapan tüm yatırımcılar, söylenti tacirlerinin kötümser olması olasılığından kaynaklanan, yatırım ortaklıkları iskontosunun artması riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar.

Finansal piyasalarda işlem yapan tüm yatırımcılar rasyonel olmadığından, yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre işlem yapmakta, bazen de piyasaya ilişkin bilgilere gerekenden az veya fazla reaksiyon göstermektedirler. Bu duygusal davranışlar sistematik bir hale geldiğinde finans piyasalarında ekstra bir risk kaynağı haline gelebilmekte ve bu riskin yatırımcıların duyarlılığından kaynaklandığı kabul edilmektedir.

Bu çalışmanın amacı menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunu incelemek ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun İMKB hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu sayede yatırımcı duyarlılığının İMKB hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri ve hisse senedi endeks getirilerini tahmin etme kabiliyeti incelenmiş olacaktır.

Çalışmada, Türkiye'deki yatırım ortaklıklarına ait Kasım 2000 – Aralık 2007 dönemi verileri kullanılarak ağırlıklı ortalama iskonto endeksi hesaplanmış ve bu iskonto endeksinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Hisse senedi getirileri, İMKB 30 endeksi, İMKB 50 Endeksi ile İMKB 100 Endeksi tarafından temsil edilmiştir. İskonto endeksinin, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi regresyon analizlerinden yararlanılarak incelenmiştir. Bu çerçevede İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri açıklanan değişken ve MKYO iskontosu açıklayıcı değişken olarak ilgili regresyon modellerinde kullanılmıştır. Tüm yatırım dönemi için yapılan değerlendirmeler, yatırım ortaklıkları iskontosunun, hisse senedi getirilerini tahmin gücü bulunduğunu ortaya koymakla beraber tahmin kabiliyetinin sınırlı olduğunu göstermiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, uluslararası finans literatürü doğrultusunda, genel olarak yatırım ortaklıklarının kapsamı, tarihsel gelişimi ve türleri açıklanmıştır.

İkinci bölümde Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hukuki durumu ve yapısı incelenmiş ayrıca Türkiye'deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sektörel olarak mevcut durumu hakkında açıklamalar yapılmıştır.

Üçüncü bölümde menkul kıymet yatırım ortaklıklarında iskonto ve prim kavramları ayrıntılı olarak incelenmiş; iskontonun neden kaynaklandığı konusunu açıklamak için uluslararası finans literatüründe üzerinde yoğun olarak durulan, iskontonun ekonomik ile iskontonun davranışsal nedenleri konuları tartışılmıştır. İskontonun daha çok davranışsal nedenlerden kaynaklandığı açıklanmıştır. İskontonun oluşmasındaki davranışsal nedenlerde ağırlıklı olarak yatırımcı duyarlılığı üzerinde durulmuş, yatırımcı duyarlılığı teorisi genel olarak açıklanmış ve tezin esasını oluşturan MKYO iskontosu kapsamında değerlendirilmiştir. Bu bağlamda yatırımcı duyarlılığı hakkında yapılan çalışmalara değinilmiştir. İMKB’de işlem gören MKYO’nun iskonto yapıları incelenmiş ve grafik gösterimle açıklanmıştır. Daha sonra elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun İMKB hisse senedi endeks getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. MKYO iskontosu yatırımcı duyarlılığının temsilcisi olması marifetiyle bahsedilen çalışmada yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi ve tahmin kabiliyeti test edilmiştir. Uygulamada tüm MKYO iskontosunu temsil eden bir ağırlıklı ortalama iskonto endeksi oluşturulmuş ve MKYO İskontosunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin araştırılması için En Küçük Kareler yöntemi kullanılmak suretiyle regresyon analizlerinden faydalanılmıştır. Çalışmanın bütün bölümlerinde araştırılan konulara ilişkin temel yargılar ve çıkarımlar birleştirilerek sonuçta özetle sunulmuştur.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### YATIRIM ORTAKLIKLARI

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde kolektif yatırım kuruluşları; küçük yatırımcıların yatırım faaliyetlerinde, portföy yönetiminde ve risk dağıtımında uzmanlardan yararlanma ihtiyacı ile oluşan tip portföyün her küçük yatırımcı için yeniden meydana getirilmesinde tekrarlamalardan kaçınma faktörlerinden hareketle ortaya çıkmıştır<sup>1</sup>.

Kolektif yatırım kuruluşları, bu kurumlara katılanların birikimlerini çeşitli taşınır değerlere yatırarak riski dağıtmak, sınırlandırmak ve aynı zamanda yatırımcının tek başına sağlayamayacağı uzmanlığı garantileyerek, portföyü akıllı yönetme olanağını veren kurumlardır<sup>2</sup>.

Kolektif yatırım kuruluşlarını oluşturan unsurlar<sup>3</sup>

- Çok sayıda küçük sermaye sahibi
- Herkes için tek tip bir portföy
- Portföyü uzman eliyle oluşturma
- Portföyü uzman eliyle yönetme
- Portföyde maksimum verim ile minimum risk arasında optimal dengeyi sağlama
- Portföy hizmetlerini tek elden yürütme

Kısaca açıklanan kolektif yatırım kuruluşları işletmecilik yapmayan sadece kârlı ve gelişme potansiyeli olan şirketlere iştirak eden, iştirak ettiği şirketlerde azınlıkta kalmaya özen gösteren ve bu şirketleri denetim altına almak ve yönetimlerine müdahale etmek gibi bir amacı gütmeyen, konusu yalnızca taşınır

---

<sup>1</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 1989, s.106.

<sup>2</sup> Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, İstanbul, 1997, s. 141.

<sup>3</sup> Muharrem Karşlı, **a.g.e.**, s.107.

değerler portföyü işlemek olan kuruluşlardır<sup>4</sup>. Yatırım ortaklıkları, kolektif yatırım kuruluşlarının bir çeşididir.

## 1.1 Yatırım Ortaklıkları Kavramı ve Kapsamı

Genel bir ifadeyle, MKYO'yu, katılanların tasarruflarını değişik menkul kıymetlere yatırmak suretiyle portföy oluşturarak, bir yandan riskin dağıtılması veya sınırlandırılması, diğer yandan uzman bir yönetim eliyle güvenilir bir biçimde tasarrufların değerlendirilmesi yöntemi ile özellikle küçük tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında önemli rol oynayan finansman kuruluşları şeklinde tanımlamak mümkündür<sup>5</sup>.

Anglo - sakson kökenli bir kurum olan yatırım ortaklıkları İngiltere'de "Investment Trust", Amerika Birleşik Devletlerinde "Investment Company", Fransa'da "Societe d'investissement" ve Almanya'da "Kapitalanlagegesellschaft" olarak bilinmektedir<sup>6</sup>.

Amerika Birleşik Devletleri'nde yatırım ortaklıkları endüstrisinin ticari birliği olan Yatırım Ortaklığı Kurumu (ICI - Investment Company Institute) 1990 yılında yayınladığı yatırım ortaklıkları rehberinde yatırım ortaklığını şöyle tanımlamıştır. "Aynı finansal hedefleri paylaşan kişiler ve kurumlar yararına yatırım yapan bir ortaklıktır. Ortaklık değişik miktarlarda yatırım yapan birçok kişinin parasını bir havuzda toplar ve profesyonel portföy yöneticileri havuzdaki bu parayı pay senedi sahiplerinin finansal hedeflerine ulaşmasına yardımcı olacağına inandığı çeşitli para ve sermaye piyasası araçlarını satın almak için kullanırlar."<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Serpil Canbaş , Hatice Doğukanlı , a.g.e., s.143

<sup>5</sup> Güven Vural, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, A.İ.T.İ.A. Yayını No. 120, , 1978, s.21.

<sup>6</sup> Selahattin Tuncer, **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori - Uygulama)** , İstanbul, Okan Yayıncılık Dağıtımçılık, 1985, s. 130.

<sup>7</sup> Targan Ünal, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul, İMKB Araştırma Yayınları, 1995, s. 49.

Mevzuattaki bu tanımlamaların yanı sıra gerek Türk doktrininde gerekse yabancı doktrininde de bazı tanımlamalar yapılmıştır. Türk doktrininde yapılan bir tanıma göre YO, "menkul kıymetler portföyünü işletmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır"<sup>8</sup>. Başka bir tanıma göre YO, "yatırım şirketleri, yatırım yapmak isteyen bilhassa küçük ve orta tasarruf sahiplerinin elindeki paraları bir araya toplayarak, bunların her birinin sağlanmasına imkan olmayan müsait şartlar altında da emniyet ve ehliyetle idare edilmek üzere mühimce müşterek bir fon meydana getiren ve bu fonu rizikoya parçalamak ve sınırlandırmak gayesiyle çeşitli menkul kıymetlere yatırıp işleterek, ortaklarına menfaat sağlayan mali bir kurumdur"<sup>9</sup>.

Diğer bir tanımına göre ise YO, topladığı birikimleri çok sayıda hisse senedine yani menkul değerlere yatırmak yoluyla, birikim sahibinin riskini azaltmakta, diğer yandan da bu birikimlerle bazı hisse senetleri üzerinde, tasarruf sahibinin tek başına yüklenemeyeceği risklere girme imkânını veren ortaklıklardır<sup>10</sup>.

Yabancı literatürde yapılan bir tanımlamada, yatırım ortaklığı hisse senedi ve yatırım işleriyle uğraşan bir müessese olarak ifade edilmiştir<sup>11</sup>. Bir diğer tanımda ise; yatırım ortaklıkları, bir finansal aracı kuruluş çeşididir. Bunlar yatırımcılardan aldıkları paraları tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasında kullanmaktadırlar. Bunun karşılığında yatırımcı, yatırım ortaklığının elde edeceği her türlü kazanç ve satın aldığı menkul kıymetler üzerinde belirli bazı haklar kazanmaktadır. Daha basit ve genel bir ifadeyle, yatırım ortaklığı hissedarlara sahip bir yatırımcı çeşididir. Bu hissedarlar direkt olarak yatırım ortaklığına sahip olmakta, böylece dolaylı olarak da yatırım ortaklığına ait olan menkul kıymetlerde de hak sahibi olabilmektedirler<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1982, s.101.

<sup>9</sup> Dündar Muratoğlu, **Investment Trust'lar**, "III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara, 1964, s.393.

<sup>10</sup> Haydar Kazgan, Uğur Murat Aksoy, **Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları**, İktisat ve Maliye Derg., C.XXX, No:1, 1971, s.334.

<sup>11</sup> H. Allan Pessin, **Fundamentals of the Securities Industry**, New York, 1985, s. 139.

<sup>12</sup> J. Gordon J.Alexander, F.William Sharpe, **Fundamentals of Investments**, New Jersey, 1989, s. 521.

Yatırım Ortaklıklarının varlık nedeni, fonlarda olduğu gibi yatırımcıların bireysel tasarruflarını bir araya toplayıp, oluşacak güçle modern portföy yönetim kurallarına uyarak verimli bir işletmecilik ortaya koymaktır<sup>13</sup>.

Yatırım ortaklıkları bireysel yatırımcıların doğrudan yatırım yapamadıkları durumlarda yatırım ortaklıklarının pay senetlerini satın alarak yatırım ortaklıklarının portföylerinde tuttukları menkul kıymetlerin sahibi olarak dolaylı yatırım yapmalarına ve gelir sağlamalarına imkân vermektedir<sup>14</sup>.

Bir yatırımcı bir yatırım ortaklığının pay senedini satın aldığı anda yatırım ortaklıkları genellikle ortalığın prospektüsündeki yatırım politikası uyarınca yatırımcının parasını önceden kararlaştırılmış tipte menkul kıymetleri satın almakta kullanırlar<sup>15</sup>.

Yatırım ortaklıkları tüzel kişiliğe sahip olan ticaret hukuku hükümlerine tabii anonim ortaklık şeklinde kurulan ve faaliyet gösteren kurumlardır<sup>16</sup>. Diğer ortaklıklardan temel farkı çalışma alanının sadece menkul kıymetlerden ve diğer finansal enstrümanlardan oluşan bir portföyü işletmesidir.

Yatırım ortaklıkları anonim şirket statüsünde kurulabilecekleri gibi limitet şirket olarak da kurulabilirler. Pay senedi sahiplerinin seçeceği yönetim kurallarına da sahiptirler<sup>17</sup>. Kolektif yatırımcıların ortaksal modelleri olan yatırım ortaklıkları özellikle A.B.D.'de geniş ve yaygın bir uygulama alanı bulmuştur.

Yatırım ortaklıklarında işletme sermayesi için ayrılan küçük bir kısım dışında ortaklığın mal varlığı ile menkul kıymetler portföyü esasta aynı şeydir. Hukuki

---

<sup>13</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, Beta Yayınları, C:I, 1999, s.217

<sup>14</sup> Charles P. Jones, **Investment Analysis and Management**, 4th Ed., John Wiley and Sons,1994, s. 43

<sup>15</sup> Timothy G. Haight, Stephen Morrell, **The Analysis of Portfolio Management Performance**, Newyork, Mac Graw - Hill, 1997, s. 224.

<sup>16</sup> Selahattin Tuncer, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", **SPK - İAV Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar Kuruluşlar) Semineri Tebliğleri**, İstanbul, SPK-İAV Yayını,1984, s.231.

<sup>17</sup> Gordon J. Alexander, William F. Sharpe and Jeffrey V. Bailey, **Fundamentals of Investments**, 2nd Ed., Prentice-Hall International Inc., 1993, s. 664.

yönden ortaklık menkul kıymetler portföyünün mülkiyetine sahiptir. Ortaklığın mal varlığından ayrı özel bir mal varlığı yoktur<sup>18</sup>.

Yatırım ortaklıkları tek bir çeşit yatırımcıya sahiptirler ve hissedar olarak adlandırılırlar ( Shareholders ). Bu hissedarlar yatırım ortaklıklarının doğrudan sahipleri ve bu sebeple de yatırım ortaklığının sahip olduğu tüm finansal varlıkların dolaylı sahipleridir<sup>19</sup>.

Yatırım ortaklığı şirketi, kısa vadede spekülasyon kazanç ve uzun vadede sermaye artışı için diğer şirketlerin hisselerini almak ve satmak için vardır. Yatırım ortaklığı şirketini yöneten, hisseleri dünyanın menkul kıymetler borsalarında alıp satarak kazançlı yatırımın nasıl olabileceği yargısının alıştırmalarını yapar. Yatırım ortaklığı şirketi diğer şirketler gibi kâr elde eder, zarara uğrar ve hissedarlarına temettü öder. Çünkü bu şirketler (aktif) varlığa sahiptir, yatırım ortaklığı yöneticileri bu varlıklara karşı borç alır ve kısa-uzun süreli para sorumluluğunu yüklenirler. Hisse alışverişlerinden sağlanan sermaye kazançları nakit olarak dağıtılmaz fakat portföyü geliştirmek için kullanılır<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Zühtü Aytaç, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **SPK - İAV Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar Kuruluşlar) Semineri Tebliğleri**, İstanbul, SPK-İAV Yayını, 1984, s. 250.

<sup>19</sup> Alexander , Sharpe, **Fundamentals of Investments**, New Jersey, 1989, s.661.

<sup>20</sup> Colin Chapman, **How The Stock Markets Work-A Guide to the International Markets**, Completely revised Fifth Edition, Century Business Books, 1994, s.72.



## 1.2. Yatırım Ortaklıklarının Tarihsel Gelişimi

Yatırım ortaklığının kuruluşundaki esas amaç yatırımlarda riski dağıtmak ve azaltmaktır. Riski dağıtmak ve paylaşmak suretiyle ortak çıkarı sağlamak fikri ticaret tarihi kadar eskilere gider. Eski devirlerde yaptıkları ticari faaliyetlerle ünlü Mısırlılar, Fenikeliler, kervanlardaki ve ticaret gemilerindeki hisselerini farklı kişilere satma yoluyla, yabancı memleketlere yapılan ticari seferlerin rizikosunu asgariye indirmeye çalışmışlardır<sup>21</sup>.

YO, menşenin Avrupa olduğu konusunda bir şüphe yoktur. Ancak ilk YO'nun nerede kurulduğu hakkında tartışmalar mevcuttur. Bir görüşe göre YO, ilk kez 1822 yılında Belçika'nın Brüksel şehrinde kurulan "Societe Genarale des Pays-Bas Pour Favosiser L'industrie Nationale" adı altında kurulan ortaklıktır. Belçika'nın Hollanda Krallığına bağlı olduğu dönemde güney şehirlerinin kalkınmasına yardımcı olmak üzere kurulan bu ortaklık Belçika'nın Hollanda'dan ayrılmasıyla adını 1904 yılında "Societe Generale'de Belgique" dönüşmüştür. Kuruluşun ilk yıllarında daha çok finansman kurumu, banka veya holding biçiminde faaliyet gösteren ortaklık daha sonraları günümüz YO'ya benzer bir şekle bürünmüştür<sup>22</sup>.

Yaygın olan diğer bir görüşe göre YO, ilk kez 1868'de İngiltere'de kurulan "Foreign and Colonial Trust"la gerçek anlamda kurulmuştur. Bu ortaklığın kuruluş tüzüğünde ortaklık şöyle tarif edilmektedir. "Yatırım ortaklığının hedefi, sermaye yatırımını farklı paylara dağıtılması ile rizikonun dağıtılması sonucu, küçük tasarruf sahiplerine de, büyük sermayedarların sahip oldukları faydaları temin etmektir<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Cumhuriyet Fermanı, **Investment Trust, Tarifi Sermaye Tekevvünü ve Sermaye Piyasasının Gelişmesindeki Rolü**, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, 1961, s.16.

<sup>22</sup> Vural, a.g.e.,s.27-28, Muratoğlu, a.g.e.,s.395

<sup>23</sup> Nisim Franko, **Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı**, Batıder, 1985, C.XIII, s.22.

## 1.2.1 İngiltere'de Yatırım Ortaklıkları

İngiltere 19. yüzyıla girildiğinde ekonomik ve sosyal açılardan tarihinin en güçlü ve zengin devrini yaşamaktaydı. Başkent Londra ise dünyanın finansal ve siyasi merkezi durumundaydı. Bununla beraber 19. yüzyıl başlarında İngiltere'de yatırım alanları kısıtlı idi. Yatırımlar daha çok gayrimenkullere, ipotek karşılığı ödünçlere ve devlet borçlanmalarına gidiyordu. Sanayi yatırımları ise henüz daha spekülatif sayılıyordu. Sanayi devrimine rağmen sermayenin iç talebinin, tasarrufları karşılamaya yetmemesi İngilizleri başka ülkelere yatırım yapmaya itiyordu. Ancak 1825'te yaşanan ekonomik kriz ve Güney Amerika'da yapılan yatırımların hüsrarla sonuçlanıp büyük kayıplara neden olması yatırımlarda bilgi eksikliğinin ve uzmanlığın önemli faktörler olduğunu ortaya çıkardı<sup>24</sup>.

Bu ortamda tasarruf sahiplerine uzmanlar aracılığı ile yatırım yapılmasını sağlamak ihtiyacı ilk yatırım ortaklıklarının İngiltere'de 1863 yılında "International Financial Society" ve "London Financial Association" deneylerinin ortaya çıkmasını sağladı. Ancak umut verici sonuçlar alınamadı. İlk gerçek öncü ise 1868 yılında Lord Westbury tarafından organize edilen "Foreign and Colonial Government Trust" oldu. Bu yatırım ortaklıklarının en belirgin özellikleri üçüncü kişiler eli ile yönetilmeleri, riski dağıtarak yatırım yapmaları, istikrarlı ve makul gelir sağlamayı amaç edinmeleri ve sabit sermayeli olarak kurulmaları idi<sup>25</sup>.

Dundee - İskoçya yatırım ortaklıklarının geliştiği yer oldu. 1873 yılında Robert Fleming'in kuruculuğunu yaptığı ilk modern yatırım ortaklığı (Investment Trust) olan "Scottish - American Investment Trust" burada kuruldu ve ilk büyük başarıyı sağladı. Zaman içinde yatırım ortaklıklarında hızlı bir gelişme kaydedildi<sup>26</sup>. Yatırım ortaklıklarına ise Şirketler Kanunu (Companies Act) ile biçim verildi ve denetim altına alındılar<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> John Kenneth Galbraith , **Para** , İstanbul, Altın Kitaplar Yayınevi, 1990, s. 40 - 60.

<sup>25</sup> Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukuna Uygulama İmkanları**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1980 , s.37-40.

<sup>26</sup> **A.e.**, s.40.

<sup>27</sup> Tuncer, **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori - Uygulama)**, s. 131.

## 1.2.2. ABD'de Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklığının dayandığı prensipler ABD'de aşağı yukarı 1820 yılından beri bilinmekteydi<sup>28</sup>. Bugünkü manada YO sayılabilecek ortaklık olarak, bazı tarihçeler "Massachusetts Hospital Life Insurance Company"yi kabul etmektedirler. Diğer bazı tarihçiler ise, 1889'da kurulan "New York Stock Trust" veya 1893 yılında kurulan "Boston Personal Property Trust"u kabul etmektedir. Buna karşılık bazı tarihçiler ise Philadelphia'da 1907'de kurulan "Alexander Fund"u modern YO'nun öncüsü olduğunu öne sürmektedirler<sup>29</sup>.

Gelişen yatırım sektörünü düzenlemek için 1919 yılında "Edge Act" adlı yasa kabul edilmiştir. Ancak, bu yasadan yararlanmak için kurulan YO sayısı fazla olmamıştır. ABD'de asıl gelişme 1920 yılından itibaren olmuştur. Bu tarihten sonra kurulan ortaklık sayısı 700'e ulaşmış, aktif değerlerinin toplamı 7 milyar doları aşmıştır<sup>30</sup>. Amerikan halkının hisse senetlerine ilgisi ülkede artan refaha paralel olarak daha da yoğunlaşmıştır.

Bu ilgi eski YO'yu yatırımlara yönelmede tutucu bulan yeni YO'yu spekülasyon yatırımlara yöneltmiş, yeni kurulan bu ortaklıklar, yatırım güvenliğine dikkat etmeden yüksek fiyatlı pay senetlerine yatırım yapmaya başladılar. YO'nun bu tür kullanımı 1929 yılında borsanın çökmesine ve birçok yatırım ortaklığının iflasına sebep olmuştur<sup>31</sup>. Bu krizin çıkmasında sermaye piyasasının denetiminde yer alan eksikliklerin bulunduğu düşüncesinden hareket eden ABD kanun koyucusu piyasanın denetimini yapması için 1935 tarihinde "Securities and Exchange Commission (Menkul kıymetler ve Borsa Komisyonu)" kurmuştur. Ülkemizde, bulunan sermaye piyasası kuruluna benzeyen kısaca SEC olarak adlandırılan bu kurulun çalışmaları neticesinde 1940 tarihli "Investment Company Act" kabul edilmiştir<sup>32</sup>.

---

<sup>28</sup> Muratoğlu, **a.g.e.**, s.397.

<sup>29</sup> Bu tartışmalar için bkz. Seth C. Anderson, Jeffery, A. Born, **Closed and Investment Companies: Issues and Answers**, Boston, 1993, s.8 ; Muratoğlu, **a.g.e.**, s.397.

<sup>30</sup> Vural, **a.g.e.**, s.34.

<sup>31</sup> Anderson, Born, **a.g.e.**, s.10.

<sup>32</sup> Muratoğlu, **a.g.e.**, s.398-399.

Günümüzde halen yürürlükte olan YO hakkındaki bu Kanun menkul değerlere yatırım yapan ve bunları konu edinen bütün kurumları (hissedar sayısı 100' den az ve sermayesi 100 bin dolardan aşağı olan ortaklıklar hariç), yatırım ortaklığı olarak benimsemiştir. Ayrıca Kanun önemli bir hüküm olarak YO'nun bütün işlemlerinin, halkın korunması için açıklanmasını zaruri görmüştür<sup>33</sup>.

1950 yılında değiştirilen bu yasa YO'nun denetimsiz olan faaliyetlerini sona erdirmiştir. Ancak bu yasada 1929'daki borsanın çöküşünü hatırlatan, 1987 borsa krizinin YO'yu etkilemesini önleyememiştir<sup>34</sup>.

### **1.2.3. Almanya' da Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım ortaklıkları Almanya'da, Birinci Dünya Savaşından sonra görülmeye başlamıştır. Amerika ve İngiltere ile yarışabilmek için sanayisini güçlendirmek zorunda olan Almanya dış ülkelere borçlanmadan sermaye temin etmenin yollarını aramış, böylece yatırım ortaklıklarının en eski türlerinden yararlanmaya çalışmıştır. İlk olarak 1923' de kurumlar vergisi ödememek amacıyla sermaye birliği şeklinde kurulan yatırım ortaklıklarının gelişimi ekonomik buhran ile birlikte duraklamıştır. Almanya' da yatırım ortaklıkları ile ilgili ilk yasalar, kötü kullanımlara karşı gerekli önlemleri almaya yöneliktir. Almanya'daki yasalara göre yatırım ortaklıkları, limitet şirket şeklinde kurulmaktadır. Yatırım ortaklıklarına yatırılan değerler, ortaklık adına ve yatırımlar hesabına işletilmektedir.

Yatırım ortaklıklarının yeni gelişmelere uyum sağlayabilmesi amacıyla 1957 yılında Yatırım Ortaklıkları Kanunu kabul edilmiştir. Bu kanun 1970 yılında önemli ölçüde değiştirilmiştir. En son 1974 yılında yapılan bir değişiklik ile yatırım ortaklığı fonunun, ortaklık mal varlığından ayrı, özel bir mal varlığı teşkil edeceği, yatırım

---

<sup>33</sup> Yasaman, **a.g.e.**, s.44.

<sup>34</sup> Anderson, Born, **a.g.e.**, s.12.

ortaklıklarını işletenlerin bankaların tabi olduğu denetim ve kamuyu aydınlatma hükümlerine bağlı tutulacağı hükümleri uygulanmaya başlamıştır<sup>35</sup>.

#### 1.2.4 Fransa'da Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, 2 Kasım 1945 tarihinde yürürlüğe giren bir Ordonans ile yatırım ortaklığı anonim ortaklık şeklinde ve sabit sermayeli olarak yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Daha sonra 1957 yılında çıkarılan iki kararname ile Değişir Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (SICAV) ve tüzel kişiliği olmayan Yatırım Fonları düzenlenmiştir. 1960'lı yıllarda da bu düzenlemeler ve yapılan değişikliklerle Fransız sisteminde hem anonim ortaklık şeklinde yatırım ortaklıkları hem de tüzel kişiliği olmayan fon şeklinde yatırım kuruluşları kurulabilmektedir<sup>36</sup>.

#### 1.2.5 İsviçre 'de Yatırım Ortaklıkları

İsviçre'de bugün hâkim olan yatırım ortaklıkları şekli 1930 yılında ortaya çıkmıştır. Vergi ve payların devri yönünden, anonim ortaklıklar veya ortaksal çözüm elverişli olmadığı için güvenilir kişi eliyle yönetim veya sözleşmeye dayalı çözüme dönülmüştür.

1966 yılına kadar İsviçre'de yatırım ortaklıkları ile ilgili özel bir düzenleme mevcut değilken, 1966 tarihli İsviçre Yatırım Fonları Kanunu, 1.2.1967 tarihinde yürürlüğe girmiştir. İsviçre Yatırım Ortaklıktan, uygulaması, güvenilir kişi eliyle yönetim veya sözleşme modeline dayanmaktadır<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Uğur Murat Aksoy, " Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu", **İktisat Maliye Dergisi**, 1974, Sayı:2, s.66.

<sup>36</sup> Aytaç, **a.g.e.**,s.255-258.

<sup>37</sup> **A.e.**

### 1.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Amaçları

MKYO'nun başlıca amaçları şunlardır:

- Akılcı bir yönetimle, ortaklık portföyünü menkul kıymet sınıflarına ve tek tek menkul kıymetlere göre oluşturmak, ekonomik koşullara göre portföyde değişiklikler yapmak,
- Küçük tasarrufları orta ve uzun vadeli yatırımlara yönlendirmek,
- Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemleri almaktır<sup>38</sup>.
- Yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklarının durumlarına göre en aza indirgeyecek bir biçimde dağıtmak,
- Ekonomik araştırmalar ve ileriye dönük tahminler yaparak ortaklarının tasarruflarının değerini korumak ve arttırmak, onlara sürekli ve güvenilir getiri sağlamaktır<sup>39</sup>.

### 1.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Katkıları

Bir kurumsal yatırımcı olarak, MKYO'nun sağladığı çeşitli yararlar vardır. Bunlardan en önemli olanları;

- Tasarruf sahiplerine sağladığı katkılar,
- Ekonomiye sağladığı katkılar,
- Sermaye piyasasına sağladığı katkılar olarak sıralamak mümkündür.

---

<sup>38</sup> Ünal, **a.g.e.**, s.98.

<sup>39</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 2. Baskı, İstanbul, 1990, s.110.

### 1.4.1. Tasarruf Sahiplerine Katkıları

Küçük tasarruf sahipleri hangi menkul kıymete, ne zaman ne kadar yatırım yapacaklarını bilemezler. Başka bir deyişle, küçük tasarruf sahiplerinin genellikle menkul kıymetlere yatırım konusunda uzman oldukları söylenemez<sup>40</sup>. Küçük yatırımcıların yatırımlarında, portföy yönetiminde ve risk dağıtımında bir uzmandan yararlanma ihtiyacı ve büyük çapta bir portföyün vereceği imkanlarla riskten kaçınma ile oluşan belli tipteki portföyün defalarca tekrarlanmasını önlemek için kolektif yatırım kuruluşları ortaya çıkmıştır<sup>41</sup>.

Küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasının karmaşık kurallarını bilmeleri, süreklilik gösteren ekonomik gelişmeleri takip etmeleri, mevzuatı yeterince değerlendirmeleri, riski yeteri derecede dağıtmaları, doğru zamanlama yapmaları ve bunlara bağlı olarak yatırımlarında bilinçli bir seçim yapmaları hemen hemen olanaksızdır. MKYO sahip oldukları uzman kadro eliyle uyguladıkları çağdaş işletmecilik yöntemleri, araştırmaları, portföy bilgileri ile profesyonel bir seçimin gerçekleştirilmesine, farklı bölge, sektör, ortaklık ve menkul kıymetler bakımından en geniş şekilde çeşitlendirme yaparak riskin en aza indirilmesine yardımcı olurlar. Ayrıca, MKYO'nun ortaklarına bilgi sunmak üzere geniş çapta bir kamuyu aydınlatma ve buna bağlı olarak eğitici fonksiyonları vardır<sup>42</sup>. Kısaca; MKYO, bu ortaklığa katılan yatırımcıların birikimlerini farklı finansal varlıklara yatırarak, riski dağıtmak ve/veya sınırlandırmak, aynı zamanda birikim sahibinin tek başına sağlayamayacağı uzmanlık sayesinde, portföyü akıllı bir biçimde oluşturmak ve yönetmek olanağı olan kuruluşlardır.

MKYO'ları da aynı Menkul Kıymet Yatırım Fonları gibi tasarruf sahiplerinin katılımıyla oluşturulan karma portföyleri temsil etmektedir. Amacı, oluşturulan portföyün net aktif değerini artırmak olan MKYO'ların hissesini alan tasarrufçu, tek

---

<sup>40</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Borsa'da Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 1998, s.75.

<sup>41</sup> İMKB Eğitim Semineri Notları, s.21.

<sup>42</sup> Aytaç, **a.g.e.**, s.251-252.

bir işlemle geniş bir portföyün kazancına ortak olmaktadır. Bireysel ya da küçük yatırımcılar, daha az fon yatırarak daha geniş kapsamlı bir yatırım yapma, bunun yanı sıra; fiyatı yüksek olan hisse senetlerine bu yolla ulaşma olanağına kavuşmaktadırlar. Diğer bir deyişle, anılan yatırımcılar, MKYO'ların oluşturdukları büyük havuzda aynı anda hem çok sayıda hisse senedine, hem de döviz ve sabit getirili sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmış olurlar. Böylece, ortaklığa hissedar olan tasarruf sahiplerinin tasarruftan, ortaklığın uzmanlarının yönettiği yatırımlardan, hisseleri oranında pay alarak büyür. Aynı zamanda, MKYO, dengeli bir portföy oluşturmakta güçlük çeken küçük tasarrufçuyu örgütleyerek borsaya kazandırabilirler. Sonuç olarak MKYO, küçük tasarruf sahiplerini yatırıma yönlendirmede ve dolayısıyla ekonomik kalkınmaya katılmalarında, onlara güven ve istikrar sağlayan çok önemli sermaye piyasası kuruluşları olmaktadır.

#### **1.4.2. Ekonomiye Katkıları**

Ekonomik gelişmede, finansal piyasaların ve bu meyanda sermaye piyasalarının büyük rolü olduğu tartışılmazdır, özellikle küçük tasarruflarının yatırıma dönüştürülmesine olanak yaratan sermaye piyasaları, bu açıdan ekonomide önemli bir fonksiyonu üstlenmiş durumdadır. Sermaye piyasalarının üstlenilen bu fonksiyonlarını yerine getirebilmesinde ise, MKYO'nun payı büyüktür. MKYO da; diğer kurumsal yatırımcılar gibi küçük tasarrufların, fon açığı veren ekonomik birimlerin kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar halinde birleştirilmesi ile finansal araçlar kanalıyla ekonomik yatırımlar arasında, daha etkin ve verimli bir şekilde dağıtılmasını sağlayan kuruluşlardır.

Bu kuruluşlar, küçük tasarrufların gereksiz yere tüketime gitmesini önlerken bunları ticari ve sınai yatırımlara mobilize etmektedirler. Küçük portföylerin ülke ekonomisi açısından verimsiz ve kullanılması güç hale gelmesini önlerler. Sonuçta, sermaye piyasasına ve geniş anlamda da ülke ekonomisine sürekli bir fon temin etmektedirler<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Aytaç, a.g.e.,s.251.



Sermaye piyasası içinde devamlı faaliyette bulunarak, menkul değerlerin fiyatlarını yakından takip etme avantajı içinde bu avantajları kötü niyetle ve spekülatif girişimlerde kullanılmaksızın, sık sık alıcı ve satıcı olarak piyasaya girmek yoluyla ülke ekonomisinde düzenleyici rol oynamaktadırlar<sup>44</sup>.

Kısaca, MKYO, dağınık ve örgütlenmemiş ellerde bulunan atıl fonları işletmelerin kurulmaları, gelişmeleri ve işlevlerini başarı ile sürdürmeleri için, girişimcilerin istemlerine hazır bulundururlar. Ayrıca sermaye akışına süreklilik kazandırarak en verimli alanlara yönelmesini sağlarlar.

### **1.4.3. Sermaye Piyasasına Katkıları**

Sermaye piyasasında istikrar sağlama fonksiyonuna sahip kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha büyük tutarlarda fon toplayıp yatırıma kanalize edebilme olanakları, yatırım alanlarının seçiminde gerekli olan bilgileri daha kolay edinebilmelerine, topladıkları bilgileri de uzman personel ve teknik donanım sayesinde daha etkin şekilde değerlendirebilmelerine olanak tanımaktadır. Finansal piyasalarda yer alan bireysel ve kurumsal tasarruf sahipleri ile piyasadaki fon talep edenler arasında köprü hizmetini gören finansal kurumlar, piyasalardaki gelişmeleri sürekli takip edebilen, ekonomide ve politikada meydana gelen değişikliklerin etkilerini yaklaşık olarak önceden tahmin edebilen kurumlardır. Bu nedenlerle, bu kurumların tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesindeki rolünün önemi büyüktür.

Kurumsal yatırımcı olarak MKYO'ların, piyasaya katılması, borsada spekülatif hareketlerden kaçınan, sağlam ve kitlesel bir tabanın oluşmasını sağlar, bu da fiyat stabilizasyonunu kolaylaştırır. Yatırımcı kitlesini spekülatif bir tabandan kurumsal bir tabana oturtmada MKYO'lar, önemli bir fırsat olarak değerlendirilmelidir. Bu yüzden, MKYO'lar sermaye piyasalarına derinlik

---

<sup>44</sup> Vural , a.g.e.,s.65.

kazandırmada önemli bir yere sahiptir. Sonuç olarak, MKYO'lar, mevcut kısa vadeli fonları uzun vadeye dönüştürebilme yeteneği sayesinde fon ihtiyacı olan şirketlere bu uzun vadeli fonları sağlarken piyasalardaki dalgalanmaları da yumuşatabilmektedir.

Özet olarak; tasarruf sahiplerine, paralarını menkul kıymetlere yatırmada aracılık ve yardımcılık eden MKYO, ekonomik bakımdan tasarrufların gelişip çoğalması ile korunmasını sağlarken sermaye piyasasında da düzenleyici rol oynayarak ortaklıkların finansmanına yardımcı olur.

### **1.5.Yatırım Ortaklıkları Türleri**

Yatırım ortaklıklarını çeşitli bakımlardan sınıflandırmak mümkündür. İlgili literatürde, yönetime verilen hareket ve takdir serbestisine göre yatırım ortaklıkları; sermayenin oluşturulmasına göre yatırım ortaklıkları; portföyün taşıdığı riske göre yatırım ortaklıkları; tabii oldukları yergi rejimine göre yatırım ortaklıkları; hisselerinin satış tarzlarına göre yatırım ortaklıkları gibi bir çok sınıflandırma yapılmaktadır. Ancak bu tez çalışması kapsamında yatırım ortaklıkları sermaye yapıları bakımından ve portföylerinin oluşturulmasına göre sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırma tezin esasını yansıtması nedeniyle tercih edilmiştir.

Yatırım ortaklıkları uygulaması yapılan hemen her ülkede, bu ortaklıklar esas itibariyle, kuruluşta "ortaksal" veya "güvenilir" kişi eliyle yönetim biçiminde seçilecek iki temel hukuki modele göre sınıflandırılmaktadır. Günümüzde yapılan bu çağdaş sınıflandırmanın ilk izlerini Büyük Britanya ve A.B.D de gerek uygulama alanında gerek bilimsel yönden yapılan sınıflandırmada görme olanağı vardır. Sözü edilen bu ülkelerde bazı kıstaslar göz önünde tutularak yapılan sınıflandırmalar başlıca iki sınıfta toplanabilmektedir. "Management Investment Companies" adı verilen, Yönetmel Yatırım Ortaklıkları olarak değişir sermayeli (open - end) yatırım ortaklıkları ve sabit sermayeli (close - end) yatırım ortaklıklarıdır<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Vural , **a.g.e.**, s.22-23 ; Zeyyat Hatipoğlu, "İşletme Finansmanı Ve Türkiye'de Uygulanması", **İşletme İktisadi ve Yönetimi Dizisi**, No:6, Aktif Büro Basım Organizasyon Yayınları No:8,Cilt No:1, s.34.

Türkiye’de kurulmasına izin verilen yatırım ortaklıkları türleri sabit sermayeli yatırım ortaklıklarıdır. 3794 sayılı değişik 2499 sayılı kanunun ilgili esas tebliği 5. maddede belirtildiği şekli ile kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları şeklinde ifade edilmiştir.

Türkiye de SPK tarafından düzenlenmesi yapılan ilgili tebliğlerde üç çeşit yatırım ortaklıkları kurulmasına izin verilmiş olup Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği ve Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Esas Tebliği şeklinde ifade edilmiştir<sup>46</sup>.

Bu düzenlemeler çerçevesinde genel olarak kuruluş türleri, sermaye yükümlülükleri, kurucuları ile yöneticileri için aranan nitelikleri, tipleri, faaliyet ilke ve koşulları tebliğlerde açıklanmıştır.

### **1.5.1. Sermaye Yapıları Bakımından Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım Ortaklıkları sabit veya değişken sermayeli olabilirler. Sabit sermayeli olana kapalı uçlu yatırım fonu, değişken sermayeli olana da açık uçlu yatırım fonu denir<sup>47</sup>.

Değişken sermayeli şirket Kara Avrupası ticaret hukuku sistemine uymadığından bu tip yatırım ortaklıkları Anglo-Sakson ülkelerinde gelişmiştir. Değişken sermayeli şirkette sabit ve belli bir sermaye yoktur, ortaklığa katılanlar çoğaldıkça yeni hisse senetleri basılır. Böylece şirketin sermayesi büyür. Ortaklıktan ayrılanlar yeni girenlerden çoksa, çıkanların fazlasına ait hisse senetleri tedavülden çekilir, böylece şirketin sermayesi küçülür. Kıta Avrupa’sı ticaret hukuku sisteminde böyle bir şey ancak kooperatiflerde mümkün olup, anonim şirketlerde sermaye belli

<sup>46</sup> Ekrem Çanakçı, **Yatırım Ortaklıkları**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:100, Eylül, 1997, s.7.

<sup>47</sup> Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, 1992, s.570.

prosedürle arttırılır veya azaltılır. Türkiye'de mevzuat yatırım ortaklıklarının kapalı uçlu kurulmasına olanak vermektedir<sup>48</sup>.

### 1.5.1.1. Kapalı Uçlu Yatırım Ortaklıkları

Amerika Birleşik Devletlerinde "Closed - end Investment Companies" veya çok kullanılmasa da "Publicly Traded Funds"<sup>49</sup> İngiltere'de ise "Investment Trust" olarak bilinen yatırım ortaklıklarıdır. Yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılmayan, yatırımcılar tarafından pay senetleri ortaklığa iade edilemeyen dolayısıyla pay sayısı azaltılmayan yatırım ortaklıkları Kapalı Sonlu Yatırım Ortaklıkları veya Kapalı Uçlu Yatırım Ortaklıkları olarak tanımlanırlar.

Tanımdan da anlaşılacağı gibi kapalı sonlu yatırım ortaklıkları devamlı olarak pay senedi ihraç edemezler. Ortaklık sözleşmesinde kararlaştırılan miktar kadar pay senedi ihraç eder ve pay senedi ihracı bu tavana ulaşınca pay senedi ihraç etmeyi durdururlar<sup>50</sup>. Bu nedenle sermayelerini kısa sürede değiştiremez ve pay senetlerini geri satın alma taahhüdünde bulunamazlar.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının ana sözleşmelerinde saptanmış belirli sabit bir sermayeleri vardır. Kuruldukları andan itibaren yatırımcılardan topladıkları bu sermaye ile ortaklığın portföyünü işletirler<sup>51</sup>. Bu sabit sermayenin değişmesi ana sözleşmenin değişmesini gerektirecek formalitelere bağlıdır<sup>52</sup>. Kapalı sonlu yatırım

---

<sup>48</sup> Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım Yayım Dağıtım, 3. Tıpkı Bası, İstanbul, 1998, s.88.

<sup>49</sup> Howard M. Berlin, **The Informed Investor's Guide to Financial Quotations : Evaluating stocks , bonds , mutual funds , futures and options**, Kingsport : Richard D. Irwin Inc. , 1994 , s. 185.

<sup>50</sup> Ünal Bozkurt, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1988, s.313.

<sup>51</sup> Koç Yalkın Yüksel, "Yatırım Fonları", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı:128, Ekim 1988, s.8.

<sup>52</sup> M. Bülent Atuk, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi (Basılmamış Tez), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, 1974, s.67.

ortaklıklarının sermayesi sadece pay senedi sahiplerinin onayı ile arttırılabilir veya azaltılabilir<sup>53</sup>.

Bu sebeple ortaklığa yeni ortak girmesi ya da ayrılması halinde sermayenin artırılması veya azaltılması mümkün değildir. Ortağın sahibi bulunduğu pay senedini ortaklığa satması ve ortaklığında bu senede sahip olması kanuni istisnalar haricinde mümkün değildir. Kapalı sonlu yatırım ortaklığı kendi pay senedini edinmemesi ve elinde bulunduramaması sonucu yatırım ortaklığına girmek isteyen yatırımcılara pay senedini satamaz. Bu yüzden kapalı sonlu yatırım ortaklıklarında payını satmak ve ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahibi ancak bunu bir üçüncü şahsa devredebilir<sup>54</sup>.

Sabit miktarda sahiplik hakkı veya hisseleri çıkaran firma bu hisseler başlangıçta satıldıktan sonra hisseleri satın almayı isteyen yatırımcılar onlara sahip olan diğer yatırımcılardan satın almalıdırlar, yani hisse bir kez çıkarıldıktan sonra, kapalı uçlu fon ikincil pazarlarda arz ve talep faktörlerinin oluşturduğu fiyatlardan el değiştirir<sup>55</sup>.

Fakat kapalı sonlu yatırım ortaklıkların kendi pay senetlerini açık piyasadan satın alabilmeleri de nadir olarak yapılan bir işlem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu işlem piyasa fiyatının net varlık değerinin çok altına düşmesi yüzünden geri satın alma ile pay senedi fiyatının pay başına net varlık değerine yükseltmek için yapılmaktadır<sup>56</sup>. Yatırımcılar kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerini satın almak istediklerinde mevcut pay sahiplerinin ellerindeki payları satın almak zorundadır.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıkları devamlı olarak pay senedi çıkaramadıkları için açık sonlu yatırım ortaklıkları gibi paylarını net varlık değeri üzerinden

---

<sup>53</sup> Selim Soydemir, **Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk Hukuku'nca Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği**, SPK Araştırma Raporu, Kasım 1986, s.7.

<sup>54</sup> Yasaman, **a.g.e.**, s.12.

<sup>55</sup> İlhan Uludağ, Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar - Kurumlar - Araçlar)**, Beta Yayınları, İstanbul, Temmuz 1999, s.321.

<sup>56</sup> Alexander ve diğerleri, **Fundamentals of Investments**, 2nd Ed., s.665.

satamazlar. Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senedine sahip olanlar yatırımlarını likidite etmek istediklerinde bunu ancak ikincil piyasada satarak gerçekleştirebilirler<sup>57</sup>.

Fiyatları arz ve talebin gücüne göre belirlenen kapalı sonlu yatırım ortaklıklarında pazar fiyatı nadiren kapalı sonlu hisselerin gerçek hisse başına değerine eşittir ki bu da net aktif değer olarak açıklanır. Yatırım şirketinin net aktif değeri portföydeki menkul kıymetlerin toplam pazar değerinden ticari borçların çıkarılması ve ödenmemiş yatırım fonu hisselerine bölünmesiyle hesaplanır<sup>58</sup>.

Kapalı sonlu fonlarda hissedarlar hisselerini satmak istedikleri zaman, hisselerinin bedelini vererek geri almaya hazır değillerdir. Kapalı sonlu fonların hisseleri ikincil hisse senedi pazarında nadiren hisse başına net aktif değere eşit olarak değer biçilip alınıp satılırlar. Bazen kapalı sonlu yatırım fonlarının hisseleri hisse başına net aktif değerinin üzerinde bir primle değiş tokuş edilir, bazen de net aktif değerinin altında bir indirimle değiş tokuş edilir<sup>59</sup>.

Bir kapalı sonlu yatırım ortaklığının primli ya da iskontolu olduğunu öğrenmek için aşağıdaki denklemi kullanabiliriz.

$$\% \text{ Prim ( İskonto ) } = \frac{\text{NVD} - \text{PF}}{\text{NVD}} \times 100$$

PF = Piyasa fiyatı

NVD = Net Varlık Değeridir<sup>60</sup>

Kısaca kapalı sonlu yatırım ortaklıkları için ödenen pay fiyatı ortaklığın portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmayabilir. Bununla beraber

---

<sup>57</sup> Bozkurt, **a.g.e.**, s. 313.

<sup>58</sup> Jones, **a.g.e.**, ss. 43 -44.

<sup>59</sup> Jack Clark Francis, **Management of Investments**, Third Edition, Mc Graw-Hill, Inc, 1993, s.677.

<sup>60</sup> Berlin , **a.g.e.**, s. 186.

piyasa fiyatının belirlenmesinde arz ve talebin yanı sıra şirketin portföyündeki menkul kıymetlerin değerinin de büyük etkisi vardır.

Genellikle kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetleri ihraç edilirken iskontolu olarak satılırlar<sup>61</sup>. İhraç edilirken net varlık değeri payın satış fiyatına eşitse ortaklığın başa baş bir fiyattan işlem gördüğü söylenebilir. İlk halka arz süreci içinde alınmadıkça yatırımcılar kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerini alırken belli bir komisyon öderler<sup>62</sup>.

Yatırımcılar kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerini aracı kurumlar aracılığı ile satılabilirler. Ortaklıkların çıkardıkları pay senetleri ikincil piyasada diğer şirketlerin pay senetleri gibi alınır ve satılırlar. A.B.D.'de bir çoğu New York Stock Exchange (NYSE)'de, birkaçı American Exchange (AMEX)'de işlem görürken çok azıda tezgah üstü piyasalarda işlem görürler<sup>63</sup>. Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerinin piyasa fiyatları günlük olarak net varlık değerleri de haftalık olarak mali basında yayımlanırlar<sup>64</sup>.

Kapalı uçlu yatırım ortaklıklarında hisse senetlerini geri satın alma taahhüdü olmadığı için nakit tutulma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu yüzden kapalı uçlu yatırım ortaklıkları sermayelerinin tamamını yatırıma yöneltebilirler<sup>65</sup>.

A.B.D' de kapalı sonlu yatırım ortaklıkları açık sonlu yatırım ortaklıklarının aksine tahvil çıkartabilirler ve banka kredisi alabilirler. İmtiyazlı hisse senedi (preferred stock) çıkartabilirler<sup>66</sup>. Dönem sonlarında portföy işletmeciliğinden elde

---

<sup>61</sup> Bozkurt, **a.g.e.**, s. 316.

<sup>62</sup> Gürman Tefvik, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995.

<sup>63</sup> Lawrence J. Gitman and Michael D. Joehnk , **Fundamentals of Investing**, 3rd Ed., Newyork : Harper and Row Puplichers, 1988, s. 515.

<sup>64</sup> Alexander ve diğerleri, **a.g.e.**, s. 665.

<sup>65</sup> Berna Taner, Lale Polat, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir 1992, s.67.

<sup>66</sup> Bozkurt, **a.g.e.**, s. 316.

ettikleri kârları diğer ticari şirketlerde olduğu gibi ortaklarına kârpayı olarak dağıtırlar<sup>67</sup>.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının açık sonlu yatırım ortaklıklarından en önemli farklarından birisi de bunların borçtan faydalanabilmeleridir. Kapalı sonlu yatırım ortaklıkları borçlanabildikleri ve bu nedenle kaldıraç faktöründen ortaklarının yararlandırılabildikleri için pay senedi başına fazla verim sağlama olanağına sahip bulunmaktadırlar.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarında borçtan faydalanmanın en basit örneği şirketin ihraç ettiği tahvil tipi menkul kıymetlere ödediği faizin portföy getirisinin altında kalmasıdır. Bu, şirketin ortaklarına daha yüksek bir getiri sağlamaktadır<sup>68</sup>.

Borçtan faydalanabilme, borcun kaldıraç etkisinden yararlanma, yükselen bir piyasada iyi işleyen bir mekanizma iken düşen bir piyasada pay senetleri sahiplerinin zararına işleyecektir. Çünkü bu durumda portföyün değeri düşerken borçlar aynı kalacaktır.

Piyasadaki fiyat oynamaları borçlanmadan yararlanan kapalı sonlu yatırım ortaklıklarına finansal açıdan kötü durumda kalma riskini getirir. Kapalı sonlu yatırım ortaklıkları borçtan yararlanmak için büyük miktarda tahvil çıkarmışsa ve bu sırada piyasadaki menkul kıymetlerin fiyatları düşmüşse portföy değeri mevcut hisse senetlerinin değerinden daha düşük bir değere iner. Bu durumda şirketler çoğunlukla tasfiye olurlar ya da birbirleriyle birleşirler<sup>69</sup>.

Ancak kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının borçlanmalarına çeşitli ülkelerde yasa ile bir üst sınır konulduğu gözlenmektedir. İngiltere'de toplam borçların ödenmiş sermayeyi aşamayacağı; Amerika Birleşik Devletlerinde ise toplam borçların toplam varlıkların 1/3'ünü geçemeyeceği koşulu bulunmaktadır. İmtiyazlı

---

<sup>67</sup> Ali Kocatürk, "Açılış Konuşması", **İAV Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler Semineri Tebliği**, İstanbul, İAV Yayınları, 1989, s.19–20.

<sup>68</sup> Atuk, **a.g.e.**, s.68.

<sup>69</sup> **A.e.**



hisse senetlerinin ihracında ise varlıklar çıkarılacak imtiyazlı hisse senetlerinin % 200'ü oranında olmalıdır<sup>70</sup>. Bu yasal sınırlamalardaki ana amaç kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının hissedarı olan yatırımcıların menfaatlerini korumaktır.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının paylarını itfa etmeleri söz konusu olmadığı için portföylerinde bu tür gelişmelere karşı likit ve likide kolay çevrilebilir kıymetleri bulundurmamak zorunda değillerdir. Bu zorunluluğun olmaması kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının likit olmayan menkul kıymetlere, yeni oluşmakta olan endüstrilere, yeni kurulan şirketlere ve borsaya kote edilmemiş menkul kıymetlere yatırım yapmalarını sağlamaktadır. Bu ekonomide kaynak dağılımında önemli bir rol oynamalarını sağlar.

Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarına günümüzde çeşitleri ve hedefleri artan kolektif yatırım kurumlarının ataları da denebilir. Ancak günümüzde açık sonlu yatırım ortaklıkları karşısında önemlerini ve etkinliklerini büyük ölçüde yitirmişlerdir. Bunun başlıca nedenleri paylarının likidasyonunun kendileri tarafından değil ikincil piyasalar tarafından yapılması, sermayesinin sabit olması nedeni ile büyümelerine sınırlı olanak bulması ve kötü geçmişleridir.

### **1.5.1.2. Açık Uçlu Yatırım Ortaklıkları**

Amerika Birleşik Devletlerinde yatırımcıların pay senetlerini yatırım ortaklığının kendisinden aldıkları ve tekrar ona geri sattıkları "Open - End Investment Companies" veya daha çok kullanılan şekli ile "Mutual Funds" olarak bilinen<sup>71</sup> yatırım ortaklıklarıdır. Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarından farklı olarak yatırımcılar tarafından talep edildiği anda pay sayısını arttırabilen, yatırımcılar tarafından paylar iade edildiğinde ise pay senedi sayısını azaltabilen yatırım ortaklıkları açık sonlu yatırım ortaklıkları veya açık uçlu yatırım ortaklıkları olarak tanımlanırlar.

---

<sup>70</sup> Soydemir, **a.g.e.**, s.47.

<sup>71</sup> Jones, **a.g.e.**, s. 43 -44.

Açık sonlu yatırım ortaklıkları portföy varlığının arz ve talebe göre değiştiği belli bir limitle sınırlandırılmadığı portföy tutarının veya sermayesinin sabit olmadığı<sup>72</sup> sermayesinin önceden belirlenmemiş ve değişken nitelikte olduğu; elastikiyeti ve çeşitli avantajları nedeni ile uygulamada en yaygın görülen yatırım ortaklığı türüdür<sup>73</sup>.

Sermaye sabit olmadığından dolayı bu tür ortaklıklar, tescil edilmiş veya kayıtlı sermayeli olarak kurulurlar. Sermayenin değişir olması nedeniyle yatırım ortaklıklarının kayıtlı sermayeleri yüksek tutulur<sup>74</sup>.

Açık uçlu yatırım ortaklıkları değişir sermayeli olmaları nedeniyle devamlı yeni pay senetleri çıkarabilirler ve önce çıkardıkları pay senetlerini o günkü net aktif değerleri üzerinden geri satın alabilirler. Bu nedenle ortaklık sayıları sürekli değişebilir. Ancak bu tür yatırım ortaklıklarının hisseleri borsada alınıp satılamaz, bizzat kurum tarafından alınıp satılır<sup>75</sup>.

Açık sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetleri doğrudan doğruya yatırım ortaklığından veya aracı kurumlardan satın alınabilir. Pay senedi sahipleri kapalı sonlu yatırım ortaklıklarında olduğu gibi yönetimde oy hakkına sahiptir. Dolayısıyla ortaklığın yatırım politikalarında etkindirler. Söz konusu pay senetlerinin herhangi bir ortaklığın pay senetlerinden farkı yoktur. ( A.B.D.'de her ikisine de "share" denilir. )<sup>76</sup>

Açık sonlu yatırım ortaklıkları yatırımcıların istedikleri anda pay senetlerini geri satın almak zorunda oldukları için genelde borsaya kote edilmiş ve borsada sürekli işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih ederler. Ayrıca bu tür

---

<sup>72</sup> Yalkın , **a.g.e.**, s. 8.

<sup>73</sup> Aytaç, **a.g.e.**, s.254.

<sup>74</sup> Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş Altıncı Basım, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 2000, s.410.

<sup>75</sup> Berna Taner, Lale Polat, **a.g.e.**, s.68.

<sup>76</sup> Soydemir, **a.g.e.**, s. 8.

talepleri karşılamak için fonun belli bir yüzdesini nakit olarak bulundurlar<sup>77</sup>. Ancak itfa taleplerinin önceden bildirilmesi şartı ile nakde zor çevrilebilir menkul kıymetlere de yatırım yapabilmektedirler. Açık sonlu yatırım ortaklıkları da kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerine yatırım yaparak yeni kurulan firmaların finansmanına dolaylı olarak katkı yapabilirler<sup>78</sup>. Ama genelde portföylerinde büyük ve gelişme potansiyeli yüksek şirketlerin hisselerinin yer tuttuğu görülmektedir.

Açık sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetlerinin likiditesi hayli yüksektir. Pay senetleri bu dolaşım kolaylığına bağlı olarak menkul kıymetler borsalarına kote edilmezler.

Ancak açık sonlu yatırım ortaklığı şeklinde kurulmuş olup da borsaya kote edilmiş açık sonlu yatırım ortaklıkları olabilmektedir. Bunun nedeni bu fonların her zaman değerlendirme yapamamaları dolayısıyla değerlendirme günü dışında pay senedi almak yada satmak isteyen yatırımcılara yönelik bir alım satım imkanı yaratmak istenmesidir<sup>79</sup>.

Açık sonlu yatırım ortaklıkları piyasa fiyatlarını arz ve talebe göre belirlemezler. Tüm alış ve satışlarda pay senedi fiyatları net varlık değeri üzerinden bazen bir miktar komisyon eklenerek belirlenir<sup>80</sup>.

Açık sonlu yatırım ortaklıklarının pay senetleri ortaklığa geri getirildiğinde geri satın almaya mecbur oldukları satın alma fiyatı pay başına net varlık değeridir<sup>81</sup>. Bir yatırım ortaklığının pay başına net varlık değeri portföyündeki tüm varlıkların piyasa fiyatından borçlarının çıkarılması ve yatırım ortaklığının ihraç ettiği pay se-

---

<sup>77</sup> Yalkın , **a.g.e.** , s. 8.

<sup>78</sup> Sevtap Söngü, "Dünya'da Yatırım Fonları" **İAV Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler Semineri Tebliğleri**, İstanbul, İAV Yayınları, 1989,s.32-33.

<sup>79</sup> **A.e.**, s. 32.

<sup>80</sup> Jones, **a.g.e.**, s.44.

<sup>81</sup> Bozkurt, **a.g.e.** , s.320.

nedi sayısına bölünmesinden sonra bulunan değerdir<sup>82</sup>. Bir anlamda bir yatırım ortaklığının net varlığı onun öz sermayesidir<sup>83</sup>.

Bir yatırım ortaklığının pay başına net varlık değeri aşağıdaki denklem yardımı ile de kolayca bulunabilir. Menkul kıymet yatırım ortaklığının hisse başına net aktif fiyatı ( net varlık değeri ) portföyün toplam pazar değerinden yatırım ortaklığının ödenecek borçlarının çıkarılmasından sonra hisselerinin sayısına bölünerek bulunur.

Hisse ( Pay ) Başına Net Varlık Değeri = ( Portföyün Pazar Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar + Diğer Aktifler - Ödenecek Borçlar ) / Hisse ( Pay ) Sayısı

Bu denklemi oluşturan değerlerden biri değiştiği anda net varlık değeri anında değişmektedir<sup>84</sup>.

Yatırım fonunun teklif fiyatı, yatırım fonunun satılacağı hisselerin fiyatıdır. Bu da hisse başına net aktif değer ile herhangi bir satışla ilgili komisyonun toplamına eşittir<sup>85</sup>.

Net varlık değeri yatırım ortaklığının portföyündeki menkul kıymetlerin borsa ve piyasa değerleri ile belirlenir<sup>86</sup>. Bu sebeple yatırım ortaklığının net varlık değeri sık sık hesaplanır.

Net varlık değerinin piyasa ile aynı gelişmeyi göstermesi gerekmez, değer yükselebilir veya aynı kalabilir. Pay başına net varlık değeri ortaklığın portföyü içindeki kıymetlerin piyasada nasıl değer bulduğuna ve ortaklığın pay sayısına bağlıdır.

---

<sup>82</sup> Jones, **a.g.e.**, s. 44.

<sup>83</sup> Yalkın, **a.g.e.**, s. 8.

<sup>84</sup> Alexander ve diğerleri , **a.g.e.**, s. 662-663.

<sup>85</sup> J.Frank Fabozzi, **Bond Portfolio Management**, Published by Frank J. Fabozzi Associates, Newhope, Pennsylvania, 1996, s.26.

<sup>86</sup> Soydemir, **a.g.e.**, s. 8.

## 1.5.2. Portföyün Oluşturulmasına Göre Yatırım Ortaklıkları

Yurtdışında kapalı uçlu yatırım fonları olarak bilinen fon tipinin benzeri olan MKYO<sup>87</sup> A ve B Tipi olmak üzere iki ayrı tipte oluşturulabilmektedir.

Esas sözleşmelerinde asgari sınırlarının yer alması şartıyla, portföy değerinin en az %25'ini sürekli olarak özelleştirme kapsamındaki Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan YO'na " A tipi", YO denmektedir.<sup>88</sup> (Seri: VI, No: 4, Tebliği, m.4).

Sermayelerini A tipi YO için belirtilen asgari sınırın altında, kalarak yukarıda sözü geçen kurumlara ve bunların dışındaki işletmelerin hisse senetlerine yatıran Y.O'na, " A tipi olmayan " YO adı verilir<sup>89</sup>.

## 1.6. Portföy İşletmeciliği

Fransızca kökenli portföy (portefeuille), kelimesinin sözlük anlamı, cüzdan veya paranın bulunduğu küçük çanta demektir. Hukuki ve ticari bakımdan ise tahvil ve hisse senetleri başta olmak üzere, çeşitli sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan ayrı bir paketi oluşturan bütünü ifade için kullanılır<sup>90</sup>.

Yatırım ortaklıklarının ana konusu portföy işletmeciliğidir. Bu kurumlar, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonlar karşılığında onlara hisse senedi vermekte ve toplanan meblağ ile diğer ortaklıkların menkul kıymetlerini satın alarak oluşturdukları portföyü işletmektedirler<sup>91</sup>.

---

<sup>87</sup> Yalçın Özge Okat, **Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, SPK Yeterlilik Etüdüleri, 2000, s.13.

<sup>88</sup> SPK Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 4, Tebliği, m.4.

<sup>89</sup> Çanakçı, **a.g.e.**, s.5.

<sup>90</sup> Tekinalp, **a.g.e.**, s.101; Aytaç, **a.g.e.**, s.263

<sup>91</sup> Hamdi Yasaman, "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **İktisat ve Maliye Dergisi**, C.XX, Sayı:5, 1973–74, s.149.

Sermaye Piyasası Kurulu ise portföy işletmeciliğinin tanımını tebliğde şu şekilde yapmaktadır; "Menkul kıymetlerin getirilerinden ve kıymet artışlarından yararlanmak, bu senetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik bir faaliyet türüdür" (m.1/3).

Bu anlamda MKYO'ndan söz edebilmek için, ortaklığın menkul kıymet portföyüne sahip olması ve bu portföyü tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde bizzat işletmesi gerekmektedir.

#### **a. Portföyün Hukuki Niteliği ;**

SPK, portföyü ayrı bir mal varlığı olarak kabul etmemiştir. Başka bir ifadeyle, portföyü oluşturan değerlerin, ortaklığın mal varlığından ayrı hukuki bir bağımsızlığı söz konusu değildir. MKYO bir anonim ortaklık olduğundan tüzel kişiliğe sahiptir ve portföy de dahil olmak üzere tüm mal varlığının sahibi durumundadır. Ortaklar yani pay sahipleri ise MKYO'nun tüm mal varlığının, dolayısı ile de portföyün sahibidirler.

#### **b. Portföyün Kapsamı ;**

YO'nun iştiğal konusu olan portföyün kapsamına öncelikle sermaye piyasası araçları girmektedir. Sermaye piyasası araçları ise, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşan değerleri ifade etmektedir (SerPK m.3/b). Portföyün asıl kısmını oluşturacak olan menkul kıymetler, kanun'da: "Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evraktır" şeklinde açıklanmıştır (SerPK m.3/b)<sup>92</sup>.

---

<sup>92</sup> İbrahim Kaplan, **Portföy Yönetim Sözleşmesi**, Batıder, C.XVIII Sayı:1-2, 1995, s.47.

SerPK'nun eski metninde portföy kapsamına sadece menkul kıymetlerin dahil olacağı ifade edilmişti. Ancak yapılan yeni düzenlemede, portföyün kapsamı genişletilmiştir. Bu kapsama, diğer sermaye piyasası araçları kavramı içerisinde bulunan kıymetlerde dâhil edilmiştir. Kurul, menkul kıymetler kavramının içine nelerin dâhil olduğuna Seri: VI, No: 1 Tebliğinin 2. maddesinde açıklamıştır. Buna göre, menkul kıymetler:

- Hisse senetleri ve geçici ilmühaberler
- Tahvil
- İntifa senedi
- İki yıl veya daha uzun süreli kâr ve zarar ortaklığı belgeleri,
- Hazine bonoları, devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları,
- Tertip halinde çıkarılan ve iki yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri

Ayrıca Ek: Seri: VI, No: 19 sayılı Tebliğ ile portföylerine riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri dahil edilebilir.

Kurul tarafından belirlenen bu menkul kıymetlere ekonomik şartlara ve sermaye piyasası gelişmelerine göre eklemeler yapılabilecektir<sup>93</sup>.

MKYO'nun sayılan bu menkul kıymetlerden bir portföy oluştururken göz önünde tutmaları gereken en önemli nokta, riskin dağıtılması ilkesidir. Çünkü yatırımcılar, bilhassa da küçük tasarruf sahipleri genellikle düzenli ve güvenli bir gelir elde etmeyi amaçlarlar. Bu kişilerin ellerindeki küçük sermayeyi kaybetmeye tahammülleri yoktur. Bunun tam tersine, her menkul kıymet az veya çok bir risk taşır. İşte MKYO böyle bir ortamda, risk ve gelir arasında bir denge kurmaya çalışarak, tasarruf sahiplerinin yatırım yapmalarına yardım etmektedirler.

---

<sup>93</sup> Aytaç, a.g.e., s.266.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARININ HUKUKİ DURUMU

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, küçük birikimlerin sermaye piyasasında işlem gören çeşitli taşınır değerleri, güvenilir ve uzman eller tarafından yatırılması ve korunması düşüncesine yönelik riskin dağıtılması ilkelerine uygun olarak sadece taşınır değerlerden oluşan bir portföyü işletmek üzere kurulmuş bulunan anonim şirketlerdir<sup>1</sup>.

Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları'nın ( menkul kıymet yatırım ortaklıklarının ) faaliyete geçmesi için ilk adım 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) ile atılmıştır.

Yatırım ortaklıkları Sermaye Piyasası Kanununun ilk metninde "Sermaye Piyasasında Yardımcı Kuruluşlar" başlığını altında düzenlenmiştir. Ancak ilgili kanunun yürürlüğe girdiği tarihten 1991 yılına kadar geçen 10 yıllık süre içerisinde ülkemizde hiçbir uygulaması olmamıştır.

İlerleyen yıllarda yatırım ortaklıklarının hukuki durumları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından düzenlenmiş ve halen yürürlükte olan 31.7.1992 tarihli ve 21301 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de Seri: VI, No: 4 sayılı; yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği kurul tarafından yayınlamıştır. Tebliğde SPK tarafından zaman içerisinde bazı değişiklikler ve eklemeler yapılmıştır.

SPK ilgili tebliğinde ( madde 3) yatırım ortaklıklarını "Sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık

---

<sup>1</sup> A. Aksoy, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, 2. Baskı, Ankara, 1988, s. 109.



şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.<sup>2</sup>" şeklinde tanımlamıştır.

Yatırım ortaklıklarının portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve bu Tebliğin 18'inci maddesinin j bendinde belirtilen "çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar." hükmü saklı kalmak kaydıyla; her bir varlık türü esas alınarak oluşturulabileceği gibi varlık türleri itibarıyla karma da olabilir. Esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları, A Tipi ortaklık olarak adlandırılır. Diğer taraftan, yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olmak amacı güdemezler<sup>3</sup>.

Yatırım ortaklığı halka açık ve kayıtlı sermayeli anonim şirket olarak tümüyle Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olduğu gibi, bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde Türk Ticaret Kanununun ve Medeni Kanun ve Borçlar Kanununun genel hükümlerine tabidir<sup>4</sup>.

Gerek Kanuna tümü itibarıyla tabi bir kuruluş, gerekse halka açık bir anonim ortaklık sayılmaları nedeniyle YO'ları için esas itibarıyla SPK'nun aşağıdaki hükümlerinin uygulanacağını söylemek mümkündür:

- Halka arzda izin alma zorunluluğu (md. 4),
- Halka arz ve satışta bazı şartlara uyulması (md. 6 ve 7),
- Hisse senedi bedellerinin, tam olarak nakden ödenmesi (md. 7/3),
- Satış sonuçları hakkında bilgi verme zorunluluğu (md. 9),
- İzahnamedeki değişikliklerin bildirilmesi zorunluluğu (md. 10),

<sup>2</sup> SPK Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, **Seri: VI, No: 4**, Md.3.

<sup>3</sup> **Tebliğ md.3**

<sup>4</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul Menkul Kıymetler Araştırma, Eğitim Ve Yayın İstanbul,1994,s.45; Nizam İpekçi, **Şirketler Hukuku İlkeleri**, Ufuk Reklamcılık Matbaacılık, Nisan, 1997, s.28.

- Birinci temettü oranının esas sözleşmede gösterilmesi ile temettü ve bedelsiz payların dağıtım esasları (md. 15),
- Hesap ve faaliyetlere ilişkin belgelerin standartlara göre düzenlenmesi zorunluluğu (md. 16/1),
- Belirli şekillerde ilan zorunluluğu (md. 16/5),
- Cezai sorumluluğu gerektirici fiiller (md. 47,48).

## 2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İşlevleri

Yatırım ortaklıkları, yatırımcılardan sağladıkları fonları riskin dağıtılması ve kârın bölünmesi ilkesine göre menkul değerlere yatırarak oluşturdukları portföyü en iyi şekilde çalıştırma amacıyla olan aracı kuruluşlardır.

Tüzel kişiliğe sahip olan yatırım ortaklıkları ticaret kanunu hükümlerine tabi olarak kurulan anonim ortaklık şeklindedir. Diğer sermaye ortaklıklarından farkı çalışma alanının sadece menkul değerlerden oluşan bir portföy işletmesi şeklinde sınırlandırılmış olmasıdır<sup>5</sup>.

Ortaklık yönetimi, uzman kişilerden oluştuğu için küçük tasarruf sahibinin tek başına hareket etmesine kıyasla olanakları daha fazladır. Dolayısıyla piyasadaki gelişmeleri iyi değerlendirerek menkul kıymet portföyünü devamlı bir revizyona tabi tutabilirler. Bazı tür yatırım ortaklıkları yatırımcılardan ortaklık hisse senedi, katılma belgesi gibi kendilerinin ihraç etmiş oldukları menkul değerleri her zaman geri satın almaya hazırdırlar. Bu şekilde tasarruf sahibinin yatırımına büyük bir likidite kolaylığı sağlamış olurlar. Ayrıca hisse senetlerini geri satın almayan yatırım ortaklıklarının ihraç etmiş oldukları menkul değerler, herhangi bir şirketin menkul değeri gibi borsaya kote edilmişse borsada alınıp satılır<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Selma Uras Odabaşı, “Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları,” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Avrupa Topluluğunun Ekonomik Yapısı Anabilim Dalı, 1993. s.46-47.

<sup>6</sup> Mehmet Bülent Öner, “Türk Sermaye Piyasasında Yatırım Fonları Uygulaması ve Yatırım Ortaklıkları,” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para ve Banka Bölümü, 1988, s.9-10.

Yukarıdaki açıklamalar ve portföy işletmek amacıyla kurulan yatırım ortaklıklarının işlevlerinin belirtildiği Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 4. maddesinde düzenlenmiş olan unsurlar doğrultusunda yatırım ortaklıklarının işlevleri aşağıdaki gibi belirtilmiştir.

**a. Profesyonel Yönetim:** Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmaktır<sup>7</sup>. YO'nun görevi ekonomik araştırmalar, ileriye yönelik çalışmalar yapmak, portföy yapısını sermaye piyasasının durumu ve iş hayatının değişik koşullarına göre ayarlamaktır. Portföydeki varlıkların oluşturulması veya satılması için en uygun zamanı belirlemektir.

Bireysel yatırımcıların tek başlarına yüzlerce, binlerce ve birbirlerinden farklı menkul kıymetin işlem gördüğü mali piyasalarda kendi risk ve kârlılık tercihlerine uygun yatırım yapmaları çok zordur. Her şeyden önce bireysel yatırımcıların tüm menkul kıymetler konusunda bilgi sahibi olma ihtimalleri pek fazla değildir. Bu tür yatırımcının tek başına menkul kıymetler, yatırım alternatifleri konusunda bilgi edinmek için yapacağı araştırma ise oldukça masraflı ve zaman alıcı bir iştir<sup>8</sup>.

Ayrıca menkul kıymetlerin yönetilmesi, bir başka deyimle piyasadaki gelişmelere bağlı olarak zamanında alım satımda bulunma, geleceğe yönelik birtakım yatırım stratejileri geliştirme küçük tasarruf sahibi yatırımcının tek başına yapabileceği işler değildir<sup>9</sup>.

Bireysel yatırımcıların ekonomik olay ve siyasi gelişmeleri tam olarak değerlendirip sonuçlara varmaları, sermaye piyasası mevzuatını yeterince bilmeleri ve menkul kıymetler konusunda bilinçli tercihler yapmaları hemen hemen imkânsızdır.

---

<sup>7</sup> Seri: VI, No: 4 Tebliğ, md.4-a.

<sup>8</sup> Bozkurt, **a.g.e.**, s. 312.

<sup>9</sup> **A.e.**

Yatırım ortaklıklarında yönetim uzman kimselerden oluştuğu için bireysel yatırımcının tek başına hareket etmesine kıyasla olanakları daha fazladır. Dolayısıyla piyasadaki gelişmeleri daha iyi değerlendirerek menkul kıymetler portföyünü devamlı bir revizyona tabii tutabilirler<sup>10</sup>. Ayrıca vade, faiz, temettü gibi özel tarihlerinde profesyonel portföy yöneticileri eli ile takip edilmesi sağlanır<sup>11</sup>.

**b. Riskin Dağıtılması:** Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmaktır<sup>12</sup>. Yatırım riskini yatırım yapılacak varlıklara ve pazarlara rasyonel bir biçimde dağıtırlar ve riski minimize etmeye çalışırlar.

Yatırım ortaklıkları topladıkları küçük tasarruflarla cari işletme giderlerini karşılamak için ayırdıkları küçük bir sermaye dışında bir havuz oluşturarak fonları nitelikleri birbirinden farklı menkul kıymetlere yatırır. Bu şekilde riski dağıtmış olurlar<sup>13</sup>.

**c. Bilgi Üretimi:** Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almaktadırlar<sup>14</sup>. YO elinde bulunan imkânları kullanarak daha ucuza bilgi üreterek işlem yaparlar.

**d. İstikrar Sağlama:** Portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırmalar yapmaktır<sup>15</sup>. Portföyünde bulunan çeşitli menkul kıymetlerin fiyatlarını yakından izlerler ve rasyonel olarak daha istikrar sağlayıcı rol oynarlar.

---

<sup>10</sup> A.e., s.312-313.

<sup>11</sup> Figen Karamehmet, "Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Yatırım Fonlarının Rolü", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı: 128, Ekim 1988, s. 10.

<sup>12</sup> Seri: VI, No: 4 Tebliğ, md.4-b.

<sup>13</sup> Bozkurt, a.g.e., s. 312.

<sup>14</sup> Seri: VI, No: 4 Tebliğ, md.4-c.

<sup>15</sup> Seri: VI, No: 4 Tebliğ, md.4-d.

Yatırım ortaklıkları kuruluş amaçları doğrultusunda gerçekleştirdikleri portföy işletmeciliğine ek olarak aşağıdaki işleri de yapabilirler<sup>16</sup>:

- Sermaye Piyasası Kurulundan izin almak şartıyla danışmanlık,
- Menkul kıymetlere vezne işlemleri,
- Saklama, anapara ve kupon tahsilâtı, rüçhan haklarının kullanılması,
- Vekâleten oy kullanma.

## 2.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları

Yatırım Ortaklıkları'nın kuruluş izni alabilmeleri için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurmaları gerekir.

Portföy işletmeciliği; menkul değerlerin getirilerinden ve değer artışlarından yararlanmak, bu senetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik bir faaliyet türüdür. Bu faaliyetin yerine getirilmesinde hem tasarruf sahiplerinin rizikosu en aza indirilmekte hem de en uygun verim elde edilebilmektedir<sup>17</sup>.

Yatırım Ortaklığı kurucularının Sermaye Piyasası Kurulu'na yaptıkları başvuruyu takiben aldıkları Kurul'un olumlu görüşünü ve Türk Ticaret Kanunu'na göre istenilen gerekli belgelerle birlikte ortaklığın diğer kuruluş şartlarını sıralamaları zorunludur<sup>18</sup>.

Kuruluş ve halka arz işlemlerinde, diğer anonim ortaklıklardaki gibi MKYO'lar da ilgili Kanun'un öngördüğü şekliyle belirli düzenlemelere tabidir. MKYO'ların, kuruluşuna ilişkin başlıca esaslar, SPKnu'nun 36'ncı maddesinde belirtilmiş olup, yine 35'inci maddesi uyarınca, öncelikle bu ortaklıkların kuruluş izni alabilmeleri için kanun'un 30'uncu maddesinin f bendinde belirtilen portföy işletmeciliği veya yöneticiliği faaliyetinde bulunmak amacıyla SPK'ya başvurmaları

<sup>17</sup> Abdurrahman Fettahoğlu, **Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri I**, Karadeniz Teknik Üniversitesi Basımevi, Trabzon 1993, s.55.

<sup>18</sup> Kazım Kılınç, **200 Soruda A'dan Z'ye Borsa**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995, s.64.

ve kayıtlı sermaye esasına göre anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları gerekir.

Yatırım Ortaklıklarının kuruluş şartlarını ilgili kanun doğrultusunda sıralamak gerekirse;

#### **a. Kayıtlı Sermaye**

Yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına izin verilebilmesi için gerekli ilk koşul "Yatırım ortaklığının kayıtlı sermayeli anonim ortaklık" şeklinde kurulmasıdır (SerPK m. 36/a, Seri: VI, No: V, Tebliği m. 5/6).

Yatırım ortaklıkları kayıtlı sermaye esasına göre kurulurlar. Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun sermaye artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret siciline tescil edilmiş sermayeleridir<sup>19</sup>.

Halen uygulanmakta olan sisteme göre şirketler, ana sözleşme ile saptanan esas sermaye ile kurulmaktadır. Sermayenin azaltılması ve artırılması için ana sözleşmede değişiklik yapılması gerekmektedir. Oysa yatırım ortaklıkları için farklı bir uygulama getirilerek, sermayenin azami sınırı ana sözleşmede gösterilmekte, bu sınıra ulaşıncaya kadar yönetim kuruluna hisse senedi çıkarma yetkisi verilmektedir. Bu durum, yatırım ortaklıklarına, sermaye artırımı için gereken formaliteleri yerine getirmeden, kolayca sermayelerini artırma avantajı tanımaktadır<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Çanakçı, a.g.e., s.5.

<sup>20</sup> Aral Uluer, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirme", **İktisat ve Maliye Dergisi**, C.XIX, Sayı:6, 1982, s.235.

## **b. Asgari Bir Sermayeye Sahip Olmak**

Yatırım Ortaklıklarında başlangıç sermayesi (sahip olması gereken asgari çıkarılmış sermaye) kurulca belirlenen miktardan az olamayacaktır (SerPK m. 36/6). Kurul aldığı bu yetkiye dayanarak başlangıç sermayesini 100 milyar olarak belirlenmiş (Seri: IV, No: 4 Tebliği, m. 5/6), ancak 1995 yılında aldığı bir ilke kararıyla bu miktarı 250 milyar TL'na çıkarmıştır.(SPK ilke karar 3.8.1995 tarih)<sup>21</sup>.

YO faaliyetine başlarken en az bu miktara sahip olmak zorundadır. Daha sonra ortaklık ister ise yönetim kurulu kararıyla sermayesini kayıtlı sermaye miktarına kadar hisse senedi satarak yükseltebilir<sup>22</sup>. Yatırım Ortaklıkları bu uygulamalarıyla, faaliyetlerine daha fazla yatırımcının katılmasına imkân tanır.

## **c. Hisselerin Nakit Karşılığı Olması**

Yatırım ortaklıklarının hisse senetleri nakit karşılığı çıkarılmak zorundadır(SerPK. 36/c, Seri: VI, No: 4 Tebliği m. 5/c). Bu hükmün karşıt kavramından YO'da hisse senetlerinin aynı karşılığı çıkarılamayacağı anlaşılmaktadır. Ayrıca SerPK m.7 hükmü gereği "halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır". Bu hükümde gösteriyor ki ortaklığa katılmada pay bedelleri "nakit " olacaktır. Para dışındaki iktisadi değerlerin ortaklığa katılma payı olarak getirilmesi mümkün olmayacaktır<sup>23</sup>.

SerPK, tasarruf sahiplerini korumak, kuruluşun sağlıklı olması ile sermaye piyasasının ihtiyacı olan kararlılık, açıklık ve güveni bu ilkelerle pekiştirmek istemiştir<sup>24</sup>. Kanun, hisseleri binlerce kişiye dağıtılan ortaklıklarda, sermayenin bir kısmının ödenmesinin askıda kalmasına, bu sermayenin temini için hukuksal yollara

---

<sup>21</sup> Çanakçı, **a.g.e.**, s.4.

<sup>22</sup> Kayıtlı sermaye miktarına kadar yapılacak sermaye artırımlarında, yeni çıkarılan her hisse senedini satımından sonra ortaya çıkan sermayeye, "çıkartılmış sermaye" denir (Seri: IV, No: 7 Tebliği, m. 2).

<sup>23</sup> Mehmet Somer, **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri**, s. 97, İstanbul, 1990.

<sup>24</sup> Vural Günel, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar ve Kurumlar)**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1997, s.78.

başvurarak zaman kaybedilmesine engel olmak istemiştir. Bu sebeple, ortaya çıkan söz konusu güçlüklerin aynı sermayeye koyularak daha da artırılmaması için nakdi sermaye zorunluluğu getirilmiştir<sup>25</sup>.

#### **d. Esas Sözleşmenin Kanun Hükümlerine Uygun Olması**

Ortaklığın kurucuları, ortaklığın işlemesi bakımından kanunun zorunlu kıldığı hususlar içeren bir sözleşme hazırlarlar. Bu sözleşme "ortaklığın anayasası" konumundadır. Sözleşme bu niteliğinden dolayı esas sözleşme adını alır. Kanunlardaki emredici hükümlere aykırı olmamak kaydıyla ortaklar arasında ilişkileri düzenleyen hükümlerde esas sözleşmede yer alabilir. Bu niteliğiyle esas sözleşme gerek hissedarları gerekse yönetici ve deneticileri bağlayan ortaklık tüzüğü halini alır<sup>26</sup>.

#### **e. Ticaret Ünvanlarında Yatırım Ortaklığı İbaresinin Bulunması**

Ortaklığın bir anonim ortaklık olması sebebiyle seçmek zorunda olduğu ünvanda "Yatırım Ortaklığı" ibaresinin kullanılması mecburidir (SerPK m. 36/d).

#### **f. Kuruculara Ait Koşullar**

Esas sözleşmeyi düzenleyen imza eden ve sermaye olarak belirli bir parayı koyan kurucuların (TTK. m. 278), bazı özelliklere sahip olmaları gerekmektedir. Klasik anonim ortaklıkların kurucuları için açık bir şekilde gösterilmeyen ancak sermaye piyasasının yapısından kaynaklanan küçük tasarruf sahipleri koruma düşüncesi burada da kendini göstermektedir<sup>27</sup>. Bu anlamda Kanun ve Tebliğde kurucuların müflis olmadıklarının ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmesi gerekmektedir (SerPK. m. 36/f, Seri IV, No: 4, m. 5/f).

---

<sup>25</sup> Tekinalp, a.g.e., s.28-29.

<sup>26</sup> Tuğral Ansay, **Anonim Şirketleri Hukuku**, Ankara, 1982, s. 47.

<sup>27</sup> Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Güncelleştirilmiş, 7. Baskı, 1997.



## 2.3. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Türleri ve Kuruluş İşlemleri

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VI, No:4 Tebliği çerçevesinde ani ve tedrici şekilde kurulabilmektedirler. Ancak, Sermaye Piyasası Kurulunun aldığı ilke kararı ile yatırım ortaklıklarının sadece ani usulde kurulabilmesine imkân tanınmaktadır<sup>28</sup>.

### 2.3.1. Tedrici Usulde Kuruluş

Tedrici kuruluş, kurucularının esas sermayesinin taahhüt de buldukları, geri kalan kısmı için halka başvurunun yapıldığı kuruluş çeşididir (TTK m. 276/3).

Tedrici usulde kuruluşla ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri VI, No:4 Tebliği'nin 6–7–8–9 ve 10'uncu maddelerinde belirtilmiştir.

Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunabilmek için yatırım ortaklıklarının Sermaye Piyasası Kanunu, hükümlerine göre Sermaye Piyasası Kuruluna olumlu görüş almak üzere başvurması zorunludur<sup>29</sup>.

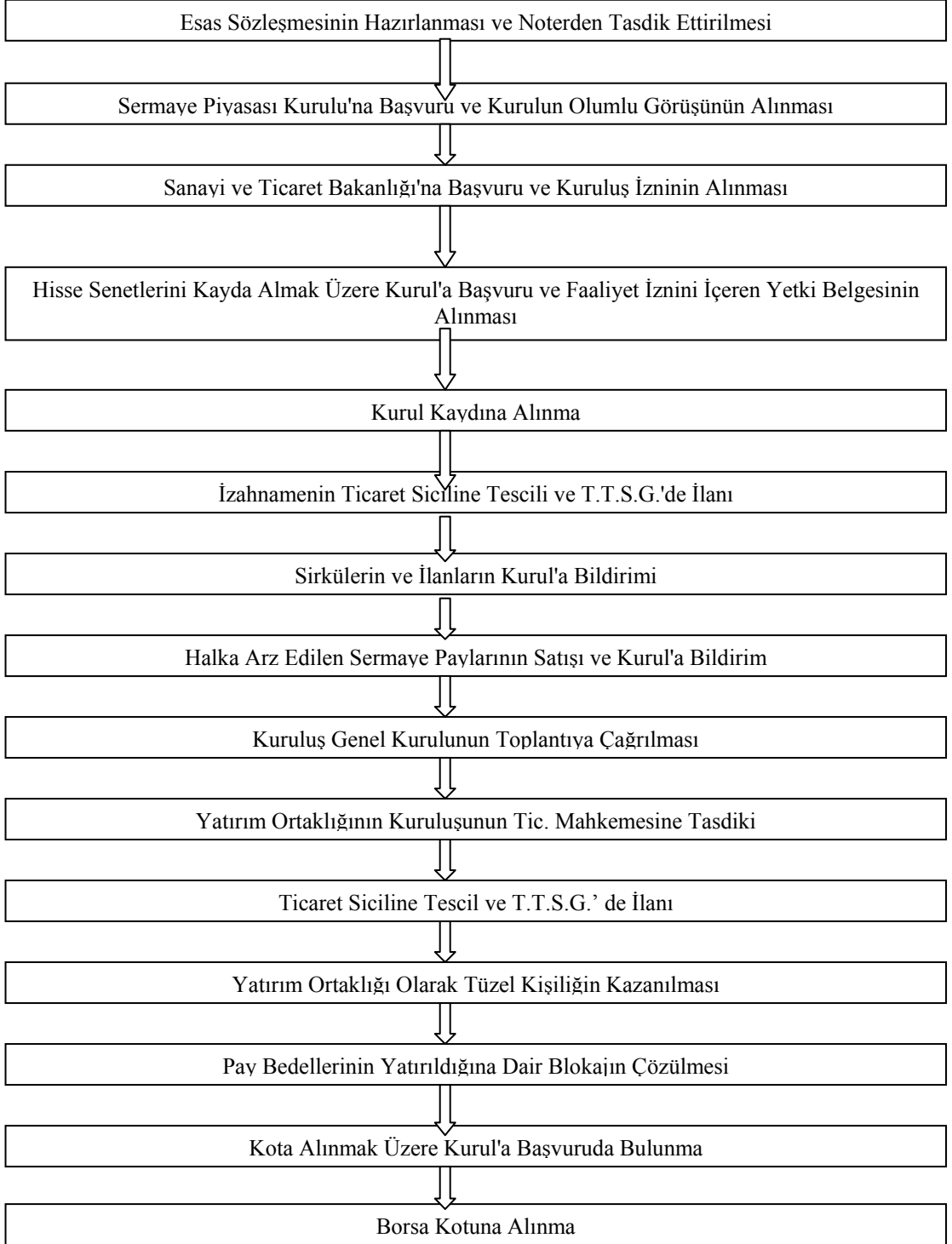
Yatırım Ortaklıklarının tedrici usulde kuruluş aşamaları Şekil2.1'de özet bir biçimde başlıklar halinde gösterilmiştir.

---

<sup>28</sup> Çanakçı, a.g.e., s.5.

<sup>29</sup> Gültekin Rodoplu, Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi, Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, Birinci Basım, 1993.

## ŞEKİL2.1: Yatırım Ortaklıklarının Tedrici Usulde Kuruluş Süreci



### 2.3.2. Ani Usulde Kuruluş

Ani usulde kuruluşta, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere kurula yapılacak başvuru şartları ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınması tedrici usulde kuruluş ile aynıdır. Yalnız bu usulde kurucuların, başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt etmeleriyle pay bedellerini tam olarak nakden bir bankada bloke etmeleri zorunludur.

Ani ile Tedrici Usul arasındaki temel fark, ani usulde başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt etmeleri ve pay bedellerini tam olarak nakden bir bankada bloke etmeleridir. Tedrici usulde ise kurucuların başlangıç sermayesinin %10'unu bloke etmeleri yeterli olmaktadır. Yatırım ortaklığı; tedrici usulde yatırım ortaklığının ticaret siciline tescil ve ilanından, ani usulde ise çıkardığı hisse senetlerinin satış süresinin bitiminden itibaren en geç 15 gün içinde kota alınmasını teminen gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a başvurur. Bu belgenin alınmasını izleyen 15 gün içinde de çıkarılmış olan hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına müracaat eder.

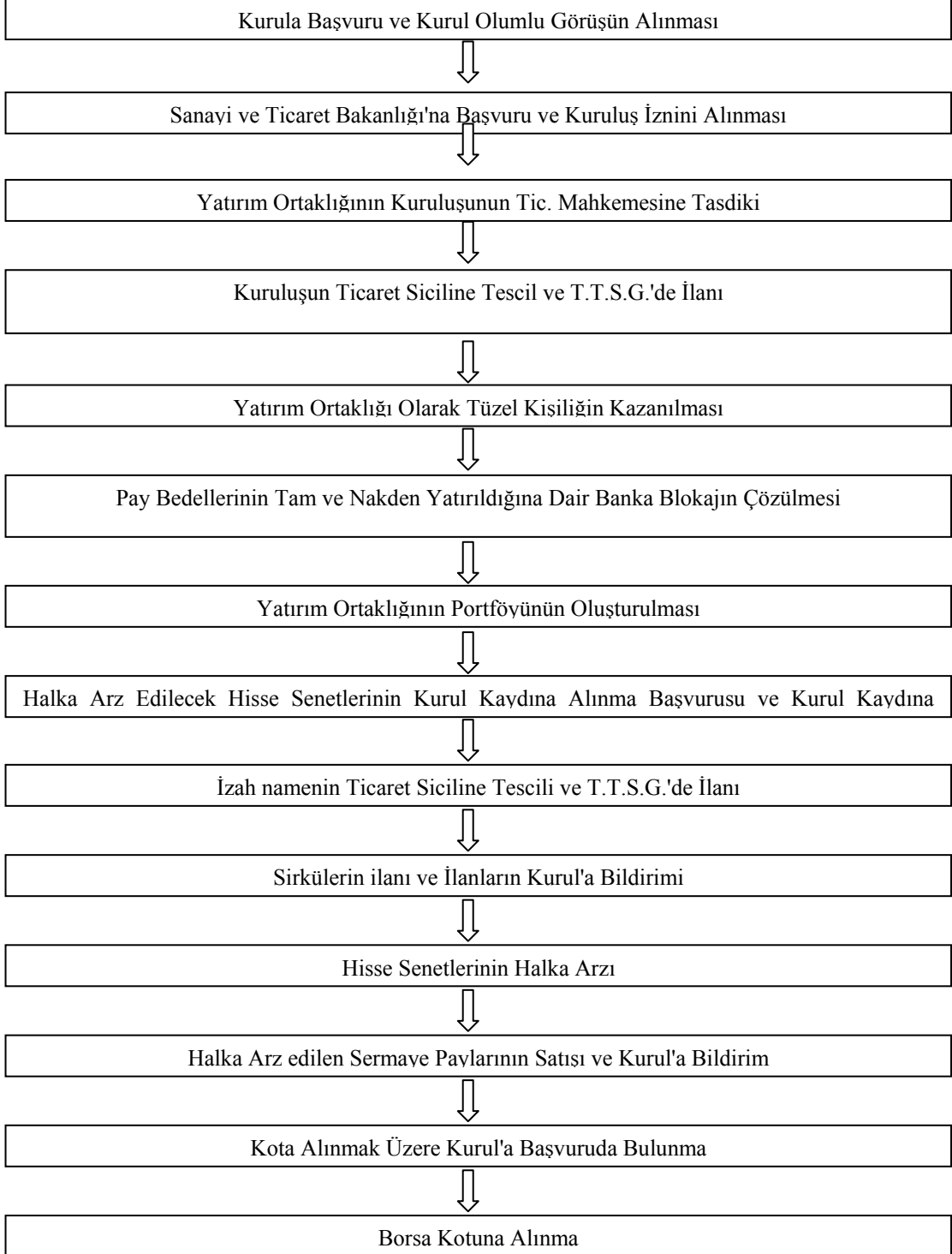
Yatırım ortaklıklarının kuruluşu tedrici usulle olabileceği gibi ani usulle de olabilmektedir. Tedrici usulde SerPK'nun uygulamasında temel esas olan "halka arz" kavramından faydalanılmaktadır. Bu usul halk arzın gerçek anlamda sağlandığı yöntem olarak kabul edilmektedir. Ani kuruluş sisteminin ise halka arz aşamasını içermemesi sebebiyle SerPK uygulamasının dışında kaldığı söylenmektedir<sup>30</sup>. Ancak bu tespite rağmen SerPK'nun ani kuruluş sisteminde pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri, halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar. (SerPK m. 11/2). Yatırım ortaklıklarının Ani Usulde Kuruluşu, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde(Seri: VI, No: 4) açıklanmıştır.

---

<sup>30</sup> Somer, a.g.e., s.64.

Yatırım ortaklıklarının ani usulde kuruluş aşamaları Şekil2.2.'de özet bir biçimde başlıklar halinde gösterilmiştir.

### ŞEKİL 2.2: Yatırım Ortaklıklarının Ani Usulde Kuruluş Süreci



## **2.4. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetine İlişkin İlke ve Kuralları**

Yatırım Ortaklıklarının faaliyetine yönelik ilke ve kurallar Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin(Seri: VI, No: 4) 17. ve 18. maddelerinde düzenlenmiştir.

### **a. MKYO' nun Yapamayacakları İşler**

Asıl fonksiyonu portföy işletmeciliği olan yatırım ortaklıklarının yapamayacakları işler ilgili tebliğ'de sıralanmıştır.

Tebliğin 17'inci maddesi uyarınca; yatırım ortaklıkları<sup>31</sup>;

- a- Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,
- a- Mevduat toplayamazlar,
- b- Ticari, sınaî ve zirai faaliyette bulunamazlar,
- c- Aracılık faaliyetinde bulunamazlar.

### **b. MKYO' nun Yönetim İlkeleri**

Asıl fonksiyonu portföy işletmeciliği olan yatırım ortaklıklarının yönetim ilkeleri ilgili tebliğin 18. maddesinde sıralanmıştır.

Yatırım Ortaklıkları<sup>32</sup>

- a- Hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- b- Portföy değerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır, portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde fazla kısmın en geç üç ay içinde tasfiyesi

---

<sup>31</sup> SPK Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 4, Tebliği, Bl.3., m.17.

<sup>32</sup> A.e., s.77-78.

gerekir. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkânsız olduğu veya büyük zarar doğuracağıının belgelenmesi halinde ilgili süre, Kurul tarafından uzatılabilir.

c- Kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün veya daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemezler.

d- Yatırım ortaklıklarının kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için çıkarabilecekleri borçlanma senetleri ile kredi kuruluşlarından alabilecekleri kredi miktarı, çıkarılmış sermayeleri ile yedek akçeleri toplamının %20'si ile sınırlıdır. Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır veya taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin %10'u ve/veya aktif toplamının %5'inden fazla olamaz.

e- Borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kıymetlerin portföye alımları ve satımlarının bu piyasalar kanalı ile yapılması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları borsaya, kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföyelerine alabilirler. Ancak;

- Yatırım ortaklığının danışmanlık hizmeti aldığı kuruluşların,
- Yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibi olan aracı kuruluşların,
- Yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibinin aracı kuruluş olmaması durumunda, imtiyaz sahibinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip bulunduğu aracı kuruluşların,
- Yönetim kurulu seçiminde imtiyaz bulunmayan yatırım ortaklıklarında, yatırım ortaklığının sermayesinin %10'undan fazlasına sahip ortakların ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları aracı kuruluşların, halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının azami %10'u ve ortaklık portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapabilir.

f- Rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında varlık satamazlar. Rayiç bedel, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, diğerleri için işlem gününde şirket açısından oluşan alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır. Varlık satımlarında satış bedeli tam olarak nakden alınır.

g- Portföyündeki varlıkları esas itibariyle rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler. Ancak kredi temini için portföyün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve Kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler.

h- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

i- Yatırım ortaklıklarının portföylerine yabancı kıymet alabilmesi için bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını esas sözleşmelerinde belirtmiş olmaları şarttır. Yatırım ortaklıkları sermaye ve yedek akçelerinin toplamının en çok %25'ini Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler.

j- Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar.

k- (Ek: Seri: VI, No: 19 sayılı Tebliğ ile) Portföylerine riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri dahil edilebilir. Vadeli işlem sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı net aktif değerini aşamaz. Portföye alınan vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım ortaklığının yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olması zorunludur.

### **c. MKYO' nun Borçlanma Sınırı ve Sermaye Artırımında Özel Durumu**

MKYO'lar, anonim ortaklık şeklinde kurulmalarına rağmen tahvil ve benzeri uzun ve orta vadeli borçlanma senetleri çıkaramazlar. MKYO'lar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için, kredi kuruluşlarından çıkarılmış sermayesi ile yedek akçeleri toplamının % 20'sine kadar kredi alabilir veya aynı sınırlar içinde kalmak ve sermaye piyasası mevzuatına uymak suretiyle, 360 gün ve daha kısa

vadeli borçlanma senedi ihraç edebilirler<sup>33</sup>. Bu tanıma, finansman bonusu türü borçlanma senetleri girmektedir.

YO'lar sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanıldıktan sonra kalan tüm paylar, nominal değerinde olmamak üzere piyasa fiyatı ile halka arz edilir<sup>34</sup>.

#### **d. MKYO ile İlgili Diğer Düzenlemeler**

Yatırım ortaklıkları sermaye artırımını yaptıklarında, bütün anonim şirketlerde olduğu gibi, ortakların yeni sermaye üzerinden rüçhan hakları vardır. Ancak kullanılmayan rüçhan haklarına ait hisse senetlerinin nominal değerinde olmamak üzere piyasa fiyatı ile halka arz edilmesi şarttır (Seri VI, No:4 Md.20).

Yatırım ortaklıklarının portföylerindeki menkul kıymetler, yapılacak saklama sözleşmesi gereği takas ve saklama şirketi ya da bir banka nezdinde saklanır ve içeriği tebliğinde gösterilen bir saklama sözleşmesi yapılır (Seri VI; No:4 Md.21).

Yönetim kurulu üyelerinin çoğunun Türk vatandaşı olması gerekir (Seri VI; No:4 Md.22).

Yatırım ortaklıkları, esas sözleşmede hüküm bulmak kaydıyla, danışmanlık yetkisine sahip bir kuruluştan danışmanlık hizmeti alabilir (Seri VI, No:4 Md.23).

Yatırım ortaklığının mali tablo ve raporlarına ilişkin olarak, muhasebe standartları ve bağımsız denetlemeye yönelik Kurul düzenlemelerine uyulması zorunludur (Seri VI, No:4 Tebliğ Md.24).

Hisse senetleri, Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemeleri ile belirlenen ve kayda alma sırasında onaylanarak verilen örneğe uygun biçimde bastırılır. Yatırım ortaklığınca ihraç edilen hisse senetleri kuruluştaki

---

<sup>33</sup> Seri: VI, No: 4 Tebliğ, md. 19.

<sup>34</sup> A.e., md.20.



yatırım ortaklığının tescil edildiği hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır. Sermaye artırımını suretiyle yeni hisse senedi ihraçlarında ise, ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır. Yatırım ortaklıklarının nakdi sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içinde, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır. Aynı esaslar yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri için de geçerlidir. Bu hususun izahname ve sirkülerlerde ortaklara ve tasarruf sahiplerine belirtilmesi zorunludur.

Şirketin kârı; portföyündeki menkul kıymetlerin alım satımından oluşan kâr, değer artışından kaynaklanan gelir ile faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman, değer azalışından kaynaklanan giderler ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır (Seri: VI, No:5 Ek Tebliğ Md.25)<sup>35</sup>. Dönem içinde tahsil edilen veya tahsil edilebilir hale gelen gelirler, gerçekleşmiş gelirlerdir. Portföydeki menkul kıymetlerin dönem sonu piyasa değerlerine göre meydana gelen değer artışları tahakkuk etmiş gelir sayılmaz. Değer artış kazancının gerçekleşmesi için, bunların mutlaka satılıp kârın oluşması gerekir. Kısacası dönem sonunda satılmayıp portföyde duran menkul kıymetlerin envanter değeri satın alma değeri olmaktadır<sup>36</sup>. Yatırım ortaklıklarının kâr dağıtımlarında Kanun'un 15'inci maddesi ve Kurul tebliğlerine uymaları zorunludur. Kâr dağıtımında kistelyevm esası uygulanmaksızın mevcut payların tamamı eşit şekilde kâr payından yararlanır.

Yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin halka arzı, izahname, sirküler, ilan ve reklâm gibi konular da sermaye piyasası mevzuatına tabidir ( SeriVI, No.4, Tebliğ, Md.26–27 ).

<sup>35</sup> Resmi Gazete, 14.06.1996 tarih, 22666. sayı.

<sup>36</sup> Karşlı , a.g.e., s.136.

Yatırım ortaklıkları, ani kuruluş işlemlerini izleyen ilk üç ay içinde portföyünü oluşturmak ve bunu izleyen bir hafta içinde Sermaye Piyasası Kuruluna ve ortaklarına bilgi vermekle, portföyün tertip ve değerini haftalık dönemler itibariyle Kurula bildirmek, bunu ayrıca ortaklık merkez ve şubelerinde ortakların incelemesine sunmakla yükümlüdür ( Seri VI, No.4, Tebliğ, Md.28 ).

Yatırım ortaklıklarının halka açılabilmesi, halkın bu ortaklıklara güven duyması kadar, ortaklık hisse senetlerine likidite kazandırılmasına da bağlıdır. Halk, yatırım ortaklıklarından hisse senedi aldıktan sonra, dilediği veya ihtiyaç duyduğu zaman bunu elden çıkarabilmelidir. Bunun ise üç yolu vardır.

- Hisse senedini bir tanıdığı devretmek,
- Borsada veya piyasada satmak,
- Ortaklığa iade etmek.

Bu üç yoldan, hisse senetlerinin paraya çevrilebilmesinin de iki şartı vardır:

- Hisse senetlerinin hamiline yazılı olması, nama yazılı olanların da devrinin kolay olması,
- Yatırım ortaklığının kendi hisse senetlerini geri satın alabilmesi.

Kanunda hisse senetlerinin nama ya da hamiline yazılı olacağına dair bir hüküm bulunmadığından, hisse senetlerinin hamiline yazılı olmasında bir engel bulunmamaktadır.

Ticaret Hukuku sistemimize göre, bir şirketin hisse senetlerini satın alması sermaye azaltma anlamı taşır. Türk Ticaret Kanunu'nun 329'uncu maddesi bir anonim şirketin kendi hisse senetlerini temellük etmesine ve rehin almasına izin vermemektedir. Ancak kanun bu yasağa altı istisna getirmiştir. Bunlardan aracı kurumlar ile yatırım ortaklıklarını ilgilendiren en önemli istisna, "Hisse senetlerinin devir ve rehin alınması keyfiyetinin esas mukaveleye göre şirket konusuna giren

muamelelerden olmasıdır". Bir anonim şirket, faaliyet konusu itibariyle bir yatırım ortaklığı, bir aracı kurum ya da banka ise ana sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla kendi hisse senetlerini satın alabilir. Aracı kurum faaliyetlerinde bulunan ve borsaya üye olan bankalar da kendi hisse senetlerini bu hükümlere dayanarak borsada alıp satmaktadır<sup>37</sup>.

Bir anonim şirketin kendi hisse senetlerini satın alması ancak geçici olmak kaydıyla ve tekrar satılmak üzere mümkündür. "Genel kurul günü şirketin portföyünde kendi hisse senetleri varsa, bunlar genel kurulda temsil edilemez.

Yatırım ortaklıklarına kendi hisse senetlerini geri satın alma konusunda bir mecburiyet getirilmemiştir. Bunun sebebi açıktır. Ülkemiz gibi ekonomisi istikrara kavuşmamış piyasalarda, bazı ekonomik olaylar (faizlerin yükselmesi, vergilerin yeniden düzenlenmesi gibi) halkın toplu bir şekilde bir piyasadan bir başka piyasaya yönelmesine, arz talep dengesinde büyük değişmelere, dolayısıyla menkul kıymetlerin fiyatlarında büyük ve uzun süreli dalgalanmalara sebep olabilir. Menkul kıymetlerin fiyatlarının topluca düşmesi ve uzun süre düşük kalması, yatırım ortaklığının bütün paydaşlarının hisse senetlerini geri vermek için ortaklığın gişelerine toplanmalarına yol açabilir. Buna ortaklığın para yetiştirmesine imkân olmadığına göre, bir yerden sonra geri satın alma işini durdurabilmesi gerekir.

Büyük iş hacmine sahip yatırım ortaklıklarında yatırım portföyü ile diğer sebeplerle iktisap edilmiş menkul kıymetler portföyü birbirinden ayrılmıştır. Zaten yatırım ortaklığının kendi hisse senetlerini yatırım portföyüne koyması düşünülemez.

Yatırım ortaklıkları, hem fırsatları iyi değerlendirebilmek hem de kendi hisse senetlerini alıp satmak üzere belli bir fonu hazır bulundurmak zorundadırlar. Ancak bu disponibilitenin nakit para olarak ya da bankada vadesiz mevduat olarak tutulması

---

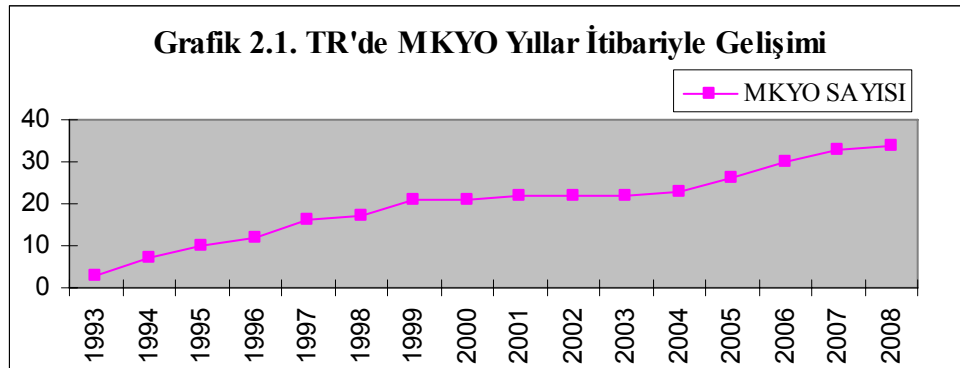
<sup>37</sup> A.e., s.93.

şart değildir. Her dönemde süratle paraya çevrilebilecek bir kıymete de bağlanabilir<sup>38</sup>.

## 2.5. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Hakkında Genel Bilgiler ve Mevcut Durum

Türkiye’de yatırım ortaklıklarının tarihsel sürecinin başlaması 1982 yılında olmuştur. Yatırım ortaklıkları sermaye piyasasında aracı kuruluşlardan biri olarak Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları adı ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Yasası içinde yer almıştır. Daha sonra yasadaki değişiklikleri içeren 3794 sayılı yasanın 32, 35 ve 36’nci maddeleri ile yatırım ortaklıkları düzenlenmiştir. Yatırım ortaklıkları’nın çalışma ilkeleri ve pay senetlerinin halka sunumuna ilişkin kurallar, 31 Temmuz 1992 tarih ve 21301 mükerrer sayısı Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği Seri: VI, No:4 ile belirlenmiştir<sup>39</sup>.

Türkiye’de Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının gelişimi 1991 yılında kurulan ve ilk yatırım ortaklığı olan Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile başlamış ve sermaye piyasasındaki gelişmelere paralel bir seyir göstermiştir. Bu gelişim aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Türkiye’de Mart 2008 tarihi itibariyle kurulmuş olan ve borsada faaliyet gösteren toplam 34 tane MKYO bulunmaktadır. Bu MKYO’ların üç tanesi B tipi

<sup>38</sup> Aytaç, a.g.e., s.269.

<sup>39</sup> Rodoplu, a.g.e., s.82-83

yatırım ortaklığı olmak üzere geriye kalan otuzbir MKYO A tipi yatırım ortaklığı şeklinde faaliyet göstermektedir.

### 2.5.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Net Aktif Değerlerine Genel Bir Bakış

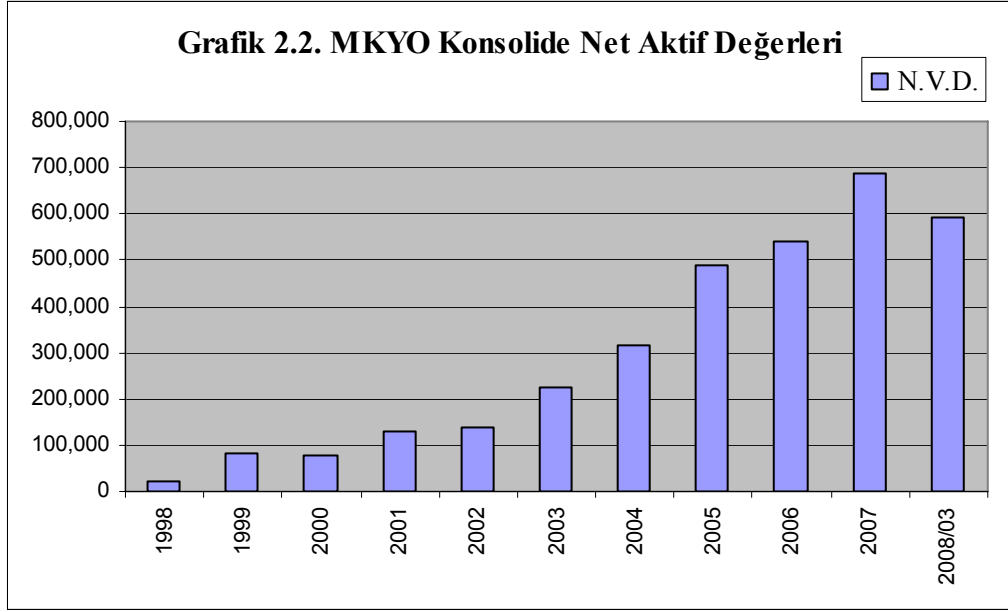
Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının net aktif değerleri yıllar itibariyle artış göstermektedir. Türk Sermaye Piyasasında yer alan tüm MKYO'nun yıllık olarak toplam net aktif değerleri sıradaki tabloda verilmiştir.

**TABLO 2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Net Aktif Değerleri**

| Yıl     | Yatırım Ortaklıkları Sayısı | Net Aktif Değerleri |
|---------|-----------------------------|---------------------|
|         |                             | Bin YTL             |
| 1998    | 17                          | 20,707              |
| 1999    | 21                          | 84,245              |
| 2000    | 21                          | 78,579              |
| 2001    | 22                          | 128,225             |
| 2002    | 22                          | 138,926             |
| 2003    | 22                          | 224,000             |
| 2004    | 23                          | 314,433             |
| 2005    | 26                          | 488,000             |
| 2006    | 30                          | 539,906             |
| 2007    | 33                          | 688,549             |
| 2008/03 | 34                          | 591,335             |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenleri, ( Çevrimiçi )  
<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, 25 Nisan 2008.

MKYO'nun toplam net aktif değerlerinin 1998 ile 2007 yılları arasındaki 30 kat arttığını görüyoruz. 2000 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık olarak % 6.7 lik bir düşüş gözlemlenmiştir. İlgili yıllar içindeki en yüksek artışlar ise 1999, 2001 ve 2003 yıllarında sırasıyla % 306, %63, %61 olarak gerçekleşmiştir. Bazı yıllarda azalarak da olsa MKYO'nun toplam net aktif değerlerinin genel artış seyrini devam ettirdiğini söylemek mümkündür. Bu seyre dolar bazında ve bazı yıllar esasında bakıldığında YTL' ye nazaran farklı bir gelişim gösterdiği görülmektedir. Sıradaki grafikte YTL bazında MKYO'nun yıllar itibariyle net aktif değerlerindeki seyir gösterilmiştir.



Şirket bazında MKYO'ların toplam portföy içindeki değerlerine bakıldığında toplam portföy içindeki payı % 29,01 olan İş Yatırım Ortaklığı ilk sırada yer almaktadır. İş Yatırım Ortaklığını %9,15 ile Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı ve % 7,59 ile Ak Yatırım Ortaklığı izlemektedir. Görüldüğü gibi kurucuları banka olan yatırım ortaklıkları toplam portföy içinde önemli bir yere sahip bulunmaktadır. MKYO'na ait net aktif değerler 31.01.2008 tarihi itibarıyla sıradaki tabloda açıklanmış ve toplam portföy içindeki payları yüzdelik oran olarak ifade edilmiştir.

**TABLO 2.2. MKYO NAD ve Toplam Portföy İçindeki Payları**

| MKYO ŞİRKETLERİ                                    | Net Aktif Değeri | Toplam Portföy Değeri |
|--|------------------|-----------------------|
| AK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                          | 44,898,636       | 7.59%                 |
| ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 33,687,655       | 5.70%                 |
| ATA YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                         | 8,258,207        | 1.40%                 |
| ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                    | 7,721,402        | 1.31%                 |
| ATLAS M.K. YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 5,767,398        | 0.98%                 |
| AVRASYA M.K. YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                | 4,715,498        | 0.80%                 |
| BAŞKENT MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.       | 4,895,478        | 0.83%                 |
| BUMERANG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                    | 5,605,561        | 0.95%                 |
| DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                       | 39,207,353       | 6.63%                 |
| ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 23,618,761       | 3.99%                 |
| EGELİ & CO YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 15,335,802       | 2.59%                 |
| EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.          | 9,746,181        | 1.65%                 |
| EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 5,067,589        | 0.86%                 |
| EVG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                         | 2,849,123        | 0.48%                 |
| FİNANS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                      | 21,735,708       | 3.68%                 |
| GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                     | 21,500,925       | 3.64%                 |
| GEDİK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                       | 6,266,583        | 1.06%                 |
| HEDEF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                       | 3,263,478        | 0.55%                 |
| İFO MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.        | 3,697,253        | 0.63%                 |
| İNFOTREND B TİPİ MENKUL KIYMETLER YAT. ORT.A.Ş.    | 5,619,836        | 0.95%                 |
| İŞ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                          | 171,539,124      | 29.01%                |
| MARBAŞ B TİPİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.               | 3,368,722        | 0.57%                 |
| MERKEZ B TİPİ MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | 2,763,338        | 0.47%                 |
| METRO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.         | 2,136,547        | 0.36%                 |
| MUSTAFA YILMAZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.              | 4,592,831        | 0.78%                 |
| OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                        | 9,316,775        | 1.58%                 |
| TACİRLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                    | 4,210,125        | 0.71%                 |
| TAÇ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                         | 10,106,390       | 1.71%                 |
| TAKSİM YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                      | 1,493,620        | 0.25%                 |
| TSKB YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                        | 19,598,561       | 3.31%                 |
| VAKIF M.K. YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 13,782,975       | 2.33%                 |
| VARLIK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                      | 8,756,903        | 1.48%                 |
| YAPI KREDİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.                  | 54,101,347       | 9.15%                 |
| YATIRIM FİNANSMAN YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.           | 12,109,626       | 2.05%                 |
| Toplam Portföy Değeri                              | 591,335,311.54   |                       |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenleri, ( Çevrimiçi )  
<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, 25 Nisan 2008.

## 2.5.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı

MKYO'nun konsolide aktif yapılarına bakıldığında önemli bir bölümünü menkul kıymetler oluşturmaktadır. Bunun nedeni MKYO'nun asıl işlevinin portföy yöneticiliği olmasından dolayı aktiflerinin önemli miktarda menkul kıymetlerden oluşmasıdır. Çünkü ilgili Tebliğ olan "Seri: VI, No: 4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 18'inci maddesinin d bendine göre MKYO' ları, faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin % 10'u ve/veya aktif toplamının % 5'inden fazla olamaz.

**TABLO 2.3. MKYO Şirketlerinin Portföy Yapıları**

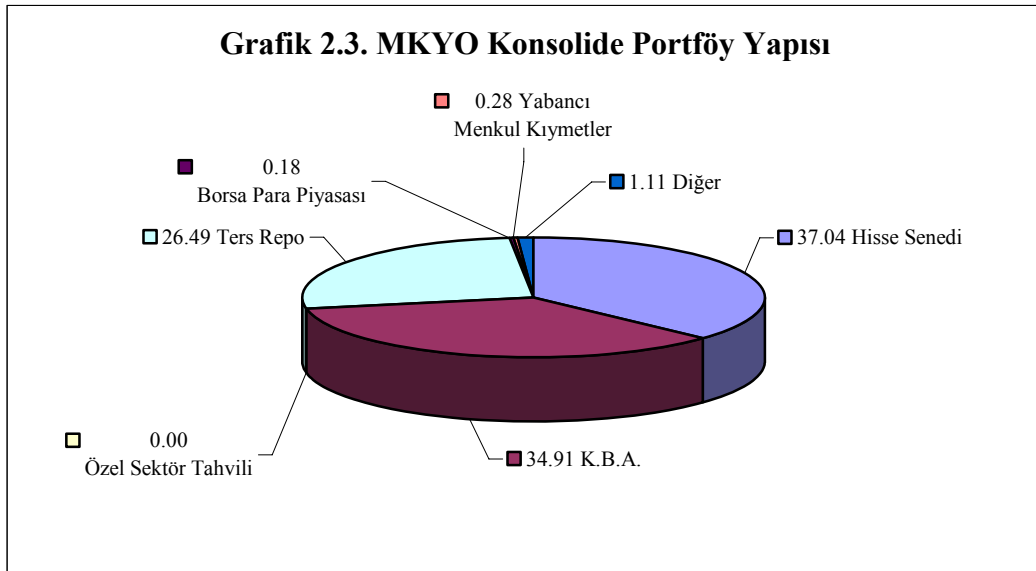
| MKYO             | Hisse Senedi | Kamu Borçlanma Araçları | Özel Sektör Tahvili | Ters Repo | Borsa Para Piyasası | Yabancı Menkul Kıymetler | Diğer |
|------------------|--------------|-------------------------|---------------------|-----------|---------------------|--------------------------|-------|
| AK               | 37.60        | 35.75                   | 0.00                | 26.65     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| ALTERNATİF       | 44.38        | 0.59                    | 0.00                | 55.02     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| ATA              | 43.46        | 0.00                    | 0.00                | 56.54     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| ATLANTİS         | 99.66        | 0.00                    | 0.00                | 0.00      | 0.34                | 0.00                     | 0.00  |
| ATLAS            | 78.52        | 14.43                   | 0.00                | 7.06      | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| AVRASYA          | 68.60        | 17.82                   | 0.00                | 13.58     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| BAŞKENT          | 38.90        | 0.00                    | 0.00                | 61.10     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| BUMERANG         | 26.05        | 0.00                    | 0.00                | 73.95     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| DENİZ            | 34.05        | 34.45                   | 0.00                | 31.50     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| ECZACIBAŞI       | 39.45        | 13.54                   | 0.00                | 47.01     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| EGELİ &CO        | 63.97        | 0.00                    | 0.00                | 35.77     | 0.25                | 0.00                     | 0.00  |
| EURO             | 19.56        | 49.05                   | 0.00                | 14.53     | 0.00                | 16.86                    | 0.00  |
| EURO TREND       | 19.17        | 51.67                   | 0.00                | 29.14     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| EVG              | 37.05        | 0.00                    | 0.00                | 62.95     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| FİNANS           | 55.04        | 0.00                    | 0.00                | 44.96     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| GARANTİ          | 28.74        | 51.03                   | 0.00                | 20.23     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| GEDİK            | 54.57        | 45.29                   | 0.00                | 0.15      | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| HEDEF            | 32.04        | 15.15                   | 0.00                | 52.81     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| İFO              | 44.69        | 0.00                    | 0.00                | 55.31     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| İNFOTREND B TİPİ | 1.49         | 8.53                    | 0.00                | 89.97     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| İŞ               | 30.05        | 53.14                   | 0.00                | 13.87     | 0.16                | 0.00                     | 2.78  |
| MARBAŞ B TİPİ    | 0.00         | 99.79                   | 0.00                | 0.21      | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| MERKEZ B TİPİ    | 2.78         | 58.45                   | 0.00                | 38.77     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| METRO            | 50.98        | 16.68                   | 0.00                | 32.33     | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |
| MUSTAFA YILMAZ   | 92.07        | 0.00                    | 0.00                | 0.00      | 7.93                | 0.00                     | 0.00  |
| OYAK             | 38.70        | 59.35                   | 0.00                | 1.95      | 0.00                | 0.00                     | 0.00  |



|                   |       |       |   |       |      |   |      |
|-------------------|-------|-------|---|-------|------|---|------|
| TACİRLER          | 28.63 | 60.03 | 0 | 11.34 | 0    | 0 | 0    |
| TAÇ               | 49.26 | 8.35  | 0 | 37.4  | 0    | 0 | 4.99 |
| TAKSİM            | 26.58 | 0     | 0 | 73.42 | 0    | 0 | 0    |
| TSKB              | 29.62 | 22.37 | 0 | 48    | 0    | 0 | 0    |
| VAKIF             | 37.04 | 42.77 | 0 | 20.19 | 0    | 0 | 0    |
| VARLIK            | 85.04 | 0     | 0 | 11.61 | 3.35 | 0 | 0    |
| YAPI KREDİ        | 27.12 | 46.41 | 0 | 26.47 | 0    | 0 | 0    |
| YATIRIM FİNANSMAN | 40.83 | 45.8  | 0 | 4.2   | 0.44 | 0 | 8.74 |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenleri, ( Çevrimiçi )  
<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, 25 Nisan 2008.

31.03.2008 tarihi itibariyle faaliyet gösteren MKYO'nun portföy yapıları, şirket bazında, yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. MKYO'nun şirket bazındaki portföy dağılımında, %35'nin kamu borçlanma araçlarından, % 32.5'nin ters repodan yine % 32.5'nin hisse senetlerinden oluştuğu görülmektedir. Bu duruma genel olarak bakmak istersek tüm yatırım ortaklıklarınının 31.03.2008 itibariyle toplam portföy yapıları içindeki alternatif yatırım araçlarındaki dağılımı aşağıdaki grafikte daha açık bir biçimde gösterebiliriz.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI İSKONTOSU

Bu bölümde menkul kıymet yatırım ortaklıklarında iskonto ve prim kavramlarına değinilmiş ve menkul kıymet yatırım ortaklarında iskonto ve primlerin hangi nedenlerden kaynaklandığı hususuna yönelik yapılan çalışmalar açıklanmıştır. Bölümün sonunda İMKB 'de işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarına dair iskonto ve prim izdüşümleri, SPK aylık bültenlerinden elde edilen veriler marifetiyle grafikler oluşturularak açıklanmaya çalışılmıştır.

#### 3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında İskonto ve Prim Kavramları

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, çıkarmış oldukları payları piyasada işlem gören ve yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, portföyler oluşturarak finansal varlıklara yatırmak için kullanan kolektif yatırım şirketleridir. Hisse senetleri halka açık olan şirketler gibi yatırım ortaklıklarının pay fiyatları da pazardaki arz ve talep doğrultusunda belirlenmektedir<sup>1</sup>. Yatırım ortaklıkları, faaliyet alanı dışında, diğer şirketlere benzemektedir. Diğer şirketler gibi hisselerini halka arz etmek yoluyla topladıkları fonları yatırımlarında kullanırlar. Fakat diğer şirketler reel anlamda yatırım yaparken; yatırım ortaklıkları ise diğer kuruluşlar tarafından çıkarılmış olan finansal varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Yatırım ortaklığı hisseleri halka arzdan sonra düzenli ikincil piyasalarda işlem görür ve ilgili hisselerin fiyatları pazarda oluşan arz ve talebe göre belirlenir<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Investment Company Institute, "A Guide to Closed-End Funds", (Çevrimiçi), <http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>, 13 Şubat 2008.

<sup>2</sup> Peter Fortune, "Mutual funds, part 1: Reshaping the American financial system", New England Economic Review, No: July/August, 1997, s.45-72.

Türkiye’de oluşum itibariyle kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının bulunduğu daha önce değinilmiştir. Kapalı sonlu yatırım ortaklıkları sabit sayıda sahiplik hakkı veya pay senedini çıkartabilmektedir. Kapalı sonlu yatırım ortaklıklarının çıkarmış oldukları bu sabit sayıdaki hisse senetleri ilk halka arzlarını takiben tamamen piyasadaki yatırımcılar arasındaki değiş tokuş işlemlerine konu olmaktadır. MKYO’ların hisse senetleri borsalarda alınıp satılır. Bu nedenle, kurulmuş bir ortaklığın hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri borsada işlem yapmaya yetkili bir aracı kuruluş vasıtasıyla ikincil piyasada bir ortaklığın hisse senedini alabilir ya da ellerindeki hisse senetlerini yine aracı kuruluşlar aracılığı ile borsada satabilirler. MKYO’nun payları ile ilgili piyasada gerçekleşen işlemler, pazarda arz ve talep tarafından belirlenen pazar fiyatları esas alınarak gerçekleştirilir. İlginç olarak piyasa fiyatları MKYO net aktif değerinin altında (iskontolu) ya da üzerinde (primli) bir değer alabilmektedir<sup>3</sup>. Portföy değerinin yanı sıra ortaklığın yönetimi veya gelecekle ilgili beklentiler hisse senetlerinin fiyatını değiştirmektedir.

Yatırım ortaklıklarını ilginç kılan ve diğer yatırım kurumlarından ayıran özelliği, yatırım ortaklıklarının iki farklı değere sahip olmalarıdır. Birincisi, hisselerin net varlık değeridir. Net varlık değeri, yatırım ortaklığının mali yükümlülüklerinin toplam varlık değerinden düşülmesiyle bulunan tutarın, ortaklığın dolaşımdaki hisse sayısına bölünmesi yoluyla elde edilmektedir<sup>4</sup>. Fakat bu değer sadece olması gereken değerdir. Piyasadaki fiyat genellikle çeşitli sebeplerden dolayı bu değerden sapmalar göstermektedir.

MKYO Net Varlık Değeri = Portföy Değeri+Hazır Değerler+Alacaklar-Borçlar  
( Toplam Değer )

Pay Başına Net Varlık Değeri = Toplam Değer / Toplam Pay Sayısı

---

<sup>3</sup> Closed-End Fund Association,inc.,“Understanding of Advantages of Closed-End Funds”, (Çevrimiçi) [http://www.closed-endfunds.com/\\_docs/content/Learn/CEFA\\_Brochure.](http://www.closed-endfunds.com/_docs/content/Learn/CEFA_Brochure.), 15 Ocak 2008.

<sup>4</sup> Investment Company Institute, **a.g.e.**, s.3.

Ortaklığın net varlık değeri, ortaklık portföyünde bulunan menkul kıymetlerin fiyatlarına bağlı olup bahsedilen menkul kıymetlerin fiyatlarındaki dalgalanmalara göre değişmektedir.

Yatırım ortaklığı hisseleri için ikinci bir değer ise yatırım ortaklığı hisselerinin pazar fiyatıdır. Yatırım ortaklıklarının hisse fiyatları da, pazardaki arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır.

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Fiyatı} \times \text{Hisse Sayısı}$$

Yatırım ortaklığının performansını belirlemede kullanılan bu iki değer, çoğu kez birbirinden farklı olmaktadır. Hisse senedi değeri ile portföy değerinin birbirinden farklı olması, “yatırım ortaklıklarında iskonto-prim” kavramlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yatırım ortaklığı hisse senedinin piyasa değeri, net varlık değerinin üzerinde ise primli; altında ise iskontolu işlem görme söz konusudur.

- $\text{PNVD} > \text{HSF}$  ise iskontolu
- $\text{PNVD} < \text{HSF}$  ise primli

PNVD : Pay Başına Net Aktif Değer

HSF : Hisse Senedi Fiyatı

MKYO payları net aktif değerleri üzerinden değil, pazardaki değişim üzerinde etkili olan rekabet koşullarının belirlediği pazar fiyatı üzerinden alınıp satılırlar. Farzedelimki; Pazar fiyatı 18YTL iken pay başına net aktif değeri 20YTL olsun. Bu durumda MKYO hissesi pay başına 2YTL iskontolu işlem görmektedir. Yüzde olarak bakıldığında ise yatırım ortaklığının iskontosu %10 olmaktadır. Şayet pazar fiyatı NAD’ın üzerinde olsaydı; NAD 21YTL olarak gerçekleşseydi bu durumda MKYO hissesi %5 primli satılıyor olacaktı<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Investment Company Institute, “A Guide to Closed-End Funds”, (Çevrimiçi), <http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>, 13 Şubat 2008.

Yatırım ortaklıklarının hisseleri piyasada işlem gördüğünden, yatırım ortaklığı hisseleri net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Bu durumda, hisselerin prim veya iskonto oranını aşağıdaki formül ile hesaplamak mümkündür<sup>6</sup>:

$$\% \text{ Prim ( İskonto ) } = \frac{\text{PNVD} - \text{HSF}}{\text{PNVD}} \times 100$$

HSF =MKYO' nun Hisse Senedi Piyasa Fiyatı

PNVD =Pay Başına Net Varlık Değeridir.

### **3.2. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosu Anomalisini Açıklamaya Çalışan Faktörler**

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu ( yatırım ortaklıkları anomalisi) pek çok sayıda akademik çalışmaya konu olmuştur. MKYO şirketlerinin faaliyet teması diğer şirketlerin hisselerine yatırım yapmak bunun karşılığında da gelir ve kâr elde etmektir. MKYO sahip oldukları varlıkları uzman eller marifetiyle sürekli izleyip en verimli düzeyde değerlendirerek hem portföy değerinin hem de hisse senedi getirisinin yüksek olmasını amaçlamaktadırlar.

MKYO iskontosunun tam anlamıyla açıklanması başta akademisyenler olmak üzere finans çevresi için finans uygulamasında en önemli anomalilerden birinin çözümleneceği anlamına gelmektedir. Ayrıca iskontonun tanımlanması, finans piyasası profesyonelleri açısından hisse senedi ile portföy varlıkları arasında arbitraj getirisi anlamına gelebilecektir.

The Closed-End Fund Discount başlıklı makalelerinde Elroy Dimson ve Carolina Minio-Paluello<sup>7</sup> MKYO'nun Net Aktif Değerine (NAD) göre iskontolarını

---

<sup>6</sup> Charles M. Lee, Andrei Shleifer ve Richard H. Thaler (1991), "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", Journal of Finance, C:46, No 1, s.75-109.

<sup>7</sup> E. Dimson and C. Minio-Paluello, "The Closed-End Fund Discount", s.1. Association for Investment Management and Research, Charlottesville, Virginia, January, 2002, s.1.

araştıran ve sonuç elde etmeye çalışan yüzden fazla deneye dayalı ve teorik çalışmayı araştırmışlardır. Bu çalışmaların önemli bir kısmı iskontoya; aracı komisyonu, NAD hesaplamasında problemler, piyasa farklılaştırılması ve vergi zamanlaması opsiyonu gibi ekonomik açıklamalar getirmekle birlikte hiç bir çalışma yeterli düzeyde bir açıklama getirememektedir. Diğer bir yaklaşımda ise yatırımcıların sınırlı rasyonelliğe sahip olduğuna, değişik sınıftaki yatırımcılar arasındaki enformasyon ve risk asimetrisinin üzerinde durulmuştur. Yine ilgili makalede iskontoyu açıklamaya çalışan halka arz arbitrajı, iskontoda ortalama-çevirme stratejileri ve MKYO'nun açık uçlu hale gelmesi esasında alım satıma ilişkin çalışmalarda ele alınmıştır.

A.B.D. Yatırım Ortaklığı hisseleri ilk halka arzda şirket kuruluş maliyetleri ve halka arz ücretleri dâhil olmak üzere net aktif değerlerinin %10'u düzeyinde primli satılırken bu oran İngiliz yatırım ortaklıklarında %5'e civarında gerçekleşmektedir. Halka arzı takiben birkaç ay sonrasında hisseler iskontolu fiyattan işlem görmekte ve ortalama bir iskonto oranı etrafında fiyat dalgalanmaktadır. Yatırım ortaklığı şirketinin tasfiyesi veya yatırım fonu haline dönüştürülmesi halinde ise hisse fiyatları yükselmekte ve iskonto ortadan kalkmaktadır<sup>8</sup>.

Yatırım ortaklıkları hisselerinin işlem görmeye başlamasıyla birlikte sonrasındaki hareketleri, yatırımcıların rasyonel davranmaları hususuna ve etkin piyasa kuramına açık bir şekilde aykırılık göstermektedir. Yatırım ortaklıkları piyasaların etkin olmadığına ve standart varlık fiyatlama modellerine aykırılığı işaret etmektedir. Kurumsal finansmanın temel ilkeleri olan Değerin Korunması Kanunu ile Modigliani-Miller<sup>\*</sup> önermelerine de istisna oluşturur<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> E. Dimson and C. Minio-Kozerski, "Closed-End Funds: A Survey", **Financial Markets, Institutions & Instruments**, Vol. 8 Number 2, 1999, s.1.

<sup>\*</sup> Modigliani-Miller Önermeleri; . MM, Önermelerinde(1958), piyasaların tam etkin olduğu, vergilerin olmadığı bir dünyada, işletmelerin yatırım ve finansman kararlarının ilintisizliğini; finansal yapının, sermaye maliyeti ve piyasa değerinden bağımsız olduğunu ifade etmektedirler.

(George P. Diacogiannis, **Financial Management a Modelling Approach Using Spreadsheets**, UK, McGraw-Hill, 1994, s.590.)

<sup>9</sup> A.e., s.2.

Bir yatırım ortaklığı hissesinin iskonto veya prim yapıp yapmayacağını ve ne tutarda iskonto veya prim yapacağını belirleyen faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerdeki değişiklikler, iskonto veya primin yeni bir seviyeye gelmesine neden olabilmektedir. Söz konusu faktörler izleyen kısımda incelenmiştir.

### **3.2.1. İskontonun Ekonomik Açıklaması ( Standart Açıklamalar)**

Yatırım ortaklığı hisse senetlerinin iskontolu veya primli işlem görmesinin bazı ekonomik nedenlerden ileri geldiği belirtilmiştir. Yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklamaya yönelik çalışmalarda yoğun olarak üzerinde durulan bu nedenler, NAD hesaplamasında problemler, temsil (aracılık) maliyetleri, yatırım ortaklığı portföyünde likit olmayan varlıkların bulunması, ayrı piyasalar ve vergi ile ilgili nedenlerdir.

#### **3.2.1.1. Temsil Maliyetleri**

Yatırım ortaklıklarının yöneticilere ödedikleri ücretlerin; aracılık komisyon ve masraflarının yüksek olması ile yönetim performansının düşük olarak değerlendirilmesi, yatırım ortaklıklarının iskonto ile işlem görmelerini açıklamakta kullanılan aracılık maliyetleri çerçevesi içerisinde bulunmaktadır.

Yönetim giderleri, yatırım ortaklıkları için çoğunlukla batık maliyetler olarak algılanmaktadır. Batık maliyetlerin de iskontoyu artırdığı ileri sürülmektedir. Bununla birlikte bazı yatırım ortaklığı yöneticileri, portföylerinde çeşitlendirme sağlama amacının ötesine geçerek ortaklık portföyünün bileşimini çok hızlı değiştirmektedirler. Başka bir deyişle yatırım ortaklıkları varlıklarının devir hızını yükseltmektedirler. Devir hızındaki bu artış, işlem giderlerini de yükselterek portföyün performansını düşürmekte ve pay sahiplerine fayda sağlamaktan çok zarar getirmektedir. Özetlemek gerekirse portföy devir hızı yüksek olan yatırım

ortaklıklarının hisseleri iskontolu işlem görmektedir<sup>10</sup>. Ancak bu görüş, ilgili çalışmalar tarafından doğrulanmamıştır.

Yönetim giderleri, genellikle yatırım ortaklıkları varlıklarının sabit bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir ve yönetim giderleri iskonto kadar fazla dalgalanmamaktadır<sup>11</sup>. Benzer biçimde, Malkiel (1977), ABD için yaptığı çalışmada, yatırım ortaklıkları iskontosu ile yönetim giderleri arasında bir ilişki belirleyememiştir. Diğer yandan daha uzun bir süreyi kapsayan çalışmalarında yönetim giderlerinin iskonto ile ilişkili olduğunu belirleyen Kumar ve Noronha; ancak yatırım ortaklıkları iskontosunun sadece yönetim giderleri ile açıklanmasının mümkün olmadığını da ifade etmişlerdir<sup>12</sup>.

Temsil maliyetleri açısından bakıldığında iskonto, aşırı yönetim komisyonlarından ve zayıf portföy yönetiminden kaynaklanmaktadır. Fakat bu yaklaşımla birlikte bazı problemler oluşmaktadır. Bu problemlerden ilki aracılık maliyetleri, dönemsel ve sektörler arası iskonto dalgalanmalarını açıklayamamaktadır. İkinci problem ise aracılık maliyetleri nedeniyle yatırım ortaklıklarının primli olarak ihraç edilememeleri gerekir. Son olarak da eğer yatırım ortaklığı halka arzdan belirli bir süre sonra iskonto ile işlem göreceksen neden rasyonel davranan yatırımcılar primli olarak halka arz edilen yatırım ortaklığı hisse senetlerini satın almaktadırlar.

Son zamanlarda yapılan çalışmalarda, net bugünkü değer modeli (temettü gelirlerinin net bugünkü değerleri ile fon masraflarını karşılaştırma) kullanılarak iskonto ile fon masraflarının ilişkili olduğu ortaya konulmuştur. Gemmill ve Thomas çalışmalarında İngiltere yatırım ortaklıkları iskontosunun sadece % 12'sini fon masraflarının açıkladığını ortaya koymuşlardır<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> Burton G. Malkiel, "The Valuation of Closed-End Investment Company Shares", **Journal of Finance**, Vol.32, 1977, s.847-859.

<sup>11</sup> Lee ve diğerleri, **a.g.e.**, s.75-109.

<sup>12</sup> Raman Kumar, Gregory M. Noronha, "A Re-Examination of The Relationship Between Closed-End Fund Discounts And Expenses", **Journal of Financial Research**, C. 15, No: 2, 1992, s.139-147.

<sup>13</sup> Gordon Gemmill, Dylan Thomas, **Sentiment, Expenses and Arbitrage in Explaining the Discount on Closed - End Funds**, City University Business School, April 2000, s.28.



Yatırım ortaklığı portföy yöneticisinin performansı, gelecekteki zayıf NAD performansının iskontoya sebep olacağını ileri sürmektedir. Chay ve Trzcinka yönetici kaynaklı masraflardan arındırılmış yönetim performansının iskontolu fonlarda primli fonlara göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Bu bulgular iskontonun piyasanın portföy yöneticisinin gelecekteki performans beklentiyle ilişkili olduğu hipotezini desteklemektedir<sup>14</sup>. Dimson ve Minio-Kozerski çalışmasında ise iskonto ile beklenen gelecek yönetim performansı arasında bağlantı olmadığını göstermiştir<sup>15</sup>.

Yatırımcılar, ortalamanın üzerinde performans sergileyen yatırım ortaklıklarının hisse senetleri için bir prim ödemeye razı olabilmektedir. Başka bir ifadeyle; yatırımcılarda, söz konusu yatırım ortaklığının geçmişte gösterdiği performansın gelecekte de sürdürüleceği yönünde bir beklenti oluşursa, iskonto veya primin, yatırım ortaklığının geçmişte gösterdiği performanstan etkilenebileceği düşünülmektedir. Ancak bu varsayımlar, Malkiel tarafından doğrulanmamıştır. Yatırım ortaklıklarının iskonto oranları ile yönetim performansları arasında bir ilişki bulunamamıştır.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> J. Chay, C. Trzcinka, Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds, **Journal of Financial Economics**, 1999, s. 379–408.

<sup>15</sup> Elroy Dimson, Carolina Minio-Kozerski, "**The Closed - End Fund Discount and Performance Persistence, Working Paper**", London Business School, 2001.

<sup>16</sup> Serkan Yılmaz Kandır, Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisi Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu ile İncelenmesi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.29, Ocak, 2006, s.29.

### **3.2.1.2. Net Aktif Değer Hesaplanmalarındaki Sorunlar**

Bu bakış açısında yatırım ortaklıklarında iskontonun reel olarak olup olmadığı araştırılmıştır. Bir takım nedenlerden dolayı NAD yanlış hesaplanmaktaysa iskontodan da söz etmek mümkün olmayacaktır.

NAD'nin yanlış hesaplanması sebepleri arasında realize edilmemiş sermaye kazançlarından kaynaklanan vergi yükümlülükleri ile yatırım ortaklığı portföyünde yer alan ve likit olmayan hisse senetleri gösterilmektedir.<sup>17</sup>

#### **3.2.1.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Portföylerinde Likit Olmayan Varlıklara Sahip Olması**

Yatırım ortaklıkları portföylerinin önemli bir kısmını belirli bir süre sonuna kadar satılamayan yani satış kısıtına tabi finansal varlıklardan oluşturmaktadır. İlgili varlıklar, yatırım amacı ile alınmakta ve belirli bir süre satılamamaktadır. Bu nedenle çok az likittirler ve pazar fiyatları, gerçek değerlerini göstermemektedir. Borsada işlem gören hisse senetleri ile aynı fiyattan değerlendirilmesi NAD'nin olması gereken rakamın üzerinde hesaplanmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar, yatırım ortaklığının net varlık değerini olduğundan farklı algılamaktadırlar. Bu tip varlıklara portföyünde yüksek oranda yer veren yatırım ortaklıklarının payları daha fazla iskontolu işlem görmektedir. Bu varsayım, Malkiel tarafından doğrulanmıştır.<sup>18</sup>

Malkiel 1969–1974 döneminde yatırım ortaklıkları iskontosu ile satış kısıtına tabi hisse senetlerine sahiplik oranı arasında önemli bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur.

Datar Ocak 1988 Aralık 1991 dönemini kapsayan çalışmasında iskonto ve primin yatırım ortaklığı portföyündeki varlıklara göre değiştiğini ortaya koymuş ve

---

<sup>17</sup> Sinan Okumuş, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında İskonto, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2004, s.21.

<sup>18</sup> Malkiel, **a.g.e.**

bu durumu likidite ile ilişkilendirmiştir<sup>19</sup>. Ancak Lee, ve diğerleri, satış kısıtına tabi hisse senetlerinin, yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklayamayacağını belirtmiştir. Portföyünde kısıtlı hisse senedi bulunmayan bazı yatırım ortaklıklarının iskontolu işlem görmesi, bu görüşlerinin temel dayanağı olmuştur<sup>20</sup>.

1970'lerde yapılan çalışmalar iskonto ile NAD'nin bu şekilde hesaplanması arasında güçlü bir ilişki olduğuna işaret eden sonuçlara ulaşılsa da daha sonra yapılan çalışmalarda likit olmayan hisse senetlerinden kaynaklanan iskontonun yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklamakta yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Ayrıca likit olmayan hisse senetleri yaklaşımı tamamı likit hisse senetlerinden oluşan yatırım ortaklıklarının hisselerinin de iskontoyla işlem görmesini açıklayamamaktadır<sup>21</sup>.

### 3.2.1.2.2. Vergi Sorumlulukları

Yatırım ortaklıkları, çok uzun zaman önce aldıkları şirket hisselerinin aşırı değer kazanmış olmasıyla büyük sermaye kazancı sağlayabilmektedirler. Bu tip yatırım ortaklıklarının hisselerini alan pay sahipleri, ortaklığın elinde bulundurduğu bu değerli hisseleri elden çıkarması durumunda çok kârlı bir konuma gelebilmekte ve büyük tutarda vergi ödemek zorunda kalabilmektedir. Bu tür bir durumla karşılaşan yatırım ortaklıklarının payları iskontolu işlem görmektedir. Fakat Malkiel yaptığı çalışmasında, yatırım ortaklıkları iskontosunun sadece yüzde altısının vergiyle ilişkilendirilebileceğini belirleyerek, bu varsayımın geçerliliğini büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır<sup>22</sup>.

A.B.D. yatırım ortaklıklarının kurumlar vergisinden muaf olabilmeleri için realize edilmiş gelirin %90'ını dağıtmaları gerekmektedir. Eğer bir yatırım ortaklığında yüksek oranda realize edilmemiş sermaye geliri bulunursa, gelecekte bu yatırım ortaklığı pay sahiplerinin sermaye kazancı vergisi yükümlülüğü altında

---

<sup>19</sup> Vinay Datar, "Impact of liquidity on premium/discounts in closed-end funds", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol.41, 2001, s. 119-135.

<sup>20</sup> Kandır, a.g.e., s.30

<sup>21</sup> Dimson ve Minio-Kozerski, "Closed-End Funds: A Survey", s.11.

<sup>22</sup> Kandır, a.g.e., s.29.

olacağını gösterir. A.B.D. yatırım ortaklıkları ortalama iskontosunun %10 civarında olduğu halde realize edilmemiş sermaye getirilerinden kaynaklanan iskantonun %6'dan daha fazla olmadığı Malkiel tarafından tespit edilmiştir<sup>23</sup>. Ayrıca İngiliz yatırım ortaklıkları sermaye kazancı dağıtamadıkları ve hisse sahipleri hisselerini satmadıkları sürece sermaye kazancı vergisi vermedikleri halde bu yatırım ortaklıkları da A.B.D. yatırım ortaklıkları gibi bir iskontoyla işlem görmektedirler. Açıklanan nedenlerle ve bu konu hakkında daha sonra yapılan çalışmalarda vergi yükümlülüklerinin yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklamadığı veya yetersiz kaldığı ortaya konulmuştur<sup>24</sup>.

### 3.2.1.3. Vergi Zamanlaması

Sermaye kazancı vergisi, kazanç gerçekleştiğinde ortaya çıkar. Hisse senedi satılmadığı takdirde üzerinde taşıdığı kazanç vergilendirilemez. Bu nedenle yatırımcının en uygun vergi zamanlaması, sermaye kazancının realize edilmesini mümkün olduğu kadar ertelemek sermaye zararlarını ise hemen realize etmektir.<sup>25</sup>

Bu konu hakkında yapılan araştırmalarda yatırım ortaklıkları iskontosunun bir ölçüde yatırım ortaklığı pay sahiplerinin çok değerli olan vergi zamanlaması avantajından yararlanamamalarından kaynaklandığını ortaya konulmuştur. A.B.D. yatırım ortaklıkları üzerine yapılan çalışmalarda vergi zamanlaması opsiyonu argümanını desteklemektedir. İngiltere'de 1985 yılında uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye kazançlarının vergilendirilme farklarının efektif olarak ortadan kaldırılmasıyla ortalama iskonto aşamalı olarak 1985 yılındaki %20 düzeyinden 1990 yılında %5'e düşmüştür. Fakat istatistikî testlerin bulunmayışı ve 1990 yılından sonra iskontoda görülen hızlı artış vergi zamanlaması hipotezinin tek başına yatırım ortaklıkları iskontosunu açıklamaya yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca yapılan bazı çalışmalarda yatırımcıların sadece %5 ile %7'sinin efektif vergi

---

<sup>23</sup> A.e., s.10.

<sup>24</sup> A.e., s.10.

<sup>25</sup> Okumuş, a.g.e., s.23.

yüklerini azaltmak için işlem yaptıklarını, yatırımcıların büyük çoğunluğunun ise hisseleri alıp tuttuklarını göstermiştir<sup>26</sup>.

#### 3.2.1.4. Ayrı Piyasalar

İskontoyu açıklama amacıyla olan bazı çalışmalar da piyasa ayrışmasının çeşitli biçimleri üzerinde durmaktadır. Yerel yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek amacıyla uluslararası piyasalarda yatırım yapmaları neticesinde yüksek maliyetleri doğurmaktadır. Gelişmekte olan piyasa fonları A.B.D. ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki piyasa ayrışmasının en büyük örnekleridir. Yabancı hisse senetlerine yatırım yapılması böylece iskonto ve primlerin açıklanmasında yardımcı olabilir. Ayrıca yerel piyasalarda kendi içlerinde yatırımcı gruplarına göre sınıflara ayrılabilirler. Örneğin kurumlarla bireysel yatırımcıların yatırım davranışları farklı olabilmektedir<sup>27</sup>.

İskontoyu açıklamakta araştırılan bir diğer konu da yatırım ortaklıklarının yatırım fonları gibi pazarlanmadığı, pazardaki yatırımcılara etkin bir biçimde ulaşılmadığı ve bu nedenlerle yatırımcılar tarafından tam olarak anlaşılmadığıdır. Yatırım ortaklıklarında kuruluşundaki düzenlemeler dolayısıyla sürekli pazarlama faaliyeti söz konusu değildir<sup>28</sup>. Buna karşın yatırım fonları devamlı olarak pazarlanabilmekte, reklâm verilmekte ve fon fiyatları günlük olarak takip edilebilmektedir.

Yatırım ortaklıkları iskontosunu ekonomik nedenlere açıklamaya çalışan ve yukarıda bahsedilen faktörlerin geçerliliği akademik çevrede oldukça tartışmalıdır. Fakat yatırım ortaklıkları iskontosunun bu tür gerekçelerle açıklanmasının yetersiz olduğu hususunda genel olarak bir görüş birliği hâkimdir. Bu durum, iskontonun kaynağının rasyonel olmayan davranışlara yöneltilmesine neden olmuştur. Bu bağlamda yatırım ortaklıklarının iskontolu olarak işlem görmesinin nedenini, safi

---

<sup>26</sup> A.e., s. 15-16.

<sup>27</sup> A.e., s.16-17

<sup>28</sup> Okumuş, a.g.e., s.24.

olarak ekonomik gerekçelerle açıklamak mümkün değildir. İskontoya yön veren büyük ölçüde yatırımcıların duyarlılığıdır.

### 3.2.2. İskontonun Davranışsal Açıklaması

Yatırım ortaklıkları iskontosu anomalisini standart ekonomik teorilerinin açıklamakta kifayetsiz kalması piyasanın rasyonelliği üzerinde şüpheler doğmasına sebep olmuştur. Buna ek olarak yatırımcıların, hisse senedine bakışlarının genelde olumlu yönde olduğu veya yabancı ülke hisseleri gibi belirli hisselerle karşı ilgisinin yoğun olduğu dönemlerde yatırım ortaklıklarının primli alınıp satıldıkları gözlemlenmektedir. Bazı ülke yatırım ortaklıkları, mensubu olduğu hisse senedi piyasasında fazla volatilité olmamasına karşın yüksek düzeyde volatilité gösterebilmektedir. Örnekleme gerekirse A.B.D.'de işlem gören bir Alman yatırım ortaklığı, 1989–1990 kışında, Berlin duvarının yıkılmasından sonra tipik olarak görülen %10 iskonto düzeyinden %100 prime geçmiştir. Bu spekülasyon büyük ölçüde duvarın yıkılmasıyla Birleşik Almanya'da ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarından kaynaklanmaktadır. 1990 yılının Nisan ayında üç yeni Alman yatırım ortaklığı işlem görmeye başlamış ve prim ortadan kalkmıştır<sup>29</sup>.

Gemmill ve Thomas; Lee, Shleifer ve Thaler (1991), Weiss (1989), Zweig (1973), tarafından yapılan çalışmalarda iskontonun bireysel yatırımcıların beklentilerini işaret ettiği ileri sürülmüştür<sup>30</sup>. Yatırımcıların beklentilerindeki değişimler iskontoda dalgalanmalara neden olmaktadır. De Long, Shleifer, Summers ve Waldman (1990) ile Lee, Shleifer ve Thaler (1991) yatırım ortaklıkları bilmecesini çözebilmek için etkin piyasalar hipotezi ile örtüşmeyen söylenti (gürültü) ticareti (noise trading) modelini geliştirmişlerdir<sup>31</sup>. Belirtilen gerekçeye göre yatırım

---

<sup>29</sup> A.e., s.19.

<sup>30</sup> Gemmill and Thomas, a.g.e., s.2–5.

<sup>31</sup> J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers ve Robert J. Waldmann, "Noise trader risk in financial markets", **Journal of Political Economy**, C: 98, No: 4, 1990, s. 703-738.

ortaklığı iskontosunu her bir fon yönetimindeki değişimlerden çok yatırımcı beklentilerindeki değişimleri aksetmektedir. Rasyonel ve irrasyonel olmak üzere iki tür yatırımcı olduğu ileri sürülmektedir. Rasyonel yatırımcı homojen beklentilere sahipken irrasyonel yatırımcı sistematik olarak tahmin hataları yapmaktadır. Söylenti ticareti riskine maruz kalabilecek varlıkların bu riske maruz kalmayan varlıklara göre beklenen getirilerinin daha yüksek olması ve bu varlıkların daha düşük fiyatlarla işlem görmesi gerekir<sup>32</sup>.

### 3.2.2.1. Yatırımcı Duyarlılığı

Geleneksel finansal varlık fiyatlandırma modellerinin en temel varsayımlarından biri, piyasa katılımcılarının hepsinin rasyonel davrandığı yönündedir. Fakat finansal piyasalarda işlem yapan tüm yatırımcıların rasyonel olmadığı ve duygusal kararlar alabildiği yönündeki bulgular, davranışsal finans alanında yapılan çalışmalarla, son yıllarda hızla artmıştır.

Yatırımcı duyarlılığı kavramı ile bazı yatırımcıların sahip olduğu ve rasyonel olarak tanımlanamayacak olan inançlar betimlenmektedir. Yatırımcı duyarlılığı spekülasyona olan meyil şeklinde de tanımlanabilmektedir. Bu tanıma göre duyarlılık, spekülatif yatırımlar için olan göreceli talebe neden olur ve hisse senetlerinin anlık fiyatlarını etkiler<sup>33</sup>. Yatırımcı duyarlılığı, hisse senetleri için fazla iyimserlik veya fazla kötümserlik olarak da ifade edilebilir. Bu ifadede de söz konusu iyimserlik veya kötümserlik, fiyat ve getirileri olması gereken değerden uzaklaştıracak şekilde gerçekleşir.

Piyasalarda rasyonel değerlendirmeler sonucu işlem yapan yatırımcılar olacağı gibi, bilgi noksanlığı nedeniyle tam olarak doğru karar veremeyecek veya sahip olduğu bilgileri doğru yorumlayamayacak ve bu nedenle klasik finans teorisine

---

<sup>32</sup> Dimson ve Minio-Kozerski, **a.g.e.**, s.20.

<sup>33</sup> Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, "Investor Sentiment and The Crosssection of Stock Returns", **NBER Working Paper Series**, 2004, S. 10449, No: W10449, s.5.

aykırı hareket edecek yatırımcılar da olacaktır. Bunun yanında, doğru bilgiye ve yorumlama yeteneğine sahip olsa dahi psikolojik nedenlerle, sahip olduğu bilgileri kullanmak yerine piyasadaki diğer katılımcıların yaptığı seçimleri tekrar eden, yani sürüyü izleyen birçok yatırımcı da piyasalara dâhil olacaktır.

Menkul kıymetlere ait yatırımcı taleplerindeki değişikliklerin bir kısmı tamamen rasyoneldir. Talepteki bu rasyonel değişimler, kamuyla paylaşılan bilgilere gösterilen tepkiyi ifade etmektedir. Fakat talepte meydana gelen değişimlerin tümü rasyonel olarak gerçekleşmeyebilmektedir. Yatırımcıların beklentileri ve duyarlılıkları, talepteki değişimlerin üzerinde etkili olabilmektedir. Bahsi geçen değişiklikler, doğru olmayan ve rasyonel bir yatırım ortamında dikkate alınmayacak olan işaretlere karşı yatırımcının tepkisi şeklinde oluşmaktadır. Doğru olmayan bu işaret ve yönlendirmeler, finans literatüründe "söylenti veya gürültü" olarak adlandırılmakta; söylentiye dayalı olarak işlem yapanlar ise " söylenti tacirleri " olarak nitelendirilmektedir. Söylenti tacirleri, geleceğe yönelik beklentileri, duyarlılıklarının etkisi altında olan yatırımcılardır<sup>34</sup>. Piyasa hakkında önemli bilgilere sahip olmayan, herhangi bir duyum karşısında irrasyonel tepkiler vererek hareket eden söylenti tacirleri, yeni ulaştıkları bilgilere aşırı tepkiler verebildikleri gibi alım ya da satım yoluyla piyasada büyük çaplı dalgalanmalara da sebep olabilmektedirler<sup>35</sup>.

Finansal literatürüne ilk kez Black tarafından sunulan finansal piyasalarda "söylenti" kavramı günümüzde etkisi ve gerekliliği kabul edilen bir olgu haline gelmiştir. Black makalesinde söylenti kavramını "bilginin karşıtı" olarak kullanmıştır. Buna göre bir portföyün veya hisse senedinin getirisinin tahmin edilememesi söylentilerden kaynaklanmaktadır<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Andrei Shleifer ve Lawrence H. Summers (1990), "The noise trader approach to finance", **Journal of Economic Perspectives**, C:4, No: 2, s.19-33.

<sup>35</sup> Mathias Binswanger, **Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth: New Dimensions in The Co-evolution of Real and Financial Markets**, Northampton, Edward Elgar Publishing Inc., 1999, s.146.

<sup>36</sup> Fischer Black, "Noise", **Journal of Finance**, C. 41, 1986, No : 3, s.529-543.



Black tarafından ortaya konulan “söylenti ticareti” kavramı, De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline getirilmiştir. DSSW modelinin temel düşüncesi; rasyonel olmayan yatırımcıların fikirlerinin tahmin edilemezliğinin yatırım yaptıkları menkul kıymetler üzerinde bir risk oluşturduğu yönündedir. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri.

Rasyonel yatırımcılar menkul kıymet getirilerine ilişkin mantıklı beklentilere sahiptir. Söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri ise rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır. Söylenti tacirleri duyarlılıklarına bağlı olarak beklenen getirileri bazı dönemlerde yüksek tahmin ederken; bazı dönemlerde de düşük tahmin etmektedirler. Söylenti tacirlerinin duyarlılıklarının rastsal olması ve bu duyarlılığın tahmin edilemez oluşu, rasyonel yatırımcıların onların düşüncelerini tahmin edebilmesini zorlaştırmakta ve rasyonel yatırımcıların alım satım yaptığı menkul kıymetler üzerinde fazladan bir risk kaynağı oluşturmaktadır. Söylenti ticareti hisse senedinden veya hisse senedi portföyünden beklenen getirinin tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır. Rasyonel arbitrajcılar veya rasyonel yatırımcılar, aynı risk düzeyinde farklı fiyatlanmış varlıkların tespit edilmesi durumunda arbitraj sürecini başlatarak fiyatların olması gereken düzeyde kalmasını sağlarken, gürültüye dayalı işlem yapanlar ise varlık fiyatları ile ilgili olarak sistematik bir biçimde hatalı değerlendirmeler yaparak fiyatların temel değerden uzaklaşmasına neden olmaktadır<sup>37</sup>. Söylentilerin yayılması ile birlikte olması gereken düzeyden uzaklaşan fiyatlar, doğru bilgi sahibi yatırımcıların alacakları pozisyonlar ile gerçek değerine yavaş yavaş geri dönmeye başlayacaktır. Bununla birlikte son dönemde yapılan çalışmalarla söylenti tacirlerinin hisse senedi gibi riskli piyasalara likidite sağlama konusunda faydasının olacağı kabul edilmiştir<sup>38</sup>. Piyasadaki söylenti tacirlerinin sayısı ne kadar çoksa piyasa o

---

<sup>37</sup> Erdiñ Altay, “Fiyat Köpüğü Olgusunun İMKB’de Test Edilmesi”, **Finans Bilim Platformu**, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, 1-4 Kasım 2006, İzmir, <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/FIYATKOPUGU.pdf>, (Çevrimiçi), 15 Ocak 2006.

<sup>38</sup> Gregory W. Brown, “Volatility, Sentiment and Noise Traders”, **Investment Management and Research Journal**, March/April, 1999, s. 82–90.

kadar likit olacaktır. Söylenti finansal piyasalarda işlem hacmini artırırken piyasaları mükemmellikten de uzaklaştırmaktadır<sup>39</sup>.

Rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri kendi inançlarına göre piyasalarda işlem yapmaktadırlar. Tüm varlıklar riskli olduğundan ve yatırımcılar riskten kaçındığından, denge fiyatı hem rasyonel yatırımcıların hem de söylenti tacirlerinin tahminlerini yansıtmaktadır. Yani fiyatlar hem rasyonel yatırımcının dayandığı bilgiyi, hem de gürültüyü yansıtmaktadır.

DSSW geliştirdikleri modelin uygulamasını yatırım ortaklıkları üzerinde yapmışlardır. Buna göre söylenti tacirlerinin gelecekteki getirilere ilişkin beklentileri, tahmin edilemeyen değişikliklere neden olmaktadır. Bazı dönemlerde söylenti tacirleri menkul kıymet getirilerine ilişkin iyi beklentilere sahip olmakta ve böylece söz konusu menkul kıymetlerin fiyatları gerçek değerlerine göre daha yüksek bir seviyeye ulaşmaktadır<sup>40</sup>.

DSSW ve sonrasında yatırımcı duyarlılığı konusunda en çok ilgi çeken çalışmalar kapalı uçlu yatırım fonlarının iskontoları hakkında yapılan çalışmalardır. Bunun sebebi bu fonların değerlemesinin çok kolay yapılabilmesi ve fiyatının ne olması gerektiği hakkında daha net fikirlerin ortaya konulabilmesidir. Bu kolaylık sayesinde, olması gereken değer ile fonların piyasadaki hisse senedi fiyatı arasındaki farklarda görülen hareketler yorumlanabilmektedir. Yatırımcı duyarlılığı teorisine göre yatırımcı duyarlılığındaki dalgalanmalar kapalı uçlu yatırım fonlarının iskontolarında da dalgalanmalara sebep olmaktadır. Türkiye’ de kapalı uçlu yatırım fonlarının örneği MKYO’dur. Her menkul kıymet için gerçek değer gözlenmesi kolay olmamaktadır. Ancak yatırım ortaklıkları için söylenti tacirlerinin iyimserliği, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskontolu işlem görmesine neden olmaktadır. Söylenti tacirlerinin kötümser olduğu dönemlerde ise

---

<sup>39</sup> Fischer , **A.g.e.**, s.529-543.

<sup>40</sup> Yılmaz Kandır, Türkiye’de Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi, Doktora Tezi, Adana, 2006, s.28.

menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir.

Söylenti ticareti kavramı ve yatırımcı duyarlılığı teorisinin geliştirilmesinden sonra çok sayıda uygulamalı çalışma, yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosu ile ilişkisini irdelemiştir.

### 3.2.2.1.1. Aşırı ve Düşük Reaksiyon

Yapılan araştırmalar, hisse senedi fiyatlarının şirketlerle ilgili haberlere ve açıklamalara her zaman hızlı bir şekilde cevap veremediğini ve yatırımcılar ile piyasa uzmanlarının bu açıklamalara aşırı tepki verebildiğini ortaya koymuştur. Yatırımcılar, firmalara ilişkin açıklamalara düşük veya aşırı reaksiyon gösterebilmektedir<sup>41</sup>.

De Bondt ve Thaler yatırımcıların bazı haberlere aşırı reaksiyon gösterdiğini ortaya koyan ilk uygulamaya yönelik çalışmayı gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucu, haklarında uzun süre iyi haberler ve bilgiler yayılan menkul kıymetlerin aşırı değerlendirildiğini göstermiştir<sup>42</sup>. Yatırımcıların, yatırım kararları üzerinde, en son gelen bilgilerin daha etkili olduğu görülürken temel oran bilgilerinin etkileri daha azdır. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerlerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden kaynaklandığı kabul edilmektedir<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Jeffery S. Abarbanell ve Victor L. Bernard, "Tests of analysis' overreaction / underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior", **Journal of Finance**, c.47, S.3., 1992, s.1181-1207.

<sup>42</sup> Werner F. M. De Bondt ve Richard Thaler, "Does the stock market overreact?", **Journal of Finance**, c.40., S.3., 1985, s.793-805.

<sup>43</sup> Kandır, **a.g.e.**, s.29.

Bir hisse senedi için yanlış fiyatlama; yatırımcıların kendilerine çok fazla güvenmesi, olaylara aşırı reaksiyon göstermesi veya gereken tepkiyi vermemesi ve piyasadaki katılımcılar arasında bir uyumun olmadığı durumlarda gerçekleşebilir. Rasyonel yatırımcılar söylenti tacirlerinin iyimser olduğu durumlarda kârlar elde edebilirler ve daha sonra bu durum büyük bir ihtimalle fiyatta bir düzeltme ile sonuçlanır<sup>44</sup>.

Düşük reaksiyonun, psikolojik nedeninin "tutuculuk" olduğu belirtilmektedir. Tutuculuk, bireylerin yeni gelişmelere karşı inançlarını değiştirmekte yavaş kalmalarını veya sahip oldukları görüşü sürdürmelerini ifade etmektedir. Yatırım kararlarında tutucu olan bireyler, şirketlerin kamuya yaptıkları açıklamaları tamamen değerlendirme eğiliminde değildirler. Bunun nedeni, yatırımcıların, açıklanan rakamların geçici faktörleri de kapsadığını ve önceki tahminlere bağlı kalmanın daha doğru olduğuna yönelik inançlarıdır. Tutucu yatırımcılar, şirketlerin açıklamalarını kısmen yanıtlamakta ve değerlendirmelerini kısmen değiştirmektedirler<sup>45</sup>.

### **3.2.2.1.2. Yatırımcı Duyarlılığını Sorgulayan ve Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisini İnceleyen Çalışmalar**

Burada kısaca bahsedilecek olan çalışmalar; yatırım ortaklıkları iskontosu üzerinden yatırımcı duyarlılığını sorgulayan çalışmalar ile yatırımcı duyarlılığının, yatırım ortaklıkları iskontosu marifetiyle, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalardır.

---

<sup>44</sup> Can Beker, Yatırımcı Duyarlılığı: İMKB’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, 2006, s.9.

<sup>45</sup> Nicholas Barberis, Andrei Shleifer ve Robert Vishny , “A model of investor sentiment”, **Journal of Financial Economics**, c.49, Barberis, s.307-343.

Söylenti ticareti teorisinin finans literatürüne girmesinin ardından, yatırımcı duyarlılığının finansal piyasalar üzerindeki etkisi esas olmak kaydıyla hisse senedi getirileri ile ilişkisi de oldukça ilgi çeken bir konu haline gelmiştir. Yatırımcı duyarlılığının finansal piyasalarda fiyatlanması gereken bir sistematik risk unsuru olup olmadığı ve yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini nasıl ve ne ölçüde etkilediği araştırmaların temelini oluşturmaktadır. Ancak yatırımcı duyarlılığının doğrudan gözlenmesi pek muhtemel değildir. Bundan dolayı ilgili çalışmalarda yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak çok sayıda farklı değişken kullanılmıştır.

Lee, Shleifer ve Thaler'in 1991 tarihli "Yatırımcı Duyarlılığı ve Kapalı Uçlu Yatırım Fonu Bilmecesi" adlı çalışması, yatırım ortaklıkları iskontosu ile yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi açık bir biçimde ortaya koyarak yatırımcı duyarlılığı teorisi üzerine yapılan öncü bir çalışma olmuştur. Makale; kapalı uçlu yatırım fonlarında görülen iskontolardaki dalgalanmaların bireysel yatırımcıların duyarlılıkları ile ilgisini araştırmaktadır. Bu teoriye göre yatırımcılar, getiriler hakkında kötümser olduğunda iskontolar yüksek, iyimser olduklarında ise iskontolar düşüktür. Ayrıca çalışmada, küçük şirketlerin hisse senetlerindeki hareketlerin de kapalı uçlu yatırım fonlarındaki yatırımcı duyarlılığıyla paralel olduğu iddia edilmektedir. Bunun yanı sıra makaledeki bir diğer nokta iskontolar azaldığı zaman yeni fonların ortaya çıkacağıdır. Çalışmadaki testlerin sonuçları bu görüşleri doğrular niteliktedir. Çalışmada 1960–1987 yılları içerisinde kesintisiz olarak faaliyet gösteren 20 yatırım ortaklığına ait veriler kullanılmıştır. Çalışmanın ilk aşamasında, tüm yatırım ortaklıklarını temsil edecek biçimde düzenlenen bir ağırlıklı iskonto endeksi\* oluşturulmuştur. Ağırlıklı iskonto endeksindeki aylık değişimler hesaplanmış ve analizlerde ağırlıklı iskonto endeksindeki değişimler kullanılmıştır. Endeksteeki aylık değişimler ise her ayın endeks değeri ile bir önceki ayın endeks değeri arasındaki farkın hesaplanmasıyla elde edilmiştir. Yatırım ortaklıklarının iskontoları yatırımcı duyarlılığına uygun olarak birbirleriyle yüksek ölçüde (0.497) ilişkili bulunmuştur. Daha sonra hisse senetleri, şirket büyüklüklerine göre

---

\* Bu tez çalışmasının uygulama kısmında ağırlıklı ortalama iskonto endeksi ilgili literatüre bağlı kalmak koşuluyla kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama iskonto endeksinin hesaplanması uygulama kısmında ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

sıralanarak on portföye ayrılmışlardır. Her portföyün içeriği yıllık olarak belirlenmiş ve sabit tutulmuştur. Yatırımcı duyarlılığı teorisine uygun olarak iskonto endeksi ile küçük şirketlerin hisse senedi getirileri arasında yüksek düzeyde bir ilişki belirlenirken, iskonto endeksinin büyük şirketlerin hisse senedi getirileri ile uyumlu hareket etmediği gözlenmiştir<sup>46</sup>.

Chen, Kan ve Miller'ın "Kapalı Uçlu Yatırım Fonlarındaki İskontolar Bir Duyarlılık Endeksi mi?" adlı, 1993 yılında yaptıkları çalışmada Lee ve diğerlerinin (1991) makalesini eleştirmekle birlikte makalede yer alan uygulamanın her koşulda doğru ve geçerli olamayacağını öne sürmektedirler<sup>47</sup>.

Bodurtha ve diğerleri yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak ABD'de faaliyet gösteren ve belirli ülkelere yatırım yapan yatırım ortaklıklarının (ülke fonları) iskontosu kullanılmıştır. Ocak 1986-Aralık 1990 tarihleri arasındaki 261 haftalık dönemde faaliyet gösteren 33 ülke fonu araştırma kapsamına alınmıştır. Yerel prim endeksi oluşturmak amacıyla bazı yerel yatırım ortaklarının hisse senedi fiyatları ve net varlık değerleri de çalışmaya dâhil edilmiştir. Uygulama kısmının ilk aşamasını birincisi yerel yatırım ortaklıkları için ve ikincisi de ülke fonları için olmak üzere iki farklı iskonto/prim endeksindeki değişikliklerin hesaplanması oluşturmuştur. Çalışmada, hisse senetleri şirket büyüklüklerine göre sıralanmış ve küçükten büyüğe doğru portföylere dâhil edilmişlerdir. Korelasyon testlerinin sonuçlarına göre, ülke fonlarının iskontoları birlikte hareket eğilimi göstermiştir. Ancak ülke fonlarının iskontoları ile yerel yatırım ortaklıklarının iskonto/primleri arasında önemli bir ilişki belirlenememiştir. Diğer yandan, sonuçlar gerek yerel yatırım ortaklıklarının ve gerekse ülke fonlarının iskontolarının, oluşturulan portföylerin getirileri ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, her iki tip yatırım ortaklığının primleri arttıkça küçük şirketlerin hisse senetleri daha fazla getiri sağlamış; tersine yatırım ortaklıklarının primleri azaldıkça, küçük şirketlerin hisse senetleri daha az getiri

---

<sup>46</sup> Lee ve diğerleri, **A.g.e.**, s.75-109.

<sup>47</sup> Nai Fu, Chen; Raymond, Kan ve Merton H. Miller, "Are the discounts on closed-end funds a sentiment index?", **Journal of Finance**, c.48, 1993, S.2., s.795-800.

sağlamıştır. Uygulama bölümünün ikinci aşamasında regresyon analizleri yapılmıştır. Regresyon analizlerinde, şirketlerin büyüklüklerine ve kurumsal yatırımcı oranlarına göre oluşturulmuş olan 30 adet portföyün getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak ise, ABD hisse senedi piyasası getirisi, ülke fonları endeksinde değişim ve yerel yatırım ortaklıkları endeksinde değişim alınmıştır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, küçük firmaların hisse senetleri yatırımcı duyarlılığından daha fazla etkilenmiştir<sup>48</sup>.

Noronha ve Rubin'in "Kapalı Uçlu Yatırım Fonları: Temsil Maliyeti, Yatırımcı Duyarlılığı ve Portföy İçeriği" adlı 1995 tarihli çalışmaları Lee ve diğerlerinin (1991) çalışmasını destekleyici nitelikte bulgular içermektedir<sup>49</sup>.

Leonard ve Shull yatırımcı duyarlılığının NYSE hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisini incelemiştirlerdir. Çalışmada yatırımcı duyarlılığının temsilcisi olarak 38 yatırım ortaklığının ortalama iskonto (primi)'su kullanılmıştır. Hisse senetleri, şirketlerin büyüklüklerine göre sıralanarak on ayrı portföye ayrılmıştır. Araştırma dönemi iki alt döneme ayrılarak, çalışma sonuçlarının zaman içinde tutarlılığı incelenmiştir. Yatırım ortaklıkları iskontosu ile şirket büyüklüğüne göre oluşturulan portföylerin getirileri arasında regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Sonuçlar, araştırma döneminin tümünde yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Ancak analizler alt dönemler için uygulandığında, ikinci alt dönemde yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri ile birlikte hareket etmediği gözlenmiştir<sup>50</sup>.

Elton, Gruber ve Buse 1998 tarihli "Yatırımcılar Duyarlılık Hakkında Endişe Eder mi?" adlı çalışmalarında; yatırımcı duyarlılığının beklenen getiriler üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Sonuç olarak çalışmalarında kullandıkları, kapalı uçlu

---

<sup>48</sup> James N. Bodurtha, Dong-Soon Kim ve Charles M. C. Lee , "Closed-end country funds and U. S. Market sentiment", **Review of Financial Studies**, C:8, 1993, No:3, s.879–918.

<sup>49</sup> Gregory M. Noronha, Bruce L. Rubin, "Closed End Discounts: Agency Costs, Investor Sentiment and Portfolio **Journal of Economics and Finance**, C. 19, 1995, S. 2, s.29–44.

<sup>50</sup> David C. Leonard, David M. Shull , "Investor sentiment and the closed-end fund evidence: impact of the january effect", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, c.36., 1996, S.1., s.117–126.

yatırım fonlarında oluşturdukları duyarlılık endeksinin çok anlamlı olmadığını gözlemlemişlerdir<sup>51</sup>.

Neal ve Wheatley (1998), çalışmalarında yatırım ortaklıkları iskontosuna ek olarak yaygın olarak yatırımcı duyarlılığını temsil ettiği kabul edilen iki faktör daha kullanmışlardır. Bu faktörler, lot altı satışların lot altı alışlara oranı ve yatırım fonlarının pay geri alma tutarıdır. Neal ve Wheatley 1933–1993 yılları arasında, sözü edilen üç değişkenin hisse senedi getirilerini tahmin etme kabiliyetini incelemişlerdir. Daha önce yapılan çalışmalarda olduğu gibi araştırma kapsamındaki hisse senetleri şirket büyüklüğüne göre sıralanarak on ayrı portföye ayrılmıştır. Çalışmada regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Regresyon analizleri, yatırım ortaklıkları iskontosu ve yatırım fonlarının pay geri alma tutarının küçük şirketlerin hisse senedi getirilerini tahmin edebildiğini göstermiştir. Ancak, bu iki ölçütün büyük şirketlerin hisse senedi getirilerini tahmin etmede yararlı olmadıkları belirlenmiştir. Lot altı satışların, lot altı alışlara oranı ise hisse senedi getirilerini tahminde etkili olamamıştır<sup>52</sup>.

Brown "Volatilite, Duyarlılık ve Gürültü Yatırımcılar adlı makalesinde, irrasyonel yatırımcıların gürültü niteliğindeki bir enformasyona ortak bir şekilde yönelmesi sonucunda sistematik risk yaratabilecekleri fikrini irdelemektedir. Brown'a göre yatırımcı duyarlılığında meydana gelebilecek bir artış kapalı uçlu yatırım fonlarında büyük bir volatilite yaratabilecektir. Makaledeki deneyler bu konuda güçlü kanıtlar sunmuştur<sup>53</sup>.

Gemmill ve Thomas yatırım ortaklıkları iskontosu ile yatırımcı duyarlılığı arasında ilişki olup olmadığını incelemişlerdir. Aralık 1991 - Mayıs 1998 dönemini kapsayan çalışmada, İngiltere'de faaliyet gösteren 158 yatırım ortaklığına ait veriler kullanılarak, söz konusu ilişki çok değişkenli çapraz-kesit regresyon analizi ile

---

<sup>51</sup> Edwin J. Elton, Martin J. Gruber ve Jeffrey A. Busse , "Do investors care about sentiment?", **Journal of Business**, c.71., 1998, S.4. ss.477-500.

<sup>52</sup> Robert Neal, Simon M. Wheatley, "Do measures of investor sentiment predict returns?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, c.33, 1998, S.4, s.523-547.

<sup>53</sup> Gregory W. Brown, **a.g.e.**, s. 82-90.



değerlendirilmiştir. Regresyon analizinde, yatırım ortaklıkları iskontosu açıklanan değişken olarak kullanılmıştır. Diğer yandan, her bir yatırım ortaklığının gider oranı, ağırlıklı ortalama iskontoya duyarlılığı, yaşı, kâr payı getirisi, şirket büyüklüğü ve ikincil bir regresyon denkleminden (her bir yatırım ortaklığının net varlık değeri getirileri ile piyasa endeksi arasında yapılan regresyon analizinden alınan hata terimleri) alınan hata terimi ise açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca, iskonto düzeyi ile yatırım ortaklığına giren veya çıkan fon tutarı arasında eş-bütünleme testleri de yapılmıştır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, tüm değişkenler istatistiksel bakımdan anlamlı bulunmuştur. Ancak ağırlıklı ortalama iskontoya duyarlılığı daha fazla olan yatırım ortaklıklarının iskontosu daha düşük olmuştur. Bu sonuç Lee, Shleifer ve Thaler (1991) tarafından elde edilen sonuçtan farklıdır. Genel olarak küçük, kâr payı getirisi düşük ve gider oranı yüksek olan yatırım ortaklıklarında iskontonun daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Eş-bütünleme analizinin sonucu ise yatırım ortaklıklarına giren ve çıkan fonların iskontoyla ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu sonuç, yatırımcı duyarlılığının, yatırım ortaklıkları iskontosunun oluşumunda etkili olduğunu göstermektedir<sup>54</sup>.

Burch, Emery ve Fuerst'in 2003 yılında yayımladıkları " 9/11, Bize Kapalı Uçlu Yatırım Fonları İskontoları ve Yatırımcı Duyarlılığı Hakkında Ne Anlatılabilir?" adlı makalelerinde kapalı uçlu yatırım fonları iskontoları ve yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi, A.B.D.'de meydana gelen terör saldırıları sonrasında piyasaların tepkisi ışığında incelemiştir. 11 Eylül öncesi ve sonrasında 391 yatırım ortaklığının haftalık iskontosunu inceleyerek söz konusu olayların yatırım ortaklıkları iskontosunda önemli bir değişime neden olduğunu belirlemişlerdir. Olaylar öncesindeki son kapanışta, yatırım ortaklıklarının ortalama iskontosu %-3.3 olmuş, olayları izleyen ilk kapanışta ise ortalama iskonto %-7.7 olarak gerçekleşmiştir. İzleyen haftalarda ise ekonomik beklentilerin düzelmesiyle iskonto oranı azalarak olaylar öncesi seviyesine yaklaşmıştır. İskonto oranının 11 Eylül olayları ile eş anlı olarak yükselmesi ve piyasaların istikrar kazanmasıyla eş anlı olarak azalıp olaylar

---

<sup>54</sup> Gordon Gemmill, Dylan C. Thomas , "Noise Trading, costly arbitrage. And asset prices: Evidence from closed-end funds", **Journal of Finance**, c.57, 2002, S.6. s.2571–2594.

öncesi seviyesini yakalaması, yatırımcı duyarlılığının yatırım ortaklıkları iskontosunun oluşumunda etkili olduğu biçiminde yorumlanmıştır<sup>55</sup>.

Brown ve Cliff (2004) yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, yatırımcı duyarlılığını temsil etmek için aralarında yatırım ortaklıkları iskontosunun da bulunduğu bir dizi değişken kullanmışlardır. Veriler, aylık ve haftalık olarak derlenmiştir. Aylık veriler, 406 gözlemden; haftalık veriler ise 596 gözlemden oluşmuştur. Temel bütünleşik analiz, regresyon analizi ve vektör otoregresif modelden yararlanılan çalışmada, yatırımcı duyarlılığı temsilcilerinin gerek birbirleriyle gerekse hisse senedi getirileriyle ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna ek olarak yatırımcı duyarlılığı ölçütlerinin, küçük şirketlerin yanı sıra büyük şirket getirileriyle de ilişkili olduğu belirlenmiştir<sup>56</sup>.

Baker ve Wurgler çalışmalarında, yatırımcı duyarlılığını temsil eden altı değişken kullanmışlardır. Bunlar, yatırım ortaklıklarının ortalama iskontosu, hisse senetlerinin ortalama işlem görme oranı, ilk halka arzların sayısı, ilk halka arzların ilk günde sağladıkları getiri, yeni menkul kıymet ihraçları içerisinde hisse senedi ihraçlarının payı, kâr payı primidir. Analizler hisse senedi portföyleri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Portföylerin oluşturulmasında şirketlere ilişkin birtakım özelliklerden yararlanılmıştır. Yatırımcı duyarlılığı temsilcisi değişkenlerin konjonktür dalgalanmalarından etkilenmesini önlemek amacıyla bazı makroekonomik değişkenler de analize dahil edilmiştir. Çalışmada ilk önce, altı temsilci değişken ve bunların birer dönem gecikmeli değerlerinden bir yatırımcı duyarlılığı endeksi oluşturulmuş sonra hisse senedi getirileri ile yatırımcı duyarlılığı endeksi arasında regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, hisse senedi getirilerinin, yatırımcıların duyarlılığından etkilendiğini göstermiştir<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Timothy R. Burch, Douglas R. Emery ve Michael E. Fuerst, “What can “Nine-Eleven” tell us about closed-end fund discounts and investor sentiment”, **Financial Review**, c.38, 2003, s.515–529.

<sup>56</sup> Gregory W. Brown, Michael T. Cliff , “Investor sentiment and the near-term stock market”, **Journal of Empirical Finance**, c.11, 2004, s.1–27.

<sup>57</sup> Baker, Wurgler, **a.g.e.**,

Qiu ve Welch yatırım ortaklıkları iskontosu ve tüketici güveni endekslerini karşılaştırarak bunlardan hangisinin yatırımcı duyarlılığını daha iyi temsil ettiğini araştırmışlardır. Yatırım ortaklıkları iskontosu, varsayımsal olarak, yatırımcı duyarlılığı ölçütü olarak alınmıştır. Çalışmada kullanılan tüketici güven endeksleri ise: University of Michigan tarafından hazırlanan "Tüketici Güven Endeksi (UMTGE)" ve "Conference Board Tüketici Güven Endeksi (CBTGE)"dir. Çalışmada kullanılan bir diğer ankete dayalı değişken ise UBS/GALLUP Yatırımcı İyimserlik Endeksidir (YİE). Yatırım ortaklıkları iskontosu ve tüketici güven endekslerinin yatırımcı duyarlılığını temsil kabiliyeti YİE'den yararlanılarak değerlendirilmiştir. Yapılan regresyon analizlerinin sonucunda gerek UMTGE ve gerekse yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin yatırımcı duyarlılığını açıklama kabiliyetinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Ancak araştırma dönemi iki alt döneme ayrıldığında, yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin yatırımcı duyarlılığını açıklama kabiliyetinin 1985 sonrasındaki dönemde azaldığı gözlenmiştir. Diğer yandan UMTGE'nin, açıklama kabiliyeti her iki alt dönemde de istatistiksel bakımdan önemli olmuştur. Bu bulgulara göre, çalışmada tüketici güven endeksi, yatırım ortaklıkları iskonto endeksinden daha tutarlı bir duyarlılık ölçütü olarak kabul edilmiştir<sup>58</sup>.

Doukas ve Milonas (2004), Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 16 Yunan yatırım ortaklığının iskonto oranını yatırımcı duyarlılığı endeksi olarak kullandıkları çalışmalarında hisse senedi getirileri ile yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, iki regresyon modeli oluşturulmuştur. Birinci modelde hisse senedi veya portföy getirileri ile pazar portföyü getirisi ve yatırım ortaklıkları iskonto endeksindeki değişim arasında regresyon analizi yapılmıştır. İkinci modelde ise ilk modele ilave olarak sektör endeksleri de modele dahil edilmiştir. Her iki modelde de yatırım ortaklıkları iskonto endeksi, yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak kullanılmıştır. İlk modelin uygulanması ile elde edilen sonuçlar, yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin hisse senedi ve portföy getirileri ile

---

<sup>58</sup> Lily Qiu, Ivo Welch, "Investment Sentiment Measures", **NBER Working Paper Series**, S. 10794, 2004.

ilişkili olduğunu göstermiştir. Ancak ikinci model, yatırım ortaklıkları iskonto endeksinin önemini kaybettiğini göstermiştir<sup>59</sup>.

### 3.2.2.2.Yeni Halka Arzlar

Levis ve Thomas İngiltere’de yeni yatırım ortaklıklarının halka arzının mevcut yatırım ortaklıklarının iskontolarının azaldığı dönemlerde yapılmaya eğilimli olduğunu ortaya koymuşlardır. Aynı doğrultuda Burch ve Weiss Hanley yatırım ortaklığı yöneticilerinin ikincil halka arzlar için yatırım ortaklıklarına talebin yoğun olduğu ve yatırım ortaklıklarının primli olarak işlem gördükleri dönemleri seçtiklerini göstermişlerdir<sup>60</sup>.

Halka arzdan sonra önemli düzeyde fiyat düşmekteyse niçin yatırımcılar halka arzdan ve halka arzın sonrasında ikincil piyasadan yatırım ortaklığı hisselerine yatırım yapmaktalar sorusunun yanıtı Weiss Hanley, Lee ve Sequin (1996) tarafından açıklanmaya çalışılmıştır. Weiss Hanley, Lee ve Sequin’a göre, halka arz sonrası ilk 30 günlük süreçte gerçekleştirilen satışların çoğunluğu büyük yatırımcılardan, küçük yatırımcılara yapılmaktadır. Kısacası profesyonel yatırımcılar yatırım ortaklıklarının halka arz hisselerini irrasyonel yatırımcılara satmaktadır<sup>61</sup>.

### 3.2.2.3. Bireysel Yatırımcılar

Yatırım ortaklıklarının davranışsal açıklaması bireysel yatırımcıların davranışlarını vurgular. Bireysel yatırımcılar bazı dönemlerde hisse senedi yatırımı yapmaya daha hevesli olabilmektedirler. Lee, Shleifer ve Thaler (1991) bireysel yatırımcıların küçük şirket hisselerini daha çok sahiplendiğini ve küçük hisselerin

---

<sup>59</sup> John A. Doukas, Nikolas T. Milonas, “Investor sentiment and the closed-end Fund puzzle: out-of-sample evidence”, **European Financial Management**, c.10, 2004, S.2., s.235–266.

<sup>60</sup> Okumuş, **a.g.e.**, s.25.

<sup>61</sup> Dimson ve Minio-Kozerski, **a.g.e.**, s.20.-s.21.

iskonto veya primlerinin küçük yatırımcıların beklentilerini gösterdiğini ortaya koymuşlardır. Küçük hisselerin performansları iyiye iskontonun daraldığı belirlenmiştir. Swaminathan (1996) yatırımcı beklentileri ve küçük şirket etkisinin yatırım ortaklıkları iskontosu üzerine etkilerini araştırmıştır. Swaminathan küçük yatırımcı beklentilerinin yalnızca mevcut hisse fiyatlarını değil gelecekteki tahmin edilen getirilerini de etkilediğini öne sürmüştür. Buna göre küçük yatırımcı iyimserliği mevcut hisse fiyatlarını olması gereken düzeyin üzerine çıkarmakta ve mevcut hisse getirileri yükselmektedir. Bu geçici durum ortadan kalktığında hisse fiyatları düşüş seyri göstermekte ve hisse temellerine dönmektedir<sup>62</sup>.

Gemmill ve Thomas yatırım ortaklıkları iskontosu ile bireysel yatırımcıların beklentileri arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmalarında yatırım fonlarına net giriş ve çıkışları bireysel yatırımcıların beklentilerini gösteren veriler olarak alarak bu giriş ve çıkışların yatırım ortaklıkları iskontosunun değişimine yol açtığını bulmuştur. Ancak bu çalışma yalnızca kısa dönemli iskonto değişimlerini açıklayabilmekte uzun süreli kalıcı iskontoyu açıklamakta ise yetersiz kalmaktadır<sup>63</sup>.

#### **3.2.2.4 İskontoda Dalgalanmalar**

Yatırımcı davranışları teorisinin vardığı sonuçlarından biri de farklı yatırım ortaklıklarındaki iskontoların birlikte hareket etme eğiliminde olmasıdır. İngiltere ve A.B.D. yatırım ortaklıkları iskontoları üzerinde yapılan çalışmalar yatırım ortaklıkları iskontolarının birbirleri ile olan ortalama korelasyonunun sırasıyla 0.30 ve 0.39 olduğunu göstermiştir. Ayrıca farklı kategorilerdeki yatırım ortaklıkları ortalama iskontolarının da aynı yönde hareket ettikleri ifade edilmiştir<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> A.e., s.22-23.

<sup>63</sup> Gemmill and Thomas, **Sentiment, Expenses and Arbitrage in Explaining the Discount on Closed - End Funds**, s.4.

<sup>64</sup> Dimson ve Minio-Kozerski, **a.g.e.**, s.24.

Lee, Shleifer ve Thaler (1991) iskonto hareketlerinin bireysel yatırımcı davranışlarını yansıttığını ileri sürmektedirler. Bodurtha, Kim ve Lee (1993) araştırmalarının sonuçlarına göre ülke yatırım ortaklıklarının hisse fiyatları A.B.D. piyasası getirileri ile birlikte hareket etmekte iken NAD değişimler A.B.D. piyasası getirileri ile birlikte değişmemektedir. Buna ek olarak ülke yatırım ortaklıkları primleri birlikte hareket etmeye eğilimli iken yerel yatırım ortaklıkları primleri ile birlikte hareket etmemektedir<sup>65</sup>.

### **3.3. İmkb’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İskonto (Prim) Oranlarının; Düzeyleri, Zaman İçindeki Dalgalanmaları ve Aralarındaki İlişkileri**

Bu kısımda ilk önce İMKB’de işlem gören ve belirli kıstaslara göre seçilmiş olan MKYO’na ait iskonto grafikleri düzenlenmiştir. Daha sonra İMKB’de işlem gören tüm MKYO’nun iskonto veya prim oranlarını temsil eden ağırlıklı ortalama iskonto düzeyinin zaman içindeki hareketi ilgili grafikte gösterilmiş ve kısaca açıklanmıştır. Bu kısımda son olarak İMKB’de işlem gören MKYO’nun iskonto düzeyleri arasında kurulabilecek bir ilişkinin varlığı ve kuvveti araştırılmıştır.

#### **3.3.1. İmkb’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının İskonto Düzeyleri ve Zaman İçindeki Dalgalanmaları**

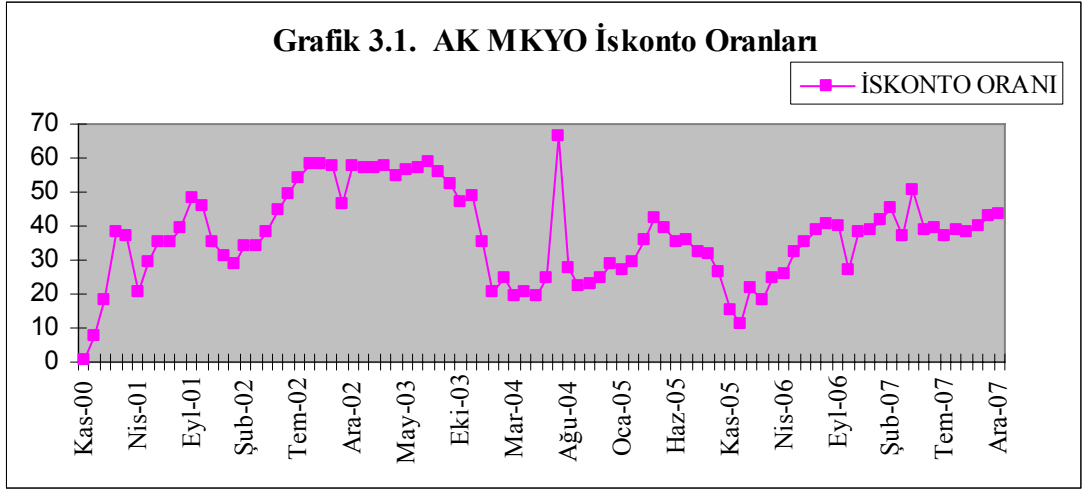
Aşağıda MKYO’nun Kasım 2000-Aralık 2007 tarihleri arasında aylık olarak pay başına net varlık değerleri ile hisse senetlerinin piyasa fiyatları arasındaki farkların düzeylerini ve zamana göre hareketlerini, şirket bazında ve konsolide olarak daha açık biçimde gösterebilmek için ilgili grafikler düzenlenmiştir. Araştırma dönemi içinde en uzun süre işlem gören ve her ay verisi bulunan MKYO’ları grafik gösterimi için tercih edilmiştir. MKYO’na ait veriler SPK Aylık Bültenlerinden elde

---

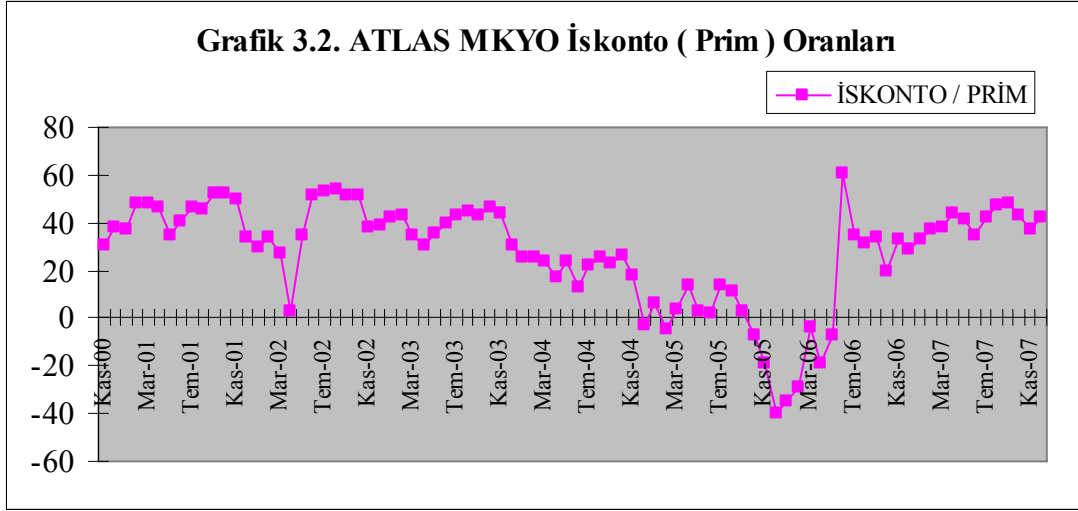
<sup>65</sup> James N. Bodurtha v.d.,a.g.e., s.879-918.

edilmiştir. İskonto ve prim oranlarının belirlenmesinde kullanılan hesaplama yöntemi araştırma yöntemi bölümünde kapsamlı olarak açıklanmıştır.

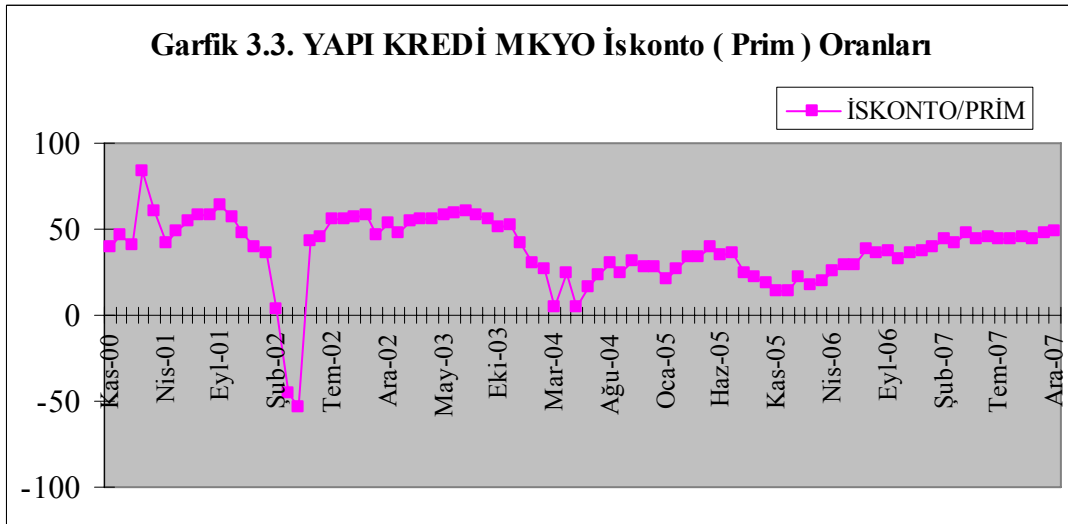
Grafiklerde pozitif değerler ilgili MKYO'nun iskontolu işlem oranını ifade ederken negatif değerler ise MKYO'nun primli işlem gördüğünü ifade etmektedir.



Ak MKYO araştırma dönemi boyunca iskontolu işlem görmüştür. En düşük iskonto düzeyi araştırma döneminin hemen başında Kasım 2000'de %0.5 iken en yüksek iskonto düzeyi Temmuz 2004'te % 66.22 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönem içerisinde ortalama % 36 iskonto oranına sahip olan Ak MKYO'nun İskonto düzeyinin % 20'nin altına düştüğü nadiren görülmektedir. İskonto oranları araştırma dönemi sürecinde dalgalı bir seyir göstermektedir.

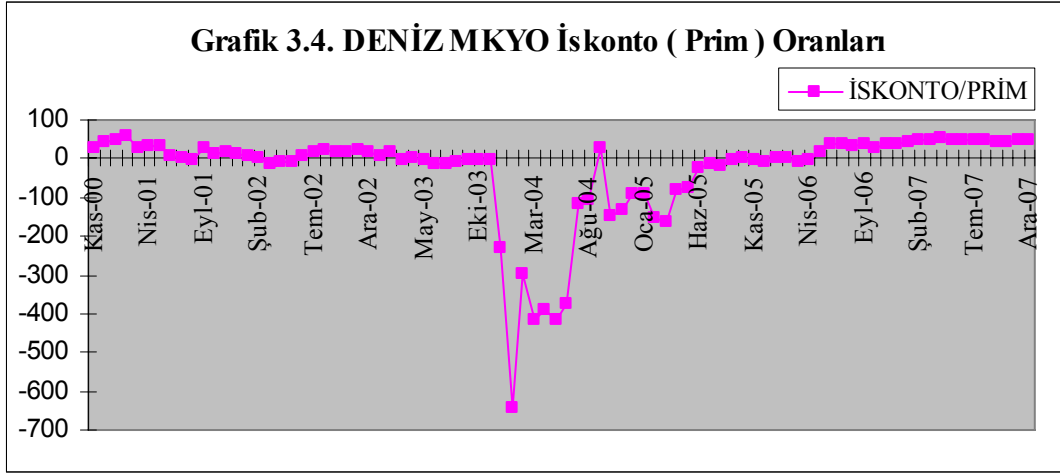


Atlas MKYO Eylül 2005 ile Mayıs 2006 tarihleri arasında primli işlem görmüş; bu aylar dışında iskontolu olarak işlem görmüştür. Prim oranı Aralık 2005'te %40 düzeyine kadar çıkmıştır. Ortalama olarak %28 iskontolu işlem gören Atlas MKYO'nun iskonto-prim oranlarının çok değişken bir yapıya sahip olduğu gözlemlenmektedir.

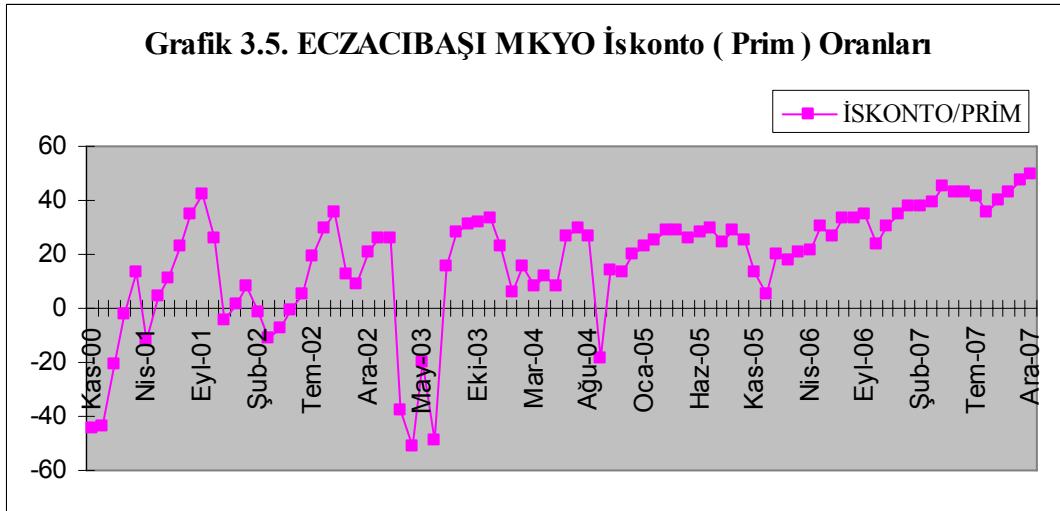


Yapı Kredi MKYO'nun maksimum iskonto düzeyi Şubat 2001'de % 83 iken Nisan 2002'de % 53.6 oranında en yüksek oranda primli olarak işlem görmüştür. Ortalama % 37 iskontolu işlem gören Yapı Kredi MKYO primli olarak en yüksek derecede işlem gördüğü Nisan 2002'den sonra Aralık 2007 tarihine kadar değişen oranlarda iskontolu işlem görmüştür.

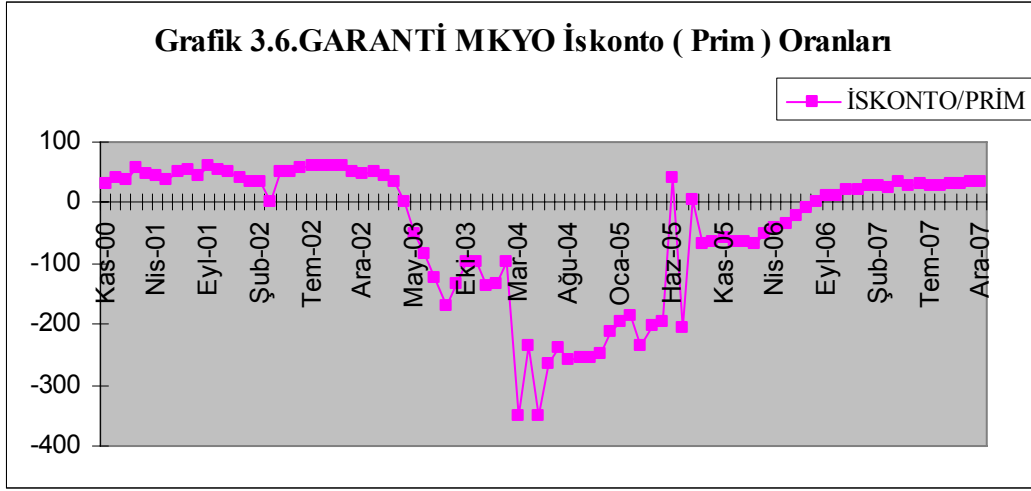




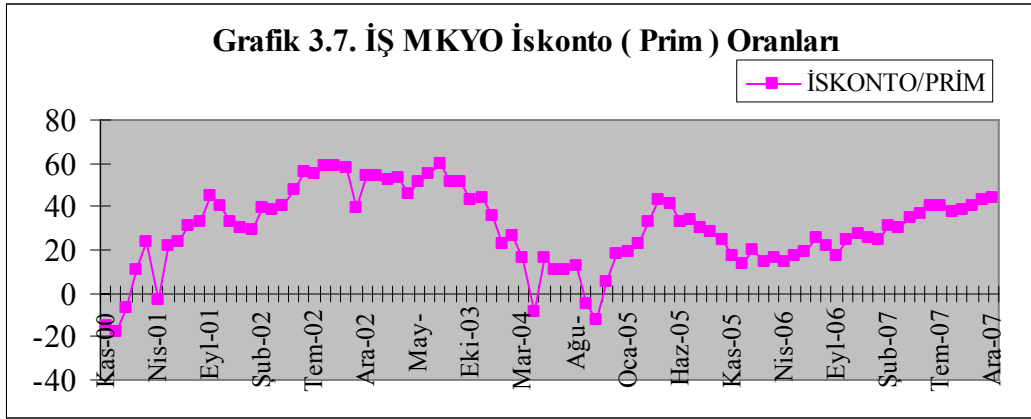
Araştırma dönemi boyunca Deniz MKYO daha çok primli olarak işlem görmüştür. En yüksek prim oranı Ocak 2004'te yaklaşık olarak % 644 olarak gerçekleşmiştir. Mkyo'nun iskonto prim düzeylerindeki değişkenliğin hayli fazla olabileceğinin göstergesi olan bu durum, makul kabul edilen % 20 iskonto-prim seviyelerinin ne denli aşıldığını da ortaya koymaktadır. Hisselerin ulaştığı en yüksek iskonto oranı %58 ile 2001 yılının Şubat ayındadır.



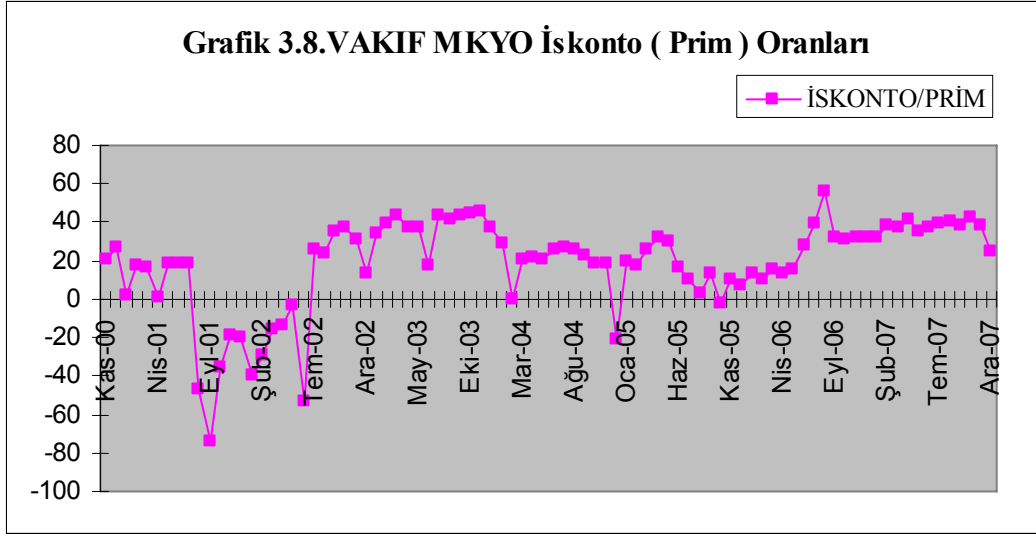
Eczacıbaşı MKYO iskonto ve prim oranları çok değişken bir yapıya sahip bulunmaktadır. İskonto ve prim düzeyleri arasındaki önemli derecede bir dalgalanma mevcuttur. En yüksek prim oranı Nisan 2003'te % 51.3 ve en yüksek iskonto oranı Aralık 2007'de % 49.85 'tir. İskonto ve prim oranlarında kısa dönemler içerisinde ani düşüş veya yükselişler görülebilmektedir.



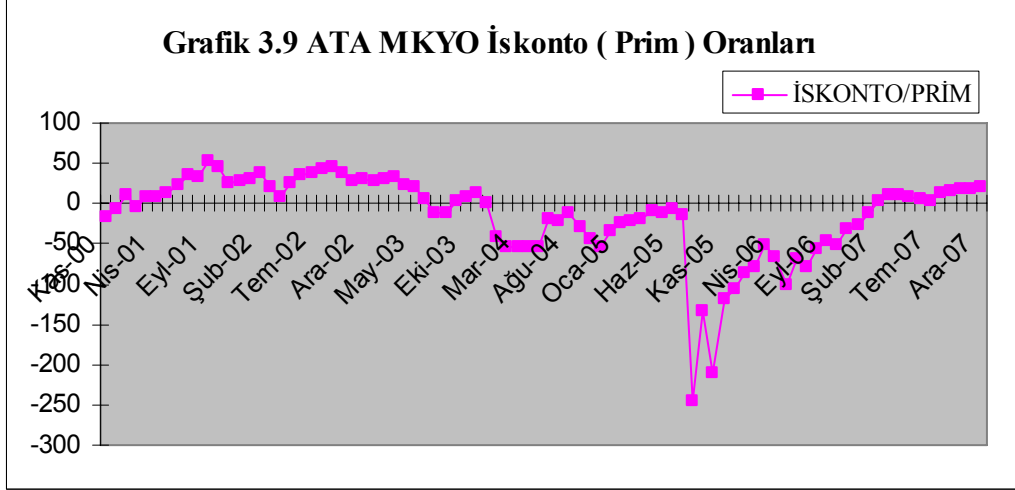
Garanti MKYO'nun iskonto ve prim düzeyleri arasında oldukça yüksek derecede farklılıklar gözlemlenmektedir. Mart ve Mayıs 2004 tarihlerinde Garanti MKYO yaklaşık olarak % 350 düzeyinde primli olarak işlem görmüştür. Bu durum Garanti MKYO'na ait hisse senetlerinin piyasada oldukça yüksek fiyattan işlem gördüğünü açıklamaktadır.



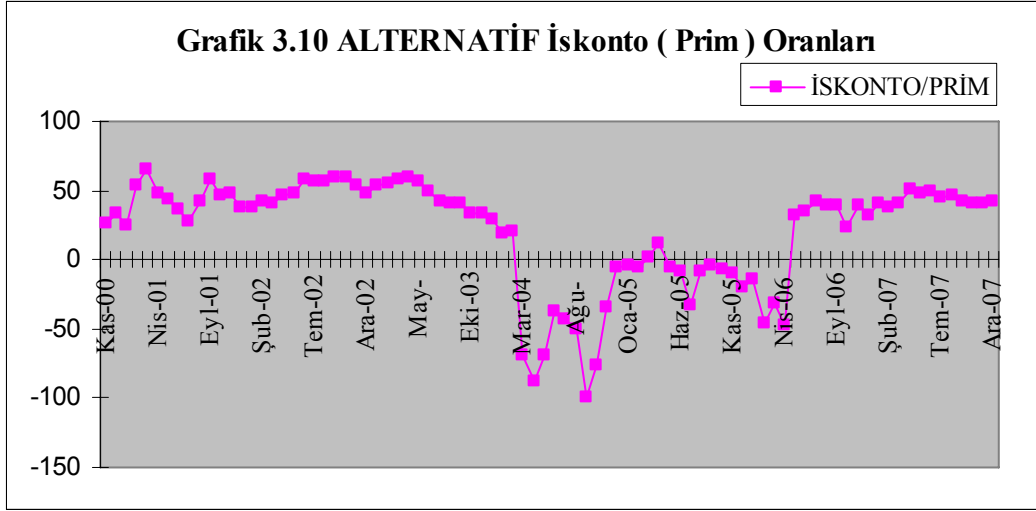
Türkiye'de ki MKYO içerisinde net aktif değeri en büyük olan İş MKYO araştırma dönemi boyunca çeşitli dönemlerde primli olarak işlem görmüştür. En yüksek prim oranı Aralık 2000'de % 18 iken en yüksek iskontolu işlem oranı Temmuz 2003'te % 60 olarak gerçekleşmiştir. İş MKYO genel olarak iskontolu işlem görmekle beraber ortalama olarak % 29 iskontolu işlem görmüştür.



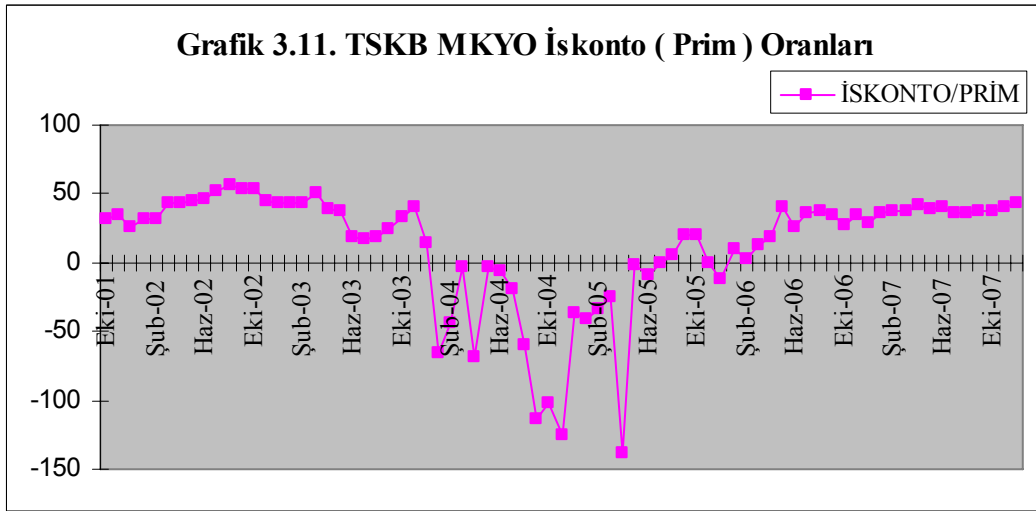
Vakıf MKYO genel olarak iskontolu işlem görmüştür. En yüksek prim %74 ile Eylül 2001 tarihinde görülürken, Ağustos 2006 %56.3 ile en fazla iskontonun görüldüğü ay olmuştur.



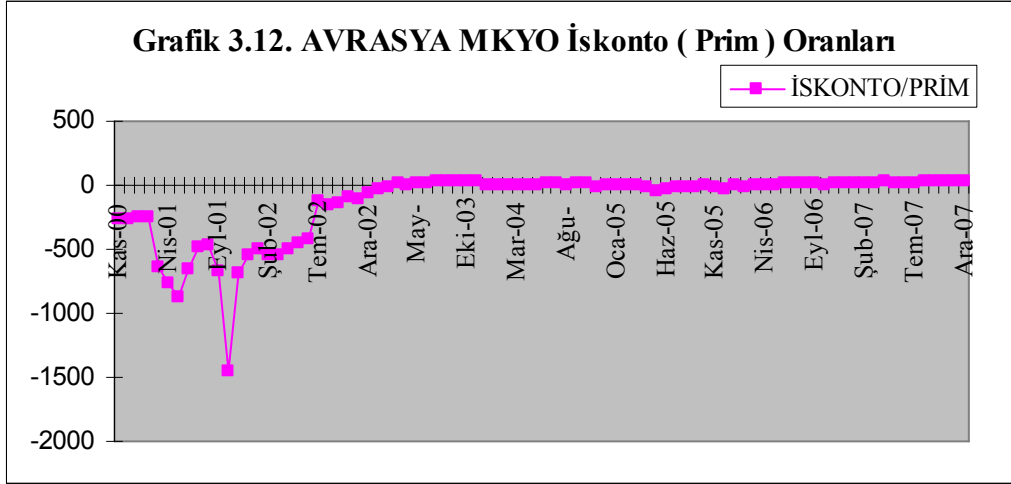
Ata MKYO araştırma döneminin neredeyse yarısı süresince primli olarak işlem görmüştür. Özellikle Ocak 2004'ten Ocak 2007' e kadar aralıksız olarak primli işlem görmüştür. Ata MKYO ortalama olarak % 14.56 oranında primli olarak işlem görmüştür. Ağustos 2005'te %246 oranında primli işlem görerek maksimum prim düzeyine ulaşmıştır.



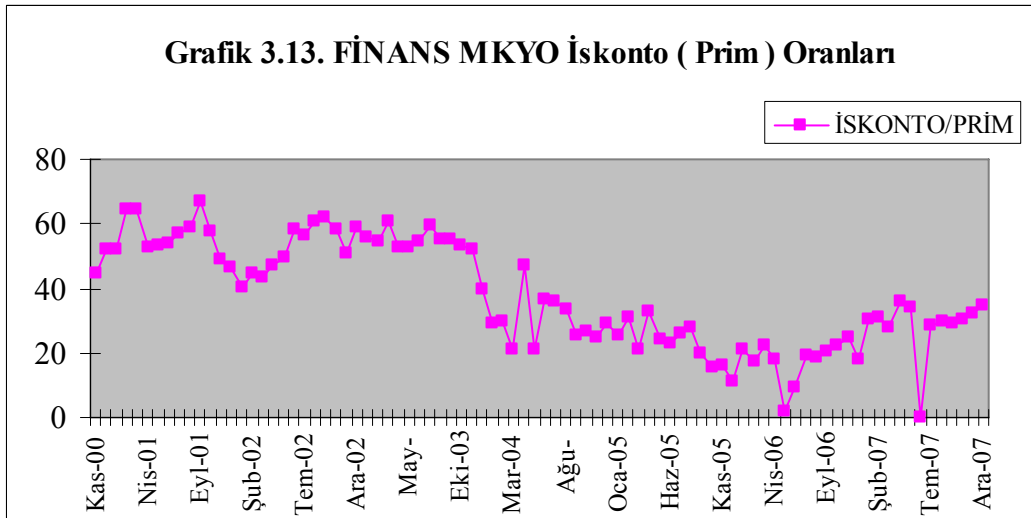
Alternatif MKYO’da iskonto oranı genel olarak %20 ile % 60 arasında seyretmektedir. En yüksek iskonto oranı Mart 2001’de % 64 olmuştur. Diğer yandan Mart 2004 – Mart 2005 ve Nisan 2005-Mayıs 2006 tarihleri içerisinde Alternatif MKYO primli olarak işlem görmüş ve bu dönemler içerisinde en yüksek prim oranına % 99 ile Eylül 2004’te ulaşmıştır.



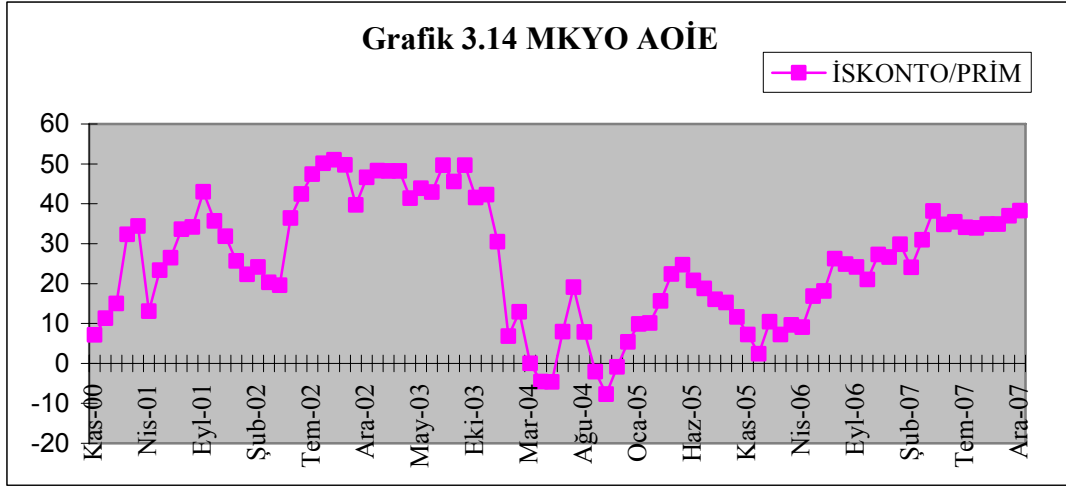
SYB olan adını TSKB olarak değiştiren menkul kıymet yatırım ortaklığı, Ekim 2001 tarihinde borsa kotuna girmiştir. 2004’ün Ocak ayına kadar iskontolu işlem gören hisse senedinde bu dönemdeki iskonto oranı %14 ile %56 arasında değişmektedir. Ocak 2004’te ise %66 primli işlem görmeye başlayan hisse senedi Nisan 2005’te %138 primli işlem görerek en yüksek prim yüzdesine ulaşmıştır.



Avrasya MKYO'ya ait hisse senetlerinde iskontolar çok ilginç değişimler göstermektedir. Kasım 2000'den itibaren %100'ün üzerinde primli işlem görmeye başlamış ve prim yüzdesi Ekim 2001 tarihinde %1450 gibi açıklanması zor bir düzeye yükselmiştir. 2003 yılının Mart ayında iskontolu işlem görmeye başlayan senetlerde bu tarihten sonra iskontolardaki değişimler daha yatay bir seyir izlemeye başlamıştır.



Finans MKYO araştırma döneminde değişen oranlarda iskontolu olarak işlem görmüştür. İskonto düzeyleri % 68'lerden % 1' lere kadar gerilemiş ve bu uç değerler arasında değişen oranlarda iskontolu olarak işlem görmüştür.



İMKB’de işlem gören tüm menkul kıymet yatırım ortaklıklarının net varlık değerlerine göre ağırlandırıldıkları bir ortalama iskonto endeksi oluşturularak MKYO’nun iskonto-prim oranlarının seyri genel olarak ifade edilebilmektedir. Yukarıda ki grafik tüm MKYO’na ait ağırlıklı ortalama iskonto ( prim ) oranlarını göstermekte ve MKYO’na bütünsel bir bakış açısı getirmeyi sağlamaktadır. Buna göre İMKB’de işlem gören MKYO genel olarak iskontolu işlem görmekte iken primli olarak işlem gördükleri zaman aralıkları da olmuştur. MKYO’nun net aktif değerlerinden sapmaları olarak da ifade edebileceğimiz ortalama iskonto oranı % 25 düzeyindedir. Tüm MKYO için uç değerler %51 iskonto ve %7.7 prim düzeyleridir. MKYO Mart 2004-Haziran 2004 ile Ağustos 2004-Aralık 2004 tarihleri dışında iskontolu olarak işlem görmüştür.

### 3.3.2. İMKB’de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontoları Arasındaki İlişki

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının iskontolarının arasındaki ilişkiyi belirlemek aynı zamanda iskontoların birlikte hareket edip etmediğini anlamak için Ek:1’de 16 adet MKYO’nun iskontolarının ikili korelasyon katsayılarına bakılmış ve korelasyon matrisi oluşturulmuştur. Aralarında korelasyon katsayılarına bakılacak olan yatırım ortaklıkları seçilirken ilk olarak Kasım 2000 tarihinden Aralık 2007’e kadar kesintisiz biçimde hisse senedi ve net aktif değerlerine ulaşılabilmesi koşulu

aranmıştır. Korelasyon katsayılarını hesaplama işlemi SPSS programında yapılmış, korelasyon katsayılarının güvenilirliği p-testi ile sınanmıştır. P değeri 0,05'ten büyük ise ilişki önemsiz, küçük ise ilişki anlamlı olarak kabul edilmiştir.

86 aylık girdi üzerinden hazırlanan Tablo Ek.1'deki verilere bakıldığı zaman, yatırım ortaklığı hisse senetlerindeki iskonto veya primlerin birlikte hareket ettiği söylenebilir. Oluşturulan endeks ile yatırım ortaklıklarının korelasyon katsayıları incelendiğinde en kuvvetli ilişkilerin 0,863 ve 0.849 gibi yüksek korelasyon katsayıları ile Ak MKYO ve İş MKYO 'na ait olduğu görülmektedir. Bu durumun temel nedeni Ak MKYO ve İş MKYO'nun endeksi oluşturan yatırım ortaklıkları içerisinde en büyük net aktif değere sahip olan üç MKYO'ndan ikisi olmasıdır.. Bunun yanı sıra endeks; Alternatif, Atlantis, Taç, Atlas ve Yapı Kredi Yatırım Ortaklıkları ile yine çok yüksek pozitif ilişki göstermektedir. Varlık, Avrasya ve Eczacıbaşı Yatırım Ortaklıkları ile endeks arasındaki ilişkinin ise güvenilirlik düzeyi düşüktür, bu nedenle de anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. 16 yatırım ortaklığının aralarındaki ikili ilişkilere bakıldığında ise yatırım ortaklıklarının endeks ile olan ilişkisiyle paralel bir durum gözlenmektedir. Endeks ile pozitif ilişki içerisinde olan yatırım ortaklıklarının iskonto hareketleri birbiriyle de pozitif bir ilişkidir. Alternatif Yatırım Ortaklığı; Garanti, Atlantis, Bumerang Yatırım Ortaklıkları ile önemli bir ilişkiye sahiptir. Deniz Yatırım Ortaklığı'nın Bumerang ve Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklıklarıyla güçlü bir ilişki içerisindedir.

İMKB'de işlem gören MKYO'nun iskontoları incelendiğinde Lee, Shleifer ve Thaler'ın (1991) çalışmasında olduğu gibi yüksek bir iskonto veya prim yüzdesi ile işlem gördüğü gözlemlenmektedir. Bu iskonto veya primlerin zamanla dalgalanma gösterdiği; son olarak da farklı yatırım ortaklıklarının iskonto dalgalanmaları arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Bu bulgular MKYO'nun ilgili teoriye göre yatırımcı duyarlılığından etkilendiğini göstermektedir. Buna göre yatırım ortaklıklarında bireysel yatırımcıların ağırlığı olduğu ve iskontodaki dalgalanmaların yatırımcıların duyarlılığını yansıttığı ileri sürülebilir. Yatırımcı duyarlılığındaki bir iyimserlik, yatırım ortaklıkları hisselerinin primli veya düşük oranda iskontolu alınıp satılmasına neden olacağı gibi duyarlılıkta gözlemlenen

kötümserlik ise iskontonun artmasına neden olacaktır. Sonuç olarak tahmin edilemeyen değişken beklentilere sahip olan ve beklentileri rastsal olarak değişen söylenti tacirleri, hisse senetlerindeki iskontolarda veya primlerde de rastsal dalgalanmalara sebep olabilmektedir.

MKYO iskonto oranlarına bakıldığında %80 iskonto oranlarına kadar çıktığını, primlerin ise %1450'lere kadar yükseldiği görölmektedir. Düşük sermaye yapısına sahip MKYO'nun hisse senetlerinin yatırımcı duyarlılığından daha çok etkilendiği görölmektedir. Düşük sermaye yapısına sahip olan MKYO'da iskonto ve prim oranlarında önemli farklılıklar bulunmakla birlikte, dalgalanmalar daha sert gerçekleşmektedir. Ayrıca yatırımcı duyarlılığının piyasayı etkilemesi için bireysel yatırımcıların duyarlılıklarının birlikte hareket etmesi gerektiği koşulunun da bazı istisnalar dışında, MKYO iskonto yüzdeleri arasındaki yüksek korelasyon katsayılarına bakıldığında, sağlandığı görölmektedir.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### MKYO İSKONTOSUNUN İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKS GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de Kasım 2000 – Aralık 2007 döneminde, menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu ve hisse senedi endeks getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Öncelikle, çalışmada kullanılacak araştırma yöntemi ve veriler ile ilgili ayrıntılı bilgi verilmiştir. Ardından menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senedi endeks getirileri üzerindeki etkisi, söz konusu yöntem ve veriler kullanılarak incelenmiş ve elde edilen bulgular menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun yatırımcı duyarlılığının bir temsilcisi olduğu yönündeki ilgili literatür kapsamında yorumlanmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunu ekonomik nedenlerin açıklamakta yetersiz kaldığını iskontonun daha çok davranışsal nedenlerden kaynaklandığını ve iskontoya yön veren nedenin büyük ölçüde yatırımcı duyarlılığı olduğuna önceki bölümde değinilmişti. Kapalı uçlu yatırım fonlarının bir örneği olan MKYO’da yatırımcı duyarlılığının gözlemlenmesi daha kolay olmaktadır. MKYO değerlemesinin daha kolay yapılabilmesi ve hisse senedinin fiyatının ne olması gerektiği hususunda daha net fikirler ortaya konulabilmektedir. Böylece olması gereken değer ile MKYO hisse senetlerinin piyasa fiyatları arasındaki farklarda görülen hareketler yorumlanabilmektedir. MKYO’nun hisse başına düşen net aktif değeri her hafta cuma günü düzenli olarak açıklanmakta ve bu bilgilere tüm yatırımcılar ulaşabilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde MKYO iskontosunun İMKB hisse senedi endeks getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi bir anlamda hisse senedi endeks getirileri üzerindeki yatırımcı duyarlılığı etkisinin test edilmesidir.

## 4.1. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmanın bu kısmında, yararlanılan analiz tekniklerine ve söz konusu analizlerde kullanılan verilere ilişkin açıklamalar yapılmıştır. Aşağıda önce verilerin analize hazır hale getirilmesi için yapılan işlemler ve verilerin elde edildiği kaynaklar ayrıntılı olarak açıklanmış, ardından araştırma yönteminin açıklanmasına geçilmiştir.

Çalışmada menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede, çalışmada kullanılan verileri menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosuna ait veriler ve hisse senetleri endekslerine ilişkin veriler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Aşağıda öncelikle, yatırım ortaklıkları verileri, ardından İMKB hisse senedi endeks verileri incelenmiştir.

Çalışma, Kasım 2000 – Aralık 2007 dönemini kapsamaktadır. Dolayısıyla analizlerde toplam 86 gözlem kullanılmıştır. Araştırma dönemi sürecinde piyasada işlem gören yatırım ortaklıkları sayısında artış meydana gelmiş; analizin baz alındığı tarihte 21 olan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının sayısı, analizlere dahil edilmeyen B tipi menkul kıymet yatırım ortaklıkları dışında, günümüz itibarıyla 30'a yükselmiştir.

Analizlerde kullanılan en önemli değişkenlerden biri, yatırım ortaklıkları ağırlıklı ortalama iskonto endeksidir. Lee ve diğerleri (1991) çalışmalarında yatırımcı duyarlılığını temsil etmek üzere, ilk kez, çalışma kapsamındaki tüm yatırım ortaklıklarını kapsayacak biçimde bir ağırlıklı iskonto endeksi oluşturmuşlardır. Bu yöntem izleyen pek çok çalışmada kullanılmıştır. Bu çalışmada da MKYO'nun iskontolarının tümünü temsil etmesi marifeti sebebiyle bahsi geçen ağırlıklı iskonto endeksi kullanılmıştır. Söz konusu endeks hesaplama yöntemi aşağıdaki gibidir<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Lee ve diğerleri, a.g.e., s.87.

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

$A_{it}$  = t ayında her bir yatırım ortaklığı net varlık değerinin, tüm yatırım ortaklıkları net varlık değerleri toplamı içerisindeki payı

$NVD_{it}$  = i yatırım ortaklığı hisse senedinin t dönemindeki net varlık değeri

$n_t$  = t dönemi sonunda İSKONTO<sub>it</sub> ve NVD<sub>it</sub> verisi bulunan yatırım ortaklığı sayısı

$$AIE_t = \sum_{i=1}^{n_t} A_{it} İSKONTO_{it}$$

$AIE_t$  = t dönemindeki ağırlıklı iskonto endeksi,

$$İSKONTO_{it} = \frac{NVD_{it} - HSF_{it}}{NVD_{it}} \times 100$$

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

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

$$DAIE_t = AIE_t - AIE_{t-1}$$

$DAIE_t$  = t ayında ağırlıklı iskonto endeksinde meydana gelen değişim,

$AIE_t$  = t ayında ağırlıklı iskonto endeksinin değeri,

$AIE_{t-1}$  = t-1 ayında ağırlıklı iskonto endeksinin değeridir.

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

Analizlerde kullanılan diğer değişkenler, çeşitli hisse senedi endeksleridir. Bunlar sırasıyla, İMKB 30 endeksi, İMKB 50 Endeksi ve İMKB 100 Endeksi'dir. Çalışmada, üç hisse senedi endeksinin değerleri, İMKB Aylık Bültenleri'nden elde edilmiştir. Üç endeksin getirileri de aynı şekilde, aşağıdaki yöntemle hesaplanmıştır:

$$r_e = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}}$$

$r_e$  = İlgili hisse senedi endeksinin getiri oranı

$E_t$  = İlgili hisse senedi endeksinin ay sonundaki düzeyi,

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

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

$$HSE_t = \beta_1 + \beta_2 DAIE + \nu$$

$HSE_t$  = Hisse senedi endeksi getirileri,

$DAIE$  = Yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksinde değişim,

$\nu$  = Rastgele hata terimidir.

Regresyon tahmininin yapılabilmesi için öncelikle verilerin analize uygunluğunun araştırılması gerekmektedir. Çalışmanın uygulama bölümünde

kullanılan esas yöntem, "En Küçük Kareler (EKK)" tahmin yöntemidir. Analiz kapsamında EKK tahmin yöntemine ait varsayımlar göz önünde bulundurulmuş ve verilerin analize uygunluğunun belirlenmesi için ilgili varsayımların geçerliliği incelenmiştir. Verilerin analize uygunluğunu belirlemede, verilerin durağanlığının belirlenmesi önemlidir. Bu çalışmada, verilerin durağanlığının incelenmesi için, birbirlerini tamamlama özelliğine sahip bulunan iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar, Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen "Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi" ve Philips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen "Phillips-Perron (PP) testi"dir.

Regresyon tahmini yapılırken kontrol edilmesi gereken bir diğer varsayım da hata terimlerinde ardışık bağımlılık (serial correlation) sorununun olmaması koşuludur. Bu sorunun tespiti için Breusch-Godfrey testi (Langrange Multiplier test) kullanılmıştır. Ayrıca regresyon analizlerinde, hata terimlerinde değişen varyans (heteroscedasticity) probleminin bulunmaması da önemlidir. Değişen varyansın sınanması için White testinden (White General Heteroscedasticity Test) yararlanılmıştır (White, 1980). Bazı regresyon analizlerinde, değişen varyans problemleri belirlenmiş ve değişen varyansın giderilmesi için "White Değişen Varyansla Uyumlu Varyans ve Standart Hataları - White's Heteroscedasticity-Consistent Variances and Standard Errors" kullanılmıştır. Aşağıda yapılan tüm bu analizler ve incelemeler ayrıntılı bir biçimde açıklanmıştır.

EKK'nın uygulanabilmesi için her şeyden önce verilerin analize uygun olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Verilerin analize uygun olup olmadığını belirleyen önemli bir kıstas, verilerin durağan olup olmadığının belirlenmesidir. Zaman serisi modelinde, elde edilen stokastik sürecin niteliği zaman içerisinde değişiyorsa yani seri durağan değilse serinin geçmiş ve gelecek yapısı basit bir cebirsel modelle ifade edilemez. Eğer süreç zaman boyunca sabit ise serinin geçmiş değerlerinden faydalanılarak seriye ait sabit katsayılı bir model elde edilebilir. Seri

durağan değilse, otokorelasyonlar önemli ölçüde sıfırdan sapar veya gecikmeler arttıkça sıfırdan uzaklaşır veya ortaya sahte bir regresyon örneği ortaya çıkar.<sup>2</sup>

Durağan olmayan verilerle tahmin yapmak yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine neden olabilmektedir. Ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler arasında anlamlı ilişkilerin elde edilebilmesi için değişkenlere ait serilerin durağan olmaları gerekmektedir. Verilerin durağanlığının incelenmesinde kullanılan çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bu çalışmada, diğer çalışmalarda da sıklıkla kullanılan ve birbirlerini tamamlama özelliğine sahip bulunan iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlar, "Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi" ve "Phillips-Perron (PP) testi"dir. Her iki test de serilerde birim kök veya köklerin varlığını sınavan testlerdir<sup>3</sup>. İki birim kök testi karşılaştırıldığında, iki test arasında farklılıklar olduğu, ancak birbirlerine karşı kesin üstünlüklerinin bulunmadığı gözlenmektedir. Bu nedenle, her iki birim kök testinin de kullanılması ve her iki test de aynı sonucu veriyorsa, elde edilen test sonuçlarına güvenilmesi önerilmektedir<sup>4</sup>.

EKK yöntemi uygulanırken kontrol edilmesi gereken bir diğer varsayım da hata terimlerinin birbirleriyle ilişkili olmamasıdır. Diğer bir ifadeyle "ardışık bağımlılık (autocorrelation veya serial correlation)" sorununun olmamasıdır. Ardışık bağımlılık, "zaman içinde (zaman serisi verilerindeki gibi) veya mekân içinde (yatay-kesit verilerindeki gibi) sıralanan gözlem dizilerinin birimleri arasındaki ilişki" olarak tanımlanmaktadır<sup>5</sup>. Ardışık bağımlılık sorunu göz ardı edilerek regresyon analizi uygulanırsa, elde edilecek regresyon katsayılarına ilişkin tahminlerin güvenilirliği büyük ölçüde azalmaktadır<sup>6</sup>. Ardışık bağımlılığın varlığının

---

<sup>2</sup> Aziz Kutlar, **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s.12.

<sup>3</sup> David A. Dickey, ve Wayne A. Fuller, "Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root", **Journal of the American Statistical Association**, C.74., S.366., 1979, ss.427-431. ; Peter C. B. Phillips ve Pierre Perron, "Testing for a unit root in time series regression", **Biometrika**, C.75. S.2., 1988, s.335-346.

<sup>4</sup> Walter Enders, **Applied Econometric Time Series**, First Edition, USA, John Wiley & Sons, Inc. , 1995. s.242-243.

<sup>5</sup> Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, Birinci Basım, İstanbul, Literatür Yayınları, 1999,s.400-401.

<sup>6</sup> Damodar N. Gujarati, **Basic Econometrics**, International Edition, USA, McGraw Hill Inc., 2003, s.455.

araştırılmasında Durbin-Watson d testi, sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. Ancak söz konusu yöntemin önemli bir yetersizliği bulunmaktadır. Durbin-Watson d testi, sadece bir dönemlik ilişkileri incelemekte ve daha yüksek dereceden ardışık bağımlı dizinlerin varlığı durumunda yetersiz kalmaktadır. Bu eksikliği gidermek için, bu çalışmada, Breusch-Godfrey testi (BG testi; Langrange Multiplier test) kullanılmıştır. BG testi, yüksek dereceden ardışık bağımlı dizinlerin varlığı halinde de ardışık bağımlılığın varlığını irdeleyebilmektedir<sup>7</sup>.

EKK yönteminin önemli varsayımlarından biri de hata terimlerinin standart sapmasının sabit bir değer almasıdır. Hata terimlerinin standart hatasının sabit olması, "sabit varyans (homoscedasticity)" varsayımı olarak adlandırılmaktadır. Ancak bazı regresyon modellerinde standart sapma sabit kalmamaktadır. Bu durumda "değişen varyans (heteroscedasticity)" problemi ortaya çıkmaktadır. Değişen varyans probleminin varlığı belirlendiği halde, söz konusu problem göz ardı edilerek EKK uygulanırsa, elde edilen t ve F istatistikleri geçerli sonuçlar sunamayacaktır<sup>8</sup>. Değişen varyans probleminin varlığını sınamak için geliştirilmiş çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Ancak bunlardan en sıklıkla kullanılanı White testidir (White General Heteroscedasticity Test). White tarafından geliştirilen yöntem, doğrusal regresyon modellerinde ortaya çıkan değişen varyans probleminin belirlenmesinde oldukça sık kullanılan, uygulanması basit bir yöntemdir<sup>9</sup>. Bu çalışmada, değişen varyansın varlığının sınanması için White testinden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, değişen varyans problemi belirlenmiş ve sorunun giderilmesi için, "White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hataları"ndan yararlanılmıştır.

Yukarıda, çalışmada kullanılan yöntem ve veriler ayrıntılı olarak açıklanmıştır. İzleyen kısımda, yatırımcı duyarlılığının temsilcisi olan MKYO iskontosu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, söz konusu yöntem ve veriler

---

<sup>7</sup> A.e., s.467-474.

<sup>8</sup> A.e., s.398-399.

<sup>9</sup> Halbert White, "A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity", *Econometrica*, C.48, S.4., 1980, s.817-838.

kullanılarak incelenmiş ve elde edilen bulgular düzenli bir biçimde sunulmuş ve yorumlanmıştır.

## 4.2. MKYO İskontosunun İMKB Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi

Çalışmanın bu bölümünde, yatırım ortaklıkları iskontosu aracılığı ile yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk olarak analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikler incelenmiştir. İkinci aşamada, değişkenler arasındaki ilişkiler, korelasyon katsayıları incelenerek ortaya konulmuş; son olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosunun İMKB endeks getirileri üzerindeki etkileri regresyon analizleri ile incelenmiş ve bulgular yorumlanmıştır. Verilerin analize uygunluğunun saptanmasında ve regresyon analizinde EViews5.0 istatistik programından faydalanılmıştır.

**Tablo 4.1. Özet İstatistikler**

|                | İSKONTO/PRİM | İMKB 30 | İMKB 50 | İMKB 100 |
|----------------|--------------|---------|---------|----------|
| Ortalama       | 0.7404       | 0.0202  | 0.0201  | 0.0199   |
| Maksimum       | 32.5143      | 0.5905  | 0.5827  | 0.5743   |
| Minimum        | -23.6434     | -0.3833 | -0.3797 | -0.3787  |
| Standart Sapma | 7.7041       | 0.1302  | 0.1286  | 0.1277   |

Yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksinde değişimin (DAİE) ortalaması sıfır civarındadır. Buna göre, yatırım ortaklıkları iskontosunda ortalama olarak önemli bir değişiklik olmamıştır. Araştırma dönemi boyunca hisse senedi endeksleri yaklaşık olarak %2 ortalama getiri sağlamışlardır. Hisse senedi endeksleri içindeki en yüksek aylık getiri %59 ile İMKB 30 endeksi sağlarken; en düşük aylık getiri % 57 ile İMKB 100 endeksi sağlamıştır. Ortalama tabanda en yüksek getiri sağlayan İMKB 30 endeksi aynı zamanda en fazla değişkenlik gösteren endeks olmuştur. Diğer yandan endeks getirileri arasında istatistiksel açıdan önemli derecede farklılıklar gözlemlenmemiştir. Ağırlıklı iskonto endeksindeki değişimin hisse senedi



endekslerinden daha çok dalgalandığı ve dolayısıyla daha değişken bir yapı sergilediği gözlemlenmektedir.

**Tablo 4.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları**

|          | DAİE     | İMKB 30  | İMKB 50  | İMKB 100 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| DAİE     | 1**      | -0.540** | -0.551** | -0.561** |
| İMKB 30  | -0.540** | 1**      | 0.999**  | 0.998**  |
| İMKB 50  | -0.551** | 0.999**  | 1**      | 0.999**  |
| İMKB 100 | -0.561** | 0.998**  | 0.999**  | 1**      |

\*\* Korelasyon sonuçlarının %1 düzeyinde istatistiksel bakımından anlamlı olduğunu göstermektedir.

Yatırım ortaklıkları ağırlıklı iskonto endeksindeki değişimin üç hisse senedi endeksinin getirileri ile ters yönlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Hisse senedi endeks getirileri arasındaki ilişkiler incelendiğinde, üç endeksin getirileri arasında kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler gözlemlenmiştir. Endeks getirilerinin birlikte hareket etmesi beklenen bir sonuçtur. Bir hisse senedi portföyündeki hisse senedi sayısı 30 adete ulaştığında, portföy riskinin inebileceği en alt düzeye düşeceği belirtilmektedir.<sup>16</sup> Hisse senedi endekslerinin 30 ve 30'dan daha fazla hisse senedi içerdiğinden, hisse senetlerine özgü sistematik olmayan risklerin bir ölçüde ortadan kalkması beklenen bir durumdur.

Yatırım Ortaklıkları İskontosu ile diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendikten sonra regresyon analizlerine geçilmiştir. Ancak, regresyon analizlerinden önce, verilerin regresyon analizlerine uygunluğu incelenmiştir.

En Küçük Kareler (EKK) tahmin yönteminin uygulanabilmesi için verilerin analize uygunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, verilerin durağanlığının belirlenmesi önem arz etmektedir. Verilerin durağanlığının

<sup>16</sup> Meir Statman, "How many stocks make a diversified portfolio?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, c.22. S.3., 1987, s.353-362.

belirlenmesi için, Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri yapılmış ve sonuçlar Tablo 4.3.'de gösterilmiştir.

**Tablo 4.3. Birim Kök Testi Sonuçları**

| DEĞİŞKENLER | ADF           |                          | PP            |                          |
|-------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
|             | Sabit Terimli | Sabit Terimli ve Trendli | Sabit Terimli | Sabit Terimli ve Trendli |
| DAİE        | -9.6103*      | -9.5125*                 | -9.7055*      | -9.5976*                 |
| İMKB 30     | -11.5170*     | -11.0973*                | -14.4753*     | -14.3152*                |
| İMKB 50     | -11.5086*     | -11.4222*                | -14.6330*     | -14.4834*                |
| İMKB 100    | -11.4441*     | -11.3577*                | -14.8464*     | -14.6899*                |

\* İlgili katsayının %1 düzeyinde istatistiksel bakımdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.3.'deki ADF ve PP katsayıları incelendiğinde, ADF ve PP test istatistikleri, ilgili kritik değerleri aşmakta olduğu ve tüm katsayıların %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre, tüm serilerin durağandır ve regresyon analizlerinde kullanılmalarında bir sakınca yoktur.

Verilerin analize uygun olduğu belirlendikten sonra regresyon analizlerine geçilmiştir. Regresyon analizlerinin her birinde farklı bir İMKB Hisse senedi endeks getirisinden bağımlı değişken olarak yararlanılmıştır. Tablo 4.4.'de üç modele ilişkin regresyon analizlerinin sonuçları sunulmuştur.

**Tablo 4.4. Regresyon Modellerinin Sonuçları**

|  | İMKB 30                 | İMKB 50                 | İMKB 100                |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| B1 Sabit Terim   | 0.026852<br>(0.0283)*   | 0.026754<br>(0.0364)*   | 0.026704<br>(0.0342)*   |
| B2 DAİE  | -0.008965<br>(0.0000)** | -0.009011<br>(0.0011)** | -0.009126<br>(0.0008)** |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup>   | 0.27262                 | 0.283162                | 0.29487                 |
| F istatistiği  | 32.85769<br>(0.0000)**  | 34.57627<br>(0.0000)**  | 36.54521<br>(0.0000)**  |
| * İlgili katsayının %5; ** ilgili katsayının %1 önem düzeyinde istatistiksel bakımdan anlamlı olduğunu göstermektedir. |                         |                         |                         |
| İlgili katsayıların olasılıkları, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.   |                         |                         |                         |
| Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.                      |                         |                         |                         |

Tablo 4.4.'de görüldüğü gibi regresyon analizlerinin tamamında F istatistikleri anlamlı bulunmuştur. Buna göre, ağırlıklı iskonto endeksindeki değişimin (DAİE), regresyon denklemlerinin tamamında sıfırdan farklı olduğu ortaya çıkmaktadır. Analiz sonuçları incelendiğinde, DAİE' nin üç endeksin getirisini az da olsa tahmin kabiliyeti bulunduğu belirlenmiştir. Üstelik ilgili t istatistikleri incelendiğinde, söz konusu tahmin kabiliyetinin istatistiksel bakımdan anlamlı olduğu görülmektedir. Analizlerden elde edilen eğim katsayıları, DAİE' de %100 artış meydana geldiğinde, üç hisse senedi endeksinin getirilerinde %1 civarında değişen oranlarda düşüş olduğunu göstermektedir. Ancak düzeltilmiş R<sup>2</sup> değerlerinin oldukça düşük olması, DAİE ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının hisse senedi endeks getirilerini açıklama kabiliyetinin çok yüksek olmadığını göstermektedir.

Bulgular özetlenirse, yatırım ortaklıkları iskontosunun, araştırma döneminde hisse senedi getirilerini tahmin kabiliyeti bulunduğu belirlenmiştir. Araştırma dönemi için düzeltilmiş R<sup>2</sup> değerlerinin düşük olması, hisse senedi getirilerini açıklamada, yatırım ortaklıkları iskontosunun tek başına yeterli olamayacağını ortaya koymuştur.

## SONUÇ

Türkiye sermaye piyasaları gelişmiş ülke sermaye piyasalarına nispeten daha yeni ve gelişmeye açıktır. Gerek yasal düzenlemeler gerekse de teknoloji alanında altyapı çalışmaları geniş ölçüde tamamlanmış ve özellikle son on beş yıl içerisinde pek çok yeni sermaye piyasası aracı yatırımcılara sunulmuştur. Bu sermaye piyasası araçlarından bir tanesi de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları olarak adlandırdığımız borsada işlem gören kapalı uçlu yatırım fonlarıdır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, yatırımcılardan halka arz yoluyla topladıkları fonları, finansal varlıklara yatırmak için kullanan ve payları piyasada işlem gören yatırım şirketleridir. Yatırım ortaklıklarının hisseleri piyasada işlem gördüğünden, yatırım ortaklığı hisse senetleri net varlık değerinin altında veya üstünde fiyatlanabilmektedir. Hisse senetlerinin, net varlık değerinin altında fiyatlanması halinde iskontolu; net varlık değerinin üzerinde fiyatlanması halinde primli işlem görme söz konusu olmaktadır. Yatırım ortaklıklarının iskontolu veya primli işlem görmesi ekonomik ve davranışsal nedenlerden kaynaklandığı ortaya konulmaktadır. Ekonomik nedenler arasında temsil maliyetleri, MKYO'nun portföylerinde likit olmayan varlıklara sahip olması, vergi sorunları ve yatırım ortaklıkları kuruluşundaki düzenlemeler sıralanabilmektedir. Ancak ekonomik nedenlerin yatırım ortaklıkları iskontosunu yeterli derecede açıklayamadığı hususunda finans çevresinde bir uzlaşma söz konusudur. Buna göre iskonto daha çok davranışsal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Davranışsal açıdan bakıldığında yatırım ortaklıkları iskontosunu nedenleri ağırlıklı olarak yatırımcı duyarlılığı olmak üzere, bireysel yatırımcıların davranışları, ilk halka arzlar ve iskontodaki dalgalanmalar şeklinde sınıflandırılabilir.

İMKB'de işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları genel olarak iskontolu olarak işlem görmektedir. Araştırma döneminde tüm menkul kıymet ortaklıklarının ortalama iskonto oranı % 25 olarak gerçekleşmiştir. Şirket bazında iskonto oranlarına bakıldığında iskonto oranlarının uç noktalarının hayli farklı olduğu görülmektedir.

MKYO hisse senetlerinde temel olarak üç yatırımcı duyarlılığı göstergesinden söz edilebilir. İskonto oranının makul olarak kabul edilen %10–20 standart seviye dışında farklı bir oranda iskonto veya primli işlem görmesi bu göstergelerden ilkidir. İkincisi bu iskonto veya primlerde oluşabilecek yüksek derecedeki dalgalanmalardır. Son olarak ise farklı MKYO ait hisse senetlerindeki bu iskonto hareketlerinin birlikte hareket etmesidir. İMKB’de işlem gören MKYO’nun iskontoları incelendiğinde yatırımcı duyarlılığı göstergelerin varlığından söz etmek mümkündür. Çalışmanın üçüncü bölümünün son kısmında araştırılan iskontolara bakıldığında genel kabul edilen düzeyden daha yüksek oranlarda iskonto veya primlerin gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca bu iskonto veya primlerin araştırma dönemi içinde dalgalanmalar gösterdiği ve nispeten küçük sermaye yapısına sahip olan MKYO’da bu dalgalanmaların daha sert olduğu görülmektedir. Son olarak ise yine çalışmanın üçüncü bölümünde açıklandığı ve Ek.1’ de verildiği gibi Menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontolarının bazı istisnalar dışında genel itibariyle birlikte hareket ettiği gözlemlenmiştir. Yatırım ortaklıkları şirketlerine ait iskonto oranları arasındaki, önemli sayılabilecek korelasyon sonuçları bu ilişkiyi açıkça ortaya koymaktadır.

Bu çalışmada esas olarak yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye’deki yatırım ortaklıklarına ait Kasım 2000 — Aralık 2007 dönemi verileri kullanılarak ağırlıklı ortalama iskonto endeksi hesaplanmış ve bu iskonto endeksinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Hisse senedi getirileri, İMKB 30 endeksi, İMKB 50 endeksi ile İMKB 100 endeksi getirileri tarafından temsil edilmiştir. İskonto endeksinin, hisse senedi endeksleri üzerindeki etkisi regresyon analizlerinden yararlanılarak incelenmiştir.

Yatırım ortaklıkları iskonto endeksi, araştırma döneminde hisse senedi endekslerinin getirilerini oldukça düşük de olsa tahmin gücü bulunmaktadır. Yatırım ortaklıkları iskonto endeksindeki %100'lük bir artış olması halinde, hisse senedi getirilerinde yaklaşık olarak %1 civarında bir düşüş gerçekleşmektedir. Söz konusu

tahmin kabiliyeti, istatistiksel bakımdan anlamlı olmasına rağmen bu ilişki yeterince kuvvetli değildir.

Sonuçlar genel olarak özetlenirse, Türkiye'de menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontosu ile temsil edilen yatırımcı duyarlılığının, hisse senedi getirilerini etkilediğini ifade etmek yanlış olmayacaktır. Bu sonuç yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirilerini az da olsa tahmin edebildiğini ve İMKB'de yatırımcı duyarlılığının varlığını ortaya koymaktadır. Yatırım ortaklıkları iskontosunun, hisse senedi getirileri ile ters yönde hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, yatırım ortaklıkları iskontosunun zaman içindeki seyri izlenerek uygulanacak yatırım kararları, ilave kâr imkânları sunabilecektir. Ancak analiz sonuçları, yatırım ortaklıkları iskontosunun hisse senedi getirilerini tek başına yeterli derecede açıklayamadığını göstermiştir.

## KAYNAKÇA

- Abarbanell, Jeffery S.  
Victor L. Bernard : "Tests of analysis' overreaction / underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior", **Journal of Finance**, c.47, S.3., 1992, s.1181-1207.
- Aksoy, Ahmet: **Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Analizi**, 2. Baskı, Ankara, 1988.
- Aksoy, Murat: "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu," **İktisat Maliye Dergisi**, Sayı:2, 1974, s.66.
- Anderson, Seth C.;  
Born; A . Jeffery: **Closed and Investment Companies: Issues and Answers**, Boston, 1993.
- Aral, Uluer: "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirme", **İktisat ve Maliye Dergisi**, C.XIX, Sayı:6, 1982, s.235.
- Atuk, M. Bülent: "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi", (Basılmamış Tez), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, 1974.
- Aytaç, Zühtü: "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", **SPK-İAV Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar Kuruluşlar) Semineri Tebliğleri**, İstanbul, SPK - İAV Yayını, 1984.
- Baker, Malcolm;  
Jeffrey Wurgler: "Investor Sentiment and The Crosssection of Stock Returns", **NBER Working Paper Series**, S. 10449, 2004 No: W10449.
- Barberis, Nicholas;  
Andrei Shleifer;  
Robert Vishny : "A model of investor sentiment", **Journal of Financial Economics**, c.49, Barberis, s.307-343.
- Beker, Can: Yatırımcı Duyarlılığı: İMKB'de İşlem Gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, 2006.





- Berlin, Howard M.: **The Informed Investor's Guide to Financial Quotations: Evaluating stocks, bonds, mutual funds, futures and options**, Kingsport, Richard D. Irwin Inc.,1994.
- Binswanger, Mathias: **Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth: New Dimensions in The Co-evolution of Real and Financial Markets**, Northampton, Edward Elgar Publishing Inc., 1999, s.146.
- Black, Fischer: **"Noise"**, **Journal of Finance**, C. 41, No : 3, 1986, s.529-543.
- Bodurtha, James N.; Dong-Soon, Kim; Lee, Charles M. C.: "Closed-end Country Funds and U. S. Market Sentiment ", **Review of Financial Studies**, C :VII, No:3, 1993, s.879–918.
- Bolak, Mehmet: **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 3.Tıpkı Basım, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1998.
- Bozkurt, Ünal: **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İstanbul, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1988.
- Brown,Gregory W.: "Volatility, Sentiment and Noise Traders", **Investment Management and Research Journal**, March/April, 1999,s. 82-90.
- Brown, Gregory W.; Michael T. Cliff : "Investor sentiment and the near-term stock market", **Journal of Empirical Finance**, c.11, 2004, s.1-27.
- Burch, Timothy R.; Douglas R. Emery; Michael E. Fuerst : "What can "Nine-Eleven" tell us about closed-end fund discounts and investor sentiment", **Financial Review**, c.38, 2003, s.515-529.
- Canbaş, Serpil; Hatice Doğukanlı: **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Genişletilmiş 2. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1997.
- Ceylan, Ali: **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş Altıncı Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2000.

- Ceylan, Ali; Turan, Korkmaz: **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 1998.
- Chapman, Colin: **How The Stock Markets Work A Guide to the International Markets**, Completely Revised Fifth Edition, Century Books, 1994.
- Chay, J., & Trzcinka, C.: Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds, **Journal of Financial Economics**, 1999, s. 379–408.
- Chen, Nai Fu; Raymond Kan; Merton H. Miller: **"Are the discounts on closed-end funds a sentiment index?"**, **Journal of Finance**, c.48, 1993, S.2., s.795-800.
- Çanakçı, Ekrem: **Yatırım Ortaklıkları**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:100, Eylül 1997.
- Datar, Vinay: "Impact of Liquidity on premium/discounts in closed-end funds", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol:41, 2001, s. 119-135.
- De Bondt, Werner F. M.; Richard, Thaler: "Does the Stock Market Overreact?", **Journal of Finance**, C.40, S.3., 1985, s.793-805.
- De Long, J. Bradford; Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H.; Waldmann, Robert J.: "Noise Trader Risk in Financial Markets", **Journal of Political Economy**, C:XCVIII, No:4, 1990, s. 703-738.
- Dickey, David A; Wayne A. Fuller: "Distribution of the Estimators for autoregressive time series with a unit root", **Journal of the American Statistical Association**, C.74, S.366, s. 427-431.
- Dimson , Elroy; C. Minio Kozerski: "Closed-end funds: A Survey ", **Financial Markets Institutions and Instruments**, C:VIII, No:2, 1999, s.1.
- Dimson , Elroy; C. Minio Kozerski: **The Closed-end Fund Discount and Performance Persistence**, Working Paper, London Business School, 2001.

- Dimson , Elroy; C. Minio Paluello: **The Closed-end Found Discount**, Association for Investment Management and Research, Charlottesville, Virginia, January 2002.
- Doukas , John A.; Nicholas T. Milonas: "Investor sentiment and the Closed-end Fund Puzzle: out of sample evidence", **European Financial Management**, C.10, 2004, S.2., s.235-266.
- Elton, Edwin J.; Martin J. Gruber, Jeffrey A. Busse: "Do investors care about sentiment ?", **Journal of Business**, C.71, 1998, S.4.,s.477-500.
- Enders, Walter: **Applied Econometric Time Series**, First Edition, U.S.A., John W. & Sons inc.,1995.
- Fabozzi, Frank J: **Bond Portfolio Management**, Published by Frank J. Fabozzi Associates, Newhope, Pennsylvania, 1996.
- Ferman, Cumhur. **Investment Trust Tarifi Sermaye Tekevvünü ve Sermaye Piyasasının Gelişmesindeki Rolü**, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, 1961.
- Fettahoğlu, Abdurrahman: **Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri I**, Trabzon, K.T.Ü. Basımevi, 1993.
- Fortune, Peter: "Mutual Funds, Part I: Reshaping American Financial System", **New England Economic Review**, No: July/August, 1997, s.45-72.
- Francis, Jack Clark. **Management of Investments**, Third Edition, Mc. Graw Hill inc., 1993.
- Franko, Nissim: **Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı**, Batıder, C.13, 1985, s.22.
- Galbraith, John Kenneth: **Para**, İstanbul, Altın Kitaplar Yatınevi, 1990.
- Gemmill, Gordon; Dylan C. Thomas: **Investor Sentiment, Expenses and Arbitrage in Explaining the Discount on Closed-end Funds**, City University Business School, April, 2000.

- Gemmill, Gordon;  
Dylan C. Thomas: "Noise Trading, Costly Arbitrage & Asset Prices: Evidence from Closed-end Funds", **Journal of Finance**, C.57, 2002, S.6, s. 2571-2594.
- Gitman, Lawrence  
J.; Michael D.,  
Joehnk: **Fundamentals of Investing**, Third Edition, Newyork, Harper end Row Publishers, 1988.
- Gordon, Alexander J.;  
William F. Sharpe: **Fundamentals of Investments**, New Jersey,1989.
- Gordon, Alexander;  
William F. Sharpe;  
Jeffrey V. Bailey : **Fundamentals of Investments**, Second Edition, Prentice-Hall Int. inc., 1993.
- Gujarati, Damodar: **Temel Ekonometri**, Çev. Ümit Senesen ve Gülay Günkül Senesen, I. Basım, İstanbul, Literatür Yayınları,1999.
- Gujarati, Damodar: **Basic Econometrics**, Int. Edition, U.S.A., Mc. Graw Hill inc, 2003.
- Günel, Vural: **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri ( Araçlar, Kurumlar )**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1997.
- Haight, Timothy G.;  
Stephen, Morrell: **The Analysis Portfolio Management Performance**, Newyork, Mc.Graw Hill, 1997.
- Hatipoğlu, Zeyyat: **İşletme Finansmanı ve Türkiye'de Uygulanması, İşletme İktisadı ve Yönetimi Dizisi**, No:6, Aktif Büro Basım Organizasyon Yayınları, No:8, C.1, 1986, s.34.
- İpekçi, Nizam: **Şirketler Hukuku İlkeleri**, Ufuk Reklamcılık Matbaacılık, 1997.
- Jones, Charles P.: **Investment Analysis end Management**, Fourth Edition, John Wiley end Sons, 1994.
- Kandır, S.Yılmaz: Türkiye'de Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Adana, 2006.

- Kandır, S.Yılmaz: Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisi Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu ile İncelenmesi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S.29, Ocak, 2006.
- Kaplan, İbrahim. **Portföy Yönetim Sözleşmesi**, Batıder, C.XVIII, S.1-2, 1995.
- Karlı, Muharrem **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 1989, s.106.
- Karlı, Muharrem **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 2. Baskı, İstanbul, 1990.
- Karlı, Muharrem **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul, 1994.
- Kazgan, Haydar; Uğur, Murat Aksoy: **Sermaye Piyasası ve Yatırım Ortaklıkları**, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXX, Sayı:1, 1971, s.334.
- Kılınç, Kazım: **200 Soruda A'dan Z'ye Borsa**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995.
- Kocatürk, Ali: "Açılış Konuşması", **İAV Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler Semineri Tebliği**, İstanbul, İAV Yayınları, 1989.
- Koç, Yalkın Yüksel: " Yatırım Fonları ", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı: 128, Ekim 1988, s.8.
- Kumar, Raman; Gregory M., Noronha: " A Re - examination of the Relationship Between Closed – End Fund Discounts and Expenses", **Journal of Financial Research**, C:XV, No:2, 1992, s.139–147.
- Kutlar, Aziz: **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000
- Lee, Charles M. ; Andrei, Shleifer; Richard, H. Thaler: "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle", **Journal of Finance**, C:XLVI, No :1, 1991, s.75–109.

- Leonard, David C.;  
David M. Shull : “Investor sentiment and the closed-end fund evidence: impact of the january effect”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, c.36., 1996, S.1., s.117-126.
- Malkiel, Burton G.: "The Valuation of Closed-end Investment Company Shares", **Journal of Finance**, Vol.32, 1977, s.847-859.
- Muratoğlu, Dündar: **Investment Trustlar**, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara, 1964.
- Neal, Robert;  
Simon M. Wheatley: “Do measures of investor sentiment predict returns?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, c.33, 1998, S.4, s.523-547.
- Noronha, Gregory M.;  
Bruce L. Rubin: “Closed End Discounts: Agency Costs, Investor Sentiment and Portfolio”, **Journal of Economics and Finance**, C. 19, 1995, S. 2, s.29-44.
- Odabaşı, Selma Uras: “Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Avrupa Topluluğunun Ekonomik Yapısı Anabilim Dalı, 1993.
- Okat, Yalçın Özge: **Kolektif Yatırım Modellerine İlişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kolektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, SPK Yeterlilik Etüdüleri, 2000.
- Okumuş, Sinan: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İskonto ( Teorik ve Uygulamalı Bir Analiz ), Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü 2004.
- Öner, Mehmet  
Bülent: “Türk Sermaye Piyasasında Yatırım Fonları Uygulaması ve Yatırım Ortaklıkları”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para ve Banka Bölümü, 1988.

- Pessin, Allan H.: **Fundamentals of the Securities Industry**, New York, 1985.
- PhilipsPeter C.B.;  
Pierre Perron: "Testing for a unit root in time series regression", **Biometrika**, C.75. S.2., 1988, s.335-346.
- Qiu, Lily ;  
Ivo Welch: "Investment Sentiment Measures", **NBER Working Paper Series**, S. 10794, 2004.
- Reha Poroy, Ünal  
Tekinalp, Ersin  
Çamoğlu: **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**,  
Güncelleştirilmiş, 7. Baskı, 1997.
- Rodoplu, Gültekin: **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul,  
Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı  
Yayınları, Birinci Basım, 1993.
- Seyidoğlu, Halil: **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem  
Yayınları, 1992.
- Shleifer, Andrei;  
Lawrance H.  
Summers: (1990), "The noise trader approach to finance",  
**Journal of Economic Perspectives**, C:4, No: 2, s.19-  
33.
- Somer, Mehmet: **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk  
Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde  
Etkileri**, İstanbul, 1990.
- Soydemir, Selim: **Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Kore ve Türk  
Hukuku'nca Yatırım Fonları ve Para Piyasası  
Fonlarının Türkiye'de Olabilirliği**, SPK Araştırma  
Raporu, Kasım 1986.
- Statman, Meir: "How many stocks make a diversified portfolio?",  
**Journal of Financial and Quantitive Analysis**, c.22.  
S.3., 1987, s.353-362.
- Süngü, Sevtap: "Dünyada Yatırım Fonları", **İAV Türkiye'de Yatırım  
Fonları ve Son Gelişmeler Semineri Tebliği**,  
İstanbul, İAV, Yayınları, 1989.

- Taner, Berna; Polat, Lale: **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir, 1992.
- Tanör, Reha: **Türk Sermaye Piyasası I. Cilt Taraflar**, İstanbul, Beta Yayınları, Ağustos 1999.
- Tekinalp, Ünal: **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1982.
- Tevfik, Gürman: **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.
- Tuncer, Selahattin: **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori - Uygulama)**, İstanbul, Okan Yayıncılık Dağıtım, 1985.
- Tuncer, Selahattin: "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", **SPK - İAV Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar Kuruluşlar) Semineri Tebliği**, İstanbul, SPK - İAV Yayını, 1984.
- Uludağ, İlhan; Arıcan, Erişah: **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar - Kurumlar - Araçlar)**, İstanbul, Beta Yayınları, Temmuz 1999.
- Ünal, Targan: **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul, İMKB Araştırma Yayınları, 1995.
- Vural, Güven: **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, AİTİA Yayını No: 120, 1978.
- Yasaman, Hamdi: "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları", **İktisat Maliye Dergisi**, C. XX, Sayı: 5, 1973-1974, s.149.
- Yasaman, Hamdi: **İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukuna Uygulama İmkanları**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1980.



White, Halbert: “A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity”, **Econometrica**, C.48, S.4., 1980, s.817-838.

### **Kanun ve Tebliğler :**

Kurumlar Vergisi Kanunu

Sermaye Piyasası Kanunu

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu SPK Tebliğleri.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği,” Seri VI,

No:4, 31.7.1992 tarihli ve 21301 sayılı mükerrer Resmi Gazete.

Türk Ticaret Kanunu.

### **İnternet Kaynakları :**

Altay, Erdinç: “Fiyat Köpüğü Olgusunun İMKB’de Test Edilmesi”, **Finans Bilim Platformu**, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, 1-4 Kasım 2006, <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/FIYATKOPUGU.pdf>, (Çevrimiçi) 15 Ocak 2006.

Closed-End Fund Association,inc., Understanding of Advantages of Closed-End Funds”, (Çevrimiçi) [http://www.closed-endfunds.com/\\_/docs/content/Learn/CEFA](http://www.closed-endfunds.com/_/docs/content/Learn/CEFA)

Investment Company Institute, “A Guide to Closed-End Funds”, (Çevrimiçi) <http://www.ici.org/pdf/guide2closed-end.pdf>, 13 Şubat 2008.

İMKB, **Aylık Bültenler**,15.01.2008, (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 15 Şubat 2008.

SPK, **Aylık Bültenleri**, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>, 15 Ocak 2008.

### EK.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskonto Yüzdeleri Arasındaki Korelasyon Matrisi

|     | END      | AK       | ALT       | ATA       | ATS       | ATL       | AVR       | BUM      | DEN      | ECZ       | FIN       | GRN       | IS       | MY       | TAC      | VRL      | YKR      |
|-----|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| END | 1        | .863**   | .819(**)  | .604(**)  | .832(**)  | .659(**)  | -0.106    | .624(**) | .492(**) | 0.154     | .613(**)  | .580(**)  | .849(**) | .483(**) | .670(**) | 0.094    | .635(**) |
| AK  | .863(**) | 1        | .563(**)  | .487(**)  | .625(**)  | .533(**)  | 0.052     | .424(**) | .314(**) | .226(*)   | .487(**)  | .278(**)  | .826(**) | .359(**) | .481(**) | -0.019   | .478(**) |
| ALT | .819(**) | .56(**)  | 1         | .531(**)  | .850(**)  | .624(**)  | -.309(**) | .725(**) | .529(**) | 0.002     | .508(**)  | .789(**)  | .616(**) | .474(**) | .601(**) | 0.057    | .481(**) |
| ATA | .604(**) | .487(**) | .531(**)  | 1         | .573(**)  | .655(**)  | -.383(**) | .300(**) | 0.202    | -0.091    | .666(**)  | .349(**)  | .435(**) | .254(*)  | .490(**) | 0.09     | .411(**) |
| ATS | .832(**) | .625(**) | .850(**)  | .573(**)  | 1         | .697(**)  | -.339(**) | .720(**) | .635(**) | -0.086    | .639(**)  | .748(**)  | .548(**) | .598(**) | .701(**) | 0.073    | .565(**) |
| ATL | .659(**) | .533(**) | .624(**)  | .655(**)  | .697(**)  | 1         | -.289(**) | .290(**) | .230(*)  | 0.025     | .621(**)  | .412(**)  | .377(**) | 0.196    | .658(**) | 0.053    | .584(**) |
| AVR | -0.106   | 0.052    | -.309(**) | -.383(**) | -.339(**) | -.289(**) | 1         | -.255(*) | -0.184   | .252(*)   | -.500(**) | -.411(**) | 0.001    | -0.152   | -0.027   | -.236(*) | -0.058   |
| BUM | .624(**) | .424(**) | .725(**)  | .300(**)  | .720(**)  | .290(**)  | -.255(*)  | 1        | .790(**) | 0.074     | .276(*)   | .701(**)  | .443(**) | .844(**) | .475(**) | 0.035    | .363(**) |
| DEN | .492(**) | .314(**) | .529(**)  | 0.202     | .635(**)  | .230(*)   | -0.184    | .790(**) | 1        | 0.067     | 0.156     | .688(**)  | .250(*)  | .824(**) | .441(**) | -0.039   | .323(**) |
| ECZ | 0.154    | .226(*)  | 0.002     | -0.091    | -0.086    | 0.025     | .252(*)   | 0.074    | 0.067    | 1         | -.336(**) | -0.019    | .239(*)  | 0.124    | -0.102   | -.230(*) | 0.091    |
| FIN | .613(**) | .487(**) | .508(**)  | .666(**)  | .639(**)  | .621(**)  | -.500(**) | .276(*)  | 0.156    | -.336(**) | 1         | .353(**)  | .392(**) | 0.198    | .541(**) | .239(*)  | .492(**) |
| GRN | .580(**) | .278(**) | .789(**)  | .349(**)  | .748(**)  | .412(**)  | -.411(**) | .701(**) | .688(**) | -0.019    | .353(**)  | 1         | .338(**) | .555(**) | .471(**) | 0.012    | .318(**) |
| IS  | .849(**) | .826(**) | .616(**)  | .435(**)  | .548(**)  | .377(**)  | 0.001     | .443(**) | .250(*)  | .239(*)   | .392(**)  | .338(**)  | 1        | .244(*)  | .312(**) | 0.032    | .324(**) |
| MY  | .483(**) | .359(**) | .474(**)  | .254(*)   | .598(**)  | 0.196     | -0.152    | .844(**) | .824(**) | 0.124     | 0.198     | .555(**)  | .244(*)  | 1        | .477(**) | -0.022   | .330(**) |
| TAC | .670(**) | .481(**) | .601(**)  | .490(**)  | .701(**)  | .658(**)  | -0.027    | .475(**) | .441(**) | -0.102    | .541(**)  | .471(**)  | .312(**) | .477(**) | 1        | 0.042    | .639(**) |
| VRL | 0.094    | -0.019   | 0.057     | 0.09      | 0.073     | 0.053     | -.236(*)  | 0.035    | -0.039   | -.230(*)  | .239(*)   | 0.012     | 0.032    | -0.022   | 0.042    | 1        | 0.043    |
| YKR | .635(**) | .478(**) | .481(**)  | .411(**)  | .565(**)  | .584(**)  | -0.058    | .363(**) | .323(**) | 0.091     | .492(**)  | .318(**)  | .324(**) | .330(**) | .639(**) | 0.043    | 1        |

\*\* Korelasyonun % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

\* Korelasyonun % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

## EK.2. MKYO' ya Ait Veriler

|    | Tarih  | AİE     | DAİE     |
|----|--------|---------|----------|
| 1  | Kas.00 | 7,0919  | 32,5143  |
| 2  | Ara.00 | 11,3201 | 4,2282   |
| 3  | Oca.01 | 14,9789 | 3,6588   |
| 4  | Şub.01 | 32,2975 | 17,3186  |
| 5  | Mar.01 | 34,3675 | 2,0700   |
| 6  | Nis.01 | 13,0886 | -21,2789 |
| 7  | May.01 | 23,3377 | 10,2491  |
| 8  | Haz.01 | 26,4352 | 3,0975   |
| 9  | Tem.01 | 33,5688 | 7,1336   |
| 10 | Ağu.01 | 34,2013 | 0,6325   |
| 11 | Eyl.01 | 42,9683 | 8,7670   |
| 12 | Eki.01 | 35,6819 | -7,2864  |
| 13 | Kas.01 | 31,8290 | -3,8530  |
| 14 | Ara.01 | 25,6544 | -6,1746  |
| 15 | Oca.02 | 22,2845 | -3,3698  |
| 16 | Şub.02 | 24,1713 | 1,8868   |
| 17 | Mar.02 | 20,2931 | -3,8782  |
| 18 | Nis.02 | 19,5696 | -0,7235  |
| 19 | May.02 | 36,4226 | 16,8530  |
| 20 | Haz.02 | 42,4005 | 5,9779   |
| 21 | Tem.02 | 47,4373 | 5,0368   |
| 22 | Ağu.02 | 50,1349 | 2,6975   |
| 23 | Eyl.02 | 51,0188 | 0,8839   |
| 24 | Eki.02 | 49,7175 | -1,3013  |
| 25 | Kas.02 | 39,6872 | -10,0303 |
| 26 | Ara.02 | 46,6385 | 6,9513   |
| 27 | Oca.03 | 48,2488 | 1,6103   |
| 28 | Şub.03 | 48,2063 | -0,0425  |
| 29 | Mar.03 | 48,2132 | 0,0069   |
| 30 | Nis.03 | 41,3577 | -6,8555  |
| 31 | May.03 | 43,8961 | 2,5384   |
| 32 | Haz.03 | 42,8819 | -1,0142  |
| 33 | Tem.03 | 49,6707 | 6,7887   |
| 34 | Ağu.03 | 45,5506 | -4,1201  |
| 35 | Eyl.03 | 49,6777 | 4,1271   |
| 36 | Eki.03 | 41,5147 | -8,1630  |
| 37 | Kas.03 | 42,2645 | 0,7498   |
| 38 | Ara.03 | 30,4355 | -11,8290 |
| 39 | Oca.04 | 6,7921  | -23,6434 |
| 40 | Şub.04 | 12,9245 | 6,1323   |
| 41 | Mar.04 | -0,0105 | -12,9350 |
| 42 | Nis.04 | -4,6006 | -4,5901  |
| 43 | May.04 | -4,6619 | -0,0613  |

|    | Tarih  | AİE     | DAİE     |
|----|--------|---------|----------|
| 44 | Haz.04 | 7,9039  | 12,5658  |
| 45 | Tem.04 | 19,0899 | 11,1860  |
| 46 | Ağu.04 | 7,8155  | -11,2744 |
| 47 | Eyl.04 | -2,0897 | -9,9052  |
| 48 | Eki.04 | -7,7262 | -5,6366  |
| 49 | Kas.04 | -0,8913 | 6,8349   |
| 50 | Ara.04 | 5,3575  | 6,2488   |
| 51 | Oca.05 | 9,8200  | 4,4625   |
| 52 | Şub.05 | 10,0659 | 0,2458   |
| 53 | Mar.05 | 15,5977 | 5,5319   |
| 54 | Nis.05 | 22,4008 | 6,8031   |
| 55 | May.05 | 24,6847 | 2,2840   |
| 56 | Haz.05 | 20,7295 | -3,9552  |
| 57 | Tem.05 | 18,7371 | -1,9925  |
| 58 | Ağu.05 | 16,0238 | -2,7132  |
| 59 | Eyl.05 | 15,1999 | -0,8239  |
| 60 | Eki.05 | 11,6295 | -3,5704  |
| 61 | Kas.05 | 7,2144  | -4,4152  |
| 62 | Ara.05 | 2,4008  | -4,8136  |
| 63 | Oca.06 | 10,4061 | 8,0053   |
| 64 | Şub.06 | 7,2097  | -3,1965  |
| 65 | Mar.06 | 9,6408  | 2,4311   |
| 66 | Nis.06 | 9,0708  | -0,5700  |
| 67 | May.06 | 16,8002 | 7,7294   |
| 68 | Haz.06 | 18,0755 | 1,2753   |
| 69 | Tem.06 | 26,2113 | 8,1358   |
| 70 | Ağu.06 | 24,8264 | -1,3850  |
| 71 | Eyl.06 | 24,1289 | -0,6974  |
| 72 | Eki.06 | 21,0201 | -3,1089  |
| 73 | Kas.06 | 27,2737 | 6,2537   |
| 74 | Ara.06 | 26,6367 | -0,6370  |
| 75 | Oca.07 | 29,8501 | 3,2134   |
| 76 | Şub.07 | 24,0522 | -5,7979  |
| 77 | Mar.07 | 30,9410 | 6,8888   |
| 78 | Nis.07 | 38,1788 | 7,2378   |
| 79 | May.07 | 34,8360 | -3,3428  |
| 80 | Haz.07 | 35,4130 | 0,5770   |
| 81 | Tem.07 | 34,1064 | -1,3067  |
| 82 | Ağu.07 | 33,9615 | -0,1449  |
| 83 | Eyl.07 | 34,8452 | 0,8837   |
| 84 | Eki.07 | 34,8973 | 0,0522   |
| 85 | Kas.07 | 36,9333 | 2,0359   |
| 86 | Ara.07 | 38,2544 | 1,3212   |



### Ek.3. İMKB Hisse Senedi Endeks Getirilerine Ait Veriler

| Endeks Tarih | İMKB 30     |             |              | İMKB 50     |             |              | İMKB 100    |             |              |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
|              | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı |
| Kas.00       | 17493,4     | 10787,6     | -0,3833      | 13755,48    | 8533,07     | -0,3797      | 14079,07    | 8747,68     | -0,3787      |
| Ara.00       | 9847,92     | 11909,71    | 0,2094       | 7772,9      | 9267,51     | 0,1923       | 7977,83     | 9437,21     | 0,1829       |
| Oca.01       | 11921,16    | 13677,95    | 0,1474       | 9305,08     | 10558,22    | 0,1347       | 9467,07     | 10685,07    | 0,1287       |
| Şub.01       | 13605,61    | 11355,65    | -0,1654      | 10509,2     | 8767,54     | -0,1657      | 10638,23    | 8791,6      | -0,1736      |
| Mar.01       | 12141,48    | 10177,57    | -0,1618      | 9377,8      | 7891,84     | -0,1585      | 9406,65     | 8022,72     | -0,1471      |
| Nis.01       | 9964,39     | 15848,51    | 0,5905       | 7725,2      | 12226,95    | 0,5827       | 7855,67     | 12367,36    | 0,5743       |
| May.01       | 15421,55    | 13939,59    | -0,0961      | 11935,55    | 10745,45    | -0,0997      | 12093,41    | 10879,83    | -0,1004      |
| Haz.01       | 14419,91    | 14225       | -0,0135      | 11122,56    | 11058,32    | -0,0058      | 11270,98    | 11204,24    | -0,0059      |
| Tem.01       | 14601,96    | 12514,07    | -0,1430      | 11355,65    | 9750,14     | -0,1414      | 11513,57    | 9914,61     | -0,1389      |
| Ağu.01       | 12916,8     | 12484,58    | -0,0335      | 10049,05    | 9717,87     | -0,0330      | 10211,44    | 9878,88     | -0,0326      |
| Eyl.01       | 12154,02    | 9812,42     | -0,1927      | 9459,76     | 7565,77     | -0,2002      | 9616,34     | 7625,87     | -0,2070      |
| Eki.01       | 9929,67     | 12551,69    | 0,2641       | 7662,88     | 9717,77     | 0,2682       | 7729,37     | 9848,76     | 0,2742       |
| Kas.01       | 12266,77    | 14771,92    | 0,2042       | 9503,29     | 11464,15    | 0,2063       | 9634,61     | 11633,93    | 0,2075       |
| Ara.01       | 14526,15    | 17516,43    | 0,2059       | 11289,87    | 13605,85    | 0,2051       | 11467,24    | 13782,76    | 0,2019       |
| Oca.02       | 17906,26    | 16776,91    | -0,0631      | 13909,35    | 13045,11    | -0,0621      | 14077,98    | 13252,32    | -0,0586      |
| Şub.02       | 16957,93    | 14030,07    | -0,1727      | 13180,15    | 10889,53    | -0,1738      | 13375,36    | 11055,67    | -0,1734      |
| Mar.02       | 14562,16    | 14898,56    | 0,0231       | 11297,08    | 11540,3     | 0,0215       | 11470,86    | 11679,43    | 0,0182       |
| Nis.02       | 14830,46    | 14569,4     | -0,0176      | 11482,32    | 11298,41    | -0,0160      | 11621,55    | 11441,5     | -0,0155      |
| May.02       | 14629,29    | 13305,61    | -0,0905      | 11335,96    | 10303,39    | -0,0911      | 11479,72    | 10413,7     | -0,0929      |
| Haz.02       | 13196,93    | 11840,29    | -0,1028      | 10219,38    | 9217,43     | -0,0980      | 10316,91    | 9379,92     | -0,0908      |
| Tem.02       | 12059,84    | 12807,89    | 0,0620       | 9371,79     | 10023,08    | 0,0695       | 9564,99     | 10236,46    | 0,0702       |
| Ağu.02       | 13224,77    | 11805,97    | -0,1073      | 10432,99    | 9342,64     | -0,1045      | 10582,03    | 9547,3      | -0,0978      |
| Eyl.02       | 11586,89    | 10890,05    | -0,0601      | 9179,84     | 8623,14     | -0,0606      | 9388,86     | 8842,24     | -0,0582      |
| Eki.02       | 11127,94    | 12734,36    | 0,1444       | 8805,12     | 10035,12    | 0,1397       | 9001,18     | 10251,92    | 0,1390       |
| Kas.02       | 12708,66    | 16407,56    | 0,2911       | 9969,55     | 12923,23    | 0,2963       | 10217,08    | 13300,4     | 0,3018       |
| Ara.02       | 16570,03    | 12795,45    | -0,2278      | 13061,88    | 10114,81    | -0,2256      | 13364,17    | 10369,92    | -0,2241      |
| Oca.03       | 13053,08    | 13742,43    | 0,0528       | 10384,54    | 10813,5     | 0,0413       | 10598,58    | 11032,03    | 0,0409       |
| Şub.03       | 13881,6     | 14385,77    | 0,0363       | 10912,87    | 11298,5     | 0,0353       | 11122,03    | 11574,44    | 0,0407       |
| Mar.03       | 12604,37    | 11776,46    | -0,0657      | 9940,24     | 9259,7      | -0,0685      | 10128,88    | 9475,09     | -0,0645      |
| Nis.03       | 12120,08    | 14123,13    | 0,1653       | 9523,22     | 11174,88    | 0,1734       | 9773,83     | 11509,95    | 0,1776       |
| May.03       | 14057,67    | 13934,87    | -0,0087      | 11173,67    | 11110,23    | -0,0057      | 11467,63    | 11381,42    | -0,0075      |
| Haz.03       | 14246,27    | 13482,67    | -0,0536      | 11268,22    | 10611,89    | -0,0582      | 11579,26    | 10884,43    | -0,0600      |
| Tem.03       | 13319,13    | 13236,65    | -0,0062      | 10499,42    | 10373,26    | -0,0120      | 10749,83    | 10572,04    | -0,0165      |
| Ağu.03       | 13348,87    | 14686,86    | 0,1002       | 10463,18    | 11496,5     | 0,0988       | 10621,15    | 11611,84    | 0,0933       |
| Eyl.03       | 14746,18    | 16736,33    | 0,1350       | 11541,34    | 13009,18    | 0,1272       | 11652,83    | 13055,9     | 0,1204       |
| Eki.03       | 17287,08    | 20431,73    | 0,1819       | 13396,76    | 15747,78    | 0,1755       | 13444,01    | 15754,34    | 0,1718       |
| Kas.03       | 21282,15    | 18764,66    | -0,1183      | 16359,72    | 14551,83    | -0,1105      | 16341,19    | 14617,53    | -0,1055      |
| Ara.03       | 20732,02    | 24310,03    | 0,1726       | 15987,46    | 18594,76    | 0,1631       | 16007,59    | 18625,02    | 0,1635       |
| Oca.04       | 25036,43    | 22370,5     | -0,1065      | 19127,3     | 17190,99    | -0,1012      | 19147,69    | 17259,25    | -0,0986      |
| Şub.04       | 22071,72    | 24472,5     | 0,1088       | 16967,72    | 18846,35    | 0,1107       | 17033,75    | 18889,2     | 0,1089       |
| Mar.04       | 24327,18    | 25899       | 0,0646       | 18728,42    | 20062,37    | 0,0712       | 18786,39    | 20190,83    | 0,0748       |
| Nis.04       | 26024,02    | 22584,09    | -0,1322      | 20176,05    | 17828,55    | -0,1164      | 20322,17    | 18022,69    | -0,1132      |
| May.04       | 22257,38    | 21508,91    | -0,0336      | 17511,48    | 16907,27    | -0,0345      | 17678,25    | 17081,08    | -0,0338      |
| Haz.04       | 21121,29    | 23011,65    | 0,0895       | 16596,72    | 17900,48    | 0,0786       | 16766,78    | 17967,6     | 0,0716       |
| Tem.04       | 23464,72    | 24883,79    | 0,0605       | 18239,52    | 19370,98    | 0,0620       | 18290,31    | 19380,86    | 0,0596       |

| Endeks Tarih | İMKB 30     |             |              | İMKB 50     |             |              | İMKB 100    |             |              |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
|              | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı | Aybaşı E.G. | Aysonu E.G. | Getiri Oranı |
| Ağu.04       | 25323,38    | 25923,44    | 0,0237       | 19698,48    | 20166,33    | 0,0238       | 19698,12    | 20218,37    | 0,0264       |
| Eyl.04       | 26325,43    | 28026,37    | 0,0646       | 20476,74    | 21884,89    | 0,0688       | 20512,2     | 21953,52    | 0,0703       |
| Eki.04       | 27739,91    | 29321,16    | 0,0570       | 21653,98    | 22806,6     | 0,0532       | 21722,5     | 22899,89    | 0,0542       |
| Kas.04       | 29184,02    | 28798,97    | -0,0132      | 22725,57    | 22392,5     | -0,0147      | 22857,94    | 22486,2     | -0,0163      |
| Ara.04       | 28894,68    | 32152,87    | 0,1128       | 22461,7     | 24988,27    | 0,1125       | 22560,87    | 24971,68    | 0,1069       |
| Oca.05       | 32782,15    | 34770,44    | 0,0607       | 25463,04    | 27170,51    | 0,0671       | 25445,15    | 27330,35    | 0,0741       |
| Şub.05       | 35415,49    | 36256,86    | 0,0238       | 27665,55    | 28305,29    | 0,0231       | 27849,79    | 28396,17    | 0,0196       |
| Mar.05       | 35376,51    | 32560,27    | -0,0796      | 27657,73    | 25490,37    | -0,0784      | 27768,46    | 25557,76    | -0,0796      |
| Nis.05       | 32808,29    | 30319,42    | -0,0759      | 25676,65    | 23717,57    | -0,0763      | 25740,76    | 23591,64    | -0,0835      |
| May.05       | 31195,63    | 32325,14    | 0,0362       | 24394,92    | 25269,91    | 0,0359       | 24252,96    | 25236,48    | 0,0406       |
| Haz.05       | 32302,07    | 34473,76    | 0,0672       | 25247,51    | 26973,96    | 0,0684       | 25230,81    | 26957,32    | 0,0684       |
| Tem.05       | 35341,2     | 37806,83    | 0,0698       | 27645,34    | 29530,89    | 0,0682       | 27616,86    | 29615,29    | 0,0724       |
| Ağu.05       | 37986,17    | 39739,74    | 0,0462       | 29656,98    | 30897,37    | 0,0418       | 29776,69    | 30908,02    | 0,0380       |
| Eyl.05       | 41191,35    | 42939,38    | 0,0424       | 31975,52    | 33307,29    | 0,0416       | 31947,95    | 33333,23    | 0,0434       |
| Eki.05       | 44230,97    | 40789,03    | -0,0778      | 34283,14    | 31852,66    | -0,0709      | 34300,9     | 31963,99    | -0,0681      |
| Kas.05       | 41914,3     | 48930,72    | 0,1674       | 32685,14    | 38037,39    | 0,1638       | 32791,99    | 38088,65    | 0,1615       |
| Ara.05       | 49088,14    | 50467,53    | 0,0281       | 38159,75    | 39423,44    | 0,0331       | 38296,91    | 39777,7     | 0,0387       |
| Oca.06       | 50551,02    | 56988,75    | 0,1274       | 39438,27    | 44411,97    | 0,1261       | 39790,72    | 44590,22    | 0,1206       |
| Şub.06       | 57896,31    | 59676,14    | 0,0307       | 45045,62    | 46565,26    | 0,0337       | 45250,66    | 47015,88    | 0,0390       |
| Mar.06       | 60245,33    | 54066,94    | -0,1026      | 47035,78    | 42513,02    | -0,0962      | 47492,97    | 42911,32    | -0,0965      |
| Nis.06       | 55685,68    | 55190,84    | -0,0089      | 43680,33    | 43486,08    | -0,0044      | 44028,4     | 43880,43    | -0,0034      |
| May.06       | 55505,33    | 47916,32    | -0,1367      | 43679,34    | 37863,34    | -0,1332      | 44030,35    | 38132,21    | -0,1340      |
| Haz.06       | 48107,98    | 44734,31    | -0,0701      | 38124,26    | 35467,41    | -0,0697      | 38395,24    | 35453,31    | -0,0766      |
| Tem.06       | 44835,94    | 45530,74    | 0,0155       | 35470,01    | 35991,09    | 0,0147       | 35456,47    | 36067,92    | 0,0172       |
| Ağu.06       | 45024,28    | 47160,51    | 0,0474       | 35652,72    | 37078,68    | 0,0400       | 35742,75    | 37285,94    | 0,0432       |
| Eyl.06       | 47314,09    | 46607,71    | -0,0149      | 37201,18    | 36644,61    | -0,0150      | 37414,94    | 36924,86    | -0,0131      |
| Eki.06       | 46784,58    | 51403,21    | 0,0987       | 36727,59    | 40323,14    | 0,0979       | 36983,89    | 40582,25    | 0,0973       |
| Kas.06       | 51380,98    | 47720,02    | -0,0713      | 40333,46    | 37849,93    | -0,0616      | 40601,72    | 38168,53    | -0,0599      |
| Ara.06       | 47753,2     | 48551,38    | 0,0167       | 37883,37    | 38834,76    | 0,0251       | 38196,52    | 39117,46    | 0,0241       |
| Oca.07       | 48413,73    | 51549,16    | 0,0648       | 38717,36    | 41051,78    | 0,0603       | 39006,27    | 41182,55    | 0,0558       |
| Şub.07       | 53053,76    | 52061,64    | -0,0187      | 42193,2     | 41277,45    | -0,0217      | 42301,96    | 41430,99    | -0,0206      |
| Mar.07       | 49525,88    | 54567,36    | 0,1018       | 39363,32    | 43397,24    | 0,1025       | 39588,24    | 43661,12    | 0,1029       |
| Nis.07       | 54348,55    | 56811,95    | 0,0453       | 43246,62    | 44952,6     | 0,0394       | 43542,2     | 44984,45    | 0,0331       |
| May.07       | 54678,39    | 58486,66    | 0,0696       | 43423,7     | 46792,5     | 0,0776       | 43529,49    | 47081,49    | 0,0816       |
| Haz.07       | 57746,01    | 58413,71    | 0,0116       | 46163,45    | 46742,95    | 0,0126       | 46490,14    | 47093,67    | 0,0130       |
| Tem.07       | 59277,46    | 66325,95    | 0,1189       | 47414,05    | 52642,49    | 0,1103       | 47730,53    | 52824,89    | 0,1067       |
| Ağu.07       | 64214,64    | 63211,41    | -0,0156      | 51088,5     | 50108,48    | -0,0192      | 51299,3     | 50198,6     | -0,0215      |
| Eyl.07       | 62806,3     | 68547,31    | 0,0914       | 49810,16    | 54178,76    | 0,0877       | 49936,94    | 54044,22    | 0,0822       |
| Eki.07       | 68724,55    | 73361,93    | 0,0675       | 54348,37    | 57909,4     | 0,0655       | 54198,04    | 57615,72    | 0,0631       |
| Kas.07       | 73161,28    | 68777,28    | -0,0599      | 57678,33    | 54192,93    | -0,0604      | 57371,31    | 54213,82    | -0,0550      |
| Ara.07       | 68879,82    | 70457,3     | 0,0229       | 54287,69    | 55548,77    | 0,0232       | 54320,04    | 55538,13    | 0,0224       |

## Ek 4. Regresyon Analizine Ait Bulgular

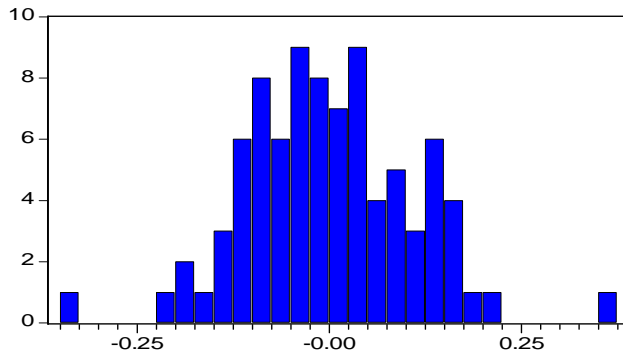
### 1- İMKB 30 - DAİE

| White Heteroskedasticity Test: |          |             |   |
|--------------------------------|----------|-------------|---|
| F-statistic                    | 28,42393 | Probability | 0 |
| Obs*R-squared                  | 34,95882 | Probability | 0 |

| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: |          |             |          |
|---|----------|-------------|----------|
| F-statistic                                 | 1,302565 | Probability | 0,257027 |
| Obs*R-squared                               | 1,328792 | Probability | 0,24902  |

### Regresyon Analizi Sonuçları

| Dependent Variable: Y  |             |                       |             |           |
|--|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Method: Least Squares  |             |                       |             |           |
| Date: 08/04/08 Time: 22:51                                       |             |                       |             |           |
| Sample: 1 86   |             |                       |             |           |
| Included observations: 86  |             |                       |             |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |             |                       |             |           |
| Variable   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C  | 0,026852    | 0,012833              | 2,092457    | 0,0394    |
| X  | -0,008965   | 0,002708              | -3,310178   | 0,0014    |
| R-squared  | 0,281177    | Mean dependent var    |             | 0,020214  |
| Adjusted R-squared   | 0,27262     | S.D. dependent var    |             | 0,130249  |
| S.E. of regression   | 0,111085    | Akaike info criterion |             | -1,534067 |
| Sum squared resid  | 1,036543    | Schwarz criterion     |             | -1,476989 |
| Log likelihood   | 67,96489    | F-statistic           |             | 32,85769  |
| Durbin-Watson stat   | 2,234654    | Prob(F-statistic)     |             | 0         |



|                   |           |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals |           |
| Sample 1 86       |           |
| Observations 86   |           |
| Mean              | 2.64e-18  |
| Median            | -0.007564 |
| Maximum           | 0.372902  |
| Minimum           | -0.345292 |
| Std. Dev.         | 0.110429  |
| Skewness          | 0.185692  |
| Kurtosis          | 4.056902  |
| Jarque-Bera       | 4.496969  |
| Probability       | 0.105559  |

## İMKB 50 - DAİE

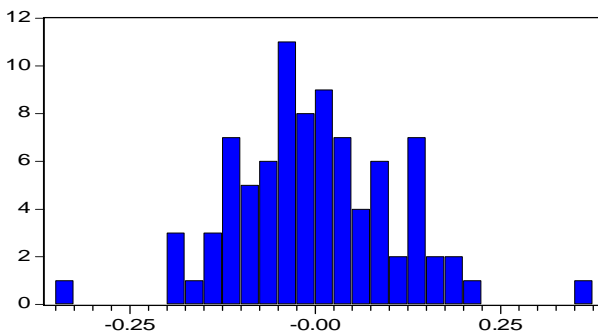
| White Heteroskedasticity Test: |          |             |   |
|--------------------------------|----------|-------------|---|
| F-statistic                    | 29,22982 | Probability | 0 |
| Obs*R-squared                  | 35,54038 | Probability | 0 |

| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: |          |             |          |
|---|----------|-------------|----------|
| F-statistic                                 | 1,658414 | Probability | 0,196764 |
| Obs*R-squared                               | 3,343387 | Probability | 0,187928 |

### Regresyon Analizi Sonuçları

|                            |  |
|----------------------------|--|
| Dependent Variable: Y      |  |
| Method: Least Squares      |  |
| Date: 08/04/08 Time: 23:08 |  |
| Sample: 1 86               |  |
| Included observations: 86  |  |

| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |             |                       |             |           |
|--|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Variable   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C  | 0,026754    | 0,012584              | 2,125955    | 0,0364    |
| X  | -0,009011   | 0,002657              | -3,391989   | 0,0011    |
| R-squared  | 0,291595    | Mean dependent var    |             | 0,020082  |
| Adjusted R-squared   | 0,283162    | S.D. dependent var    |             | 0,128563  |
| S.E. of regression   | 0,108849    | Akaike info criterion |             | -1,574726 |
| Sum squared resid  | 0,995244    | Schwarz criterion     |             | -1,517649 |
| Log likelihood   | 69,71323    | F-statistic           |             | 34,57627  |
| Durbin-Watson stat   | 2,241703    | Prob(F-statistic)     |             | 0         |



|                   |           |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals |           |
| Sample 1 86       |           |
| Observations 86   |           |
| Mean              | -3.75e-18 |
| Median            | -0.005999 |
| Maximum           | 0.364233  |
| Minimum           | -0.341042 |
| Std. Dev.         | 0.108207  |
| Skewness          | 0.175068  |
| Kurtosis          | 4.051776  |
| Jarque-Bera       | 4.403301  |
| Probability       | 0.110620  |



## İMKB 100 - DAİE

### White Heteroskedasticity Test:

|               |          |             |   |
|---------------|----------|-------------|---|
| F-statistic   | 30,06686 | Probability | 0 |
| Obs*R-squared | 36,13055 | Probability | 0 |

### Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

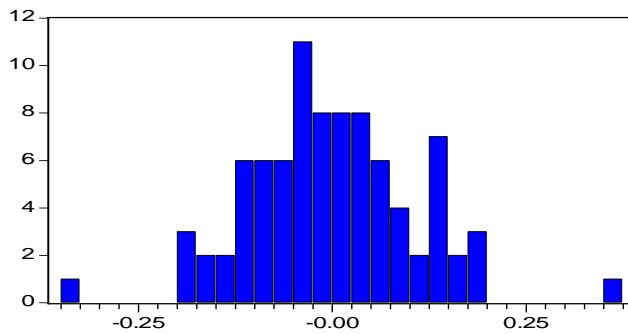
|               |          |             |          |
|---------------|----------|-------------|----------|
| F-statistic   | 1,647743 | Probability | 0,198792 |
| Obs*R-squared | 3,322707 | Probability | 0,189882 |

## Regresyon Analizi Sonuçları

|                            |
|----------------------------|
| Dependent Variable: Y      |
| Method: Least Squares      |
| Date: 08/04/08 Time: 23:18 |
| Sample: 1 86               |
| Included observations: 86  |

### White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| C                  | 0,026704    | 0,012406              | 2,152504    | 0,0342 |
| X                  | -0,009126   | 0,002618              | -3,485829   | 0,0008 |
| R-squared          | 0,303166    | Mean dependent var    | 0,019947    |        |
| Adjusted R-squared | 0,29487     | S.D. dependent var    | 0,127687    |        |
| S.E. of regression | 0,107221    | Akaike info criterion | -1,604869   |        |
| Sum squared resid  | 0,965692    | Schwarz criterion     | -1,547791   |        |
| Log likelihood     | 71,00936    | F-statistic           | 36,54521    |        |
| Durbin-Watson stat | 2,233963    | Prob(F-statistic)     | 0           |        |



|                   |           |
|-------------------|-----------|
| Series: Residuals |           |
| Sample 1 86       |           |
| Observations 86   |           |
| Mean              | 2.37e-18  |
| Median            | -0.006624 |
| Maximum           | 0.353435  |
| Minimum           | -0.341089 |
| Std. Dev.         | 0.106588  |
| Skewness          | 0.143512  |
| Kurtosis          | 4.038949  |
| Jarque-Bera       | 4.163111  |
| Probability       | 0.124736  |