

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA FİNANSAL KRİZ DÖNEMİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN HİSSE SENEDİ TERCİHLERİNİN ANALİZİ

Mine AKSOY*

Özet

Bu çalışmada yabancı yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) 2006-2011 döneminde, portföy yatırımları için tercih ettikleri hisse senetleri analiz edilmiştir. Analiz sonuçları, yabancı yatırımcıların piyasa değeri büyük olan firmaları, yerli yatırımcıların ise piyasa değeri küçük olan firmaları tercih ettiğini göstermiştir. Yerli ve yabancı yatırımcılar, yatırımcı grupları bazında detaylı olarak incelendiğinde, yatırım fonlarının özellikle özsermayesi yüksek firmaları tercih ettiği görülmüştür. Yabancı yatırımcıların firma tercihlerinin İMKB şehir endeksleri içerisinde yer alan firmalar ile ilişkisini incelemek için kukla değişkenler yardımı ile regresyon denklemi oluşturulmuş, İMKB şehir endeksi hesaplanan şehirler kukla değişken olarak kullanılmıştır. Regresyon analizi sonuçları istatistiksel olarak anlamlı çıkmamış ancak regresyon denklemindeki katsayılar Ankara, İstanbul, İzmir ve Tekirdağ şehirleri için pozitif olarak gözlenmiştir. Analiz sonucu bu şehirlerde yer alan firmaların yabancı yatırımcılar tarafından tercih edildiği şeklinde yorumlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Yatırımcı, Portföy Seçimi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

THE ANALYSIS OF FOREIGN INVESTORS' STOCK PREFERENCES DURING FINANCIAL CRISIS PERIOD IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Abstract

In this study, the stock preferences of foreign investors for their portfolios were analyzed for Istanbul Stock Exchange (ISE) during the period 2006-2011. Analysis results show that foreign investors prefer big companies having large market capitalization while domestic investors prefer small companies having small market capitalization. When the domestic and foreign investors are examined in detail on the basis of investor groups, it is found that especially equity funds prefer investing in companies having high shareholders' equity. When the foreign investors are analyzed whether they prefer the companies included in the ISE City indexes, the regression results were found to be statistically insignificant. Although the regression results were statistically insignificant, the coefficients for the cities; Ankara, Istanbul, Izmir and Tekirdag was observed to be positive. These results give clues about foreign investors' preferences for the companies located in these cities.

Keywords: Foreign Investor, Portfolio Selection, Istanbul Stock Exchange.

* Yrd. Doç. Dr., Yalova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi, maksoy@yalova.edu.tr

1. GİRİŞ

Uluslararası portföy çeşitlendirmesinin faydaları literatürde geniş olarak incelenmiştir. Yatırımcılar kendi ülkeleri dışında farklı ülke hisse senetlerine yatırım yaparak ülke riskinden kaçınılabilmektedirler. Uluslararası şekilde çeşitlendirilmiş bir portföy ulusal bir portföyden daha az risk taşımaktadır (French ve Poterba 1991; Tesar ve Werner 1995). Uluslararası portföy çeşitlendirmesinin faydalarına rağmen, yatırımcıların sadece kendi ülkelerindeki hisse senetlerine yatırım yapma eğilimleri de (home bias) ayrıca literatürde incelenmiştir. Literatürde yapılan araştırmaların bir kısmında, belli piyasalar için, yabancı yatırımcıların yatırım yaparken ve portföy oluştururken tercih ettikleri hisse senetleri analiz edilirken, başka bir grup çalışmada ise farklı yatırımcı gruplarının işlem yapma stratejileri incelenmiştir.

Türkiye’de hisse senetleri piyasasında yabancı yatırımcıların önemli bir payı olduğu gözlenmektedir. Bu çalışmada yabancı yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası için 2006-2011 döneminde, portföy yatırımları için tercih ettikleri hisse senetleri analiz edilmiştir. Yabancı yatırımcıların portföylerinde bulundukları hisse senetlerinin özelliklerinin analiz edilmesi, sermaye piyasaları aracılığı ile şirketlerin finansmanı, portföy yönetimi ve risk yönetimi açısından önem taşımaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) hisse senedi piyasasında 2008 küresel finansal krizinin etkisi hissedilmiş ve yabancı yatırımcıların hisse senetlerindeki payı azalma göstermiştir.

Küresel piyasalarda yaşanan krizle birlikte gerilemeye başlayan yabancıların halka açık hisse senetlerindeki payı 2011 sonunda %62’ye kadar inmiştir. Diğer taraftan, küresel kriz öncesinde %27’ye çıkan hisse senedi işlemlerinde yabancıların payı 2011 yılında %15’e düşmüştür. 2008 yılında hisse senedi piyasasında 1,8 milyar \$ ile rekor seviyede yabancı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ancak 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla 2,3 milyar \$ ve 3,4 milyar \$’lık sermaye girişi olmuştur. 2011 yılına gelindiğinde ise net 1 milyar \$’lık yabancı yatırımcı çıkışı olmuştur (TSPAKB, 2012, s. 119).

2007 yılında 27 milyar \$ kazanç elde eden yabancı yatırımcılar, 2008 yılında krizin etkisiyle 41 milyar \$’lık rekor zarara ulaşmışlardır. 2009 ve 2010 yıllarında piyasaların toparlanmasıyla birlikte, yabancıların portföyü 27 milyar \$ ve 12 milyar \$ değer kazanmıştır. Ancak 2011 yılında piyasalarda yaşanan olumsuzluklarla beraber yabancı yatırımcıların portföyü 24 milyar \$ değer kaybetmiştir. İMKB-100 endeksinin dolar bazında %37 değer kaybettiği 2011 yılında, yerli yatırımcıların ortalama kaybı %45 ile yabancıların üzerindedir. Yabancıların ortalama kaybı 2011 yılında %34’tür. 2011 yılında yabancı yatırımcıların ortalama elde tutma süresi bir ay azalarak 11 aya inerken, yerli yatırımcılarınki 36 güne çıkmıştır (TSPAKB, 2012, s. 119).

Tablo 1’de 2011 yılsonu için hisse senetlerinde sektör bazında yabancı yatırımcıların payları gösterilmiştir. Yabancı payının en yüksek olduğu sektör % 82.16 ile ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörü iken en düşük olduğu sektör ise % 6.13 ile doküman sektörü olmuştur. Yabancı payının yüksek olduğu bir diğer sektör ise %71.96 bankalar olmuştur.

Tablo 1: 2011 Yılı İçin Sektör Bazında Yabancı Payı (TL)

Sektör	Firma Sayısı	Piyasa Değeri (Yabancı)	Piyasa Değeri (Toplam)	%
Ulaştırma, Haberleşme, Depolama	9	10,131,957,296	12,331,902,223	82.16
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	27	6,564,468,619	8,587,599,064	76.44
Bankalar	19	34,927,207,292	48,533,978,066	71.96
Gıda	27	5,912,688,749	8,587,273,428	68.85
Metal Ana Sanayi	27	3,976,066,506	5,786,365,532	68.71
Mali	109	45,995,153,817	71,828,371,049	64.03
Kimya	26	6,766,576,629	10,711,176,925	63.17
İmalat	174	21,662,506,450	39,424,190,461	54.95
Holding	31	8,874,496,446	16,353,431,863	54.27
Metal	17	2,815,961,247	5,775,416,459	48.76
Finansal Kiralama ve Faktöring	8	196,660,478	551,621,757	35.65
Taş	28	1,749,264,644	5,092,263,800	34.35
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	23	1,499,446,349	4,649,182,204	32.25
Sigorta	7	361,130,199	1,163,517,396	31.04
Kâğıt	17	314,198,212	1,525,782,505	20.59
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	16	55,277,039	340,079,934	16.25
Dokuma	27	101,342,100	1,654,510,574	6.13

Kaynak : <http://www.tspakb.org.tr>

Bu çalışmada aşağıdaki iki soruya yanıt aranmaktadır:

- Yabancı yatırımcılar hisse senedi portföylerine dâhil ettikleri firmalarda, İMKB hisse senedi piyasası değerlendirme oranları içerisinde yer alan hangi oranları dikkate alarak seçim yapıyorlar?
- Yabancı yatırımcıların firma tercihlerinin İMKB şehir endeksleri içerisinde yer alan firmalar ile ilişkisi var mıdır?

Çalışmanın bundan sonraki bölümleri şu şekilde düzenlenmiştir. Literatür özeti bölümünde yabancı yatırımları ile ilgili literatürde yapılan çalışmalar, model seçimi bölümünde ise analiz yöntemleri anlatılmış ve analiz sonuçları tartışılmıştır. Sonuç bölümünde ise analiz sonuçları yorumlanmış ve yatırımcılar için öneriler getirilmiştir.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Yabancı yatırımcılar ile ilgili olarak literatürde farklı konularda çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaları, yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılar veya farklı yatırımcı grupları ile kıyaslandığında bilgi kaynaklı bir avantaj veya dezavantajlarının olup olmadığını inceleyen çalışmalar (Seasholes, 2000; Grinblatt ve Keloharju 2000, Dvorak 2005), yabancı yatırımcıların performanslarını diğer yatırımcı gruplarının performansları ile karşılaştırmalı olarak inceleyen çalışmalar (Hau, 2001; Froot, O’Connell ve Seasholes 2001; Froot ve Ramadorai 2001; Griffin, Nardari ve Stulz 2004), yabancı yatırımcıların portföylerine aldıkları hisse senetlerinin özelliklerini inceleyen çalışmalar (Kang ve Stulz 1997; Grinblatt ve Keloharju 2000) ve genel olarak yabancı yatırımcıların piyasalar için faydaları veya zararlarını inceleyen çalışmalar şeklinde gruplamak mümkündür.

Kang ve Stulz (1997) yaptıkları çalışmada Japon piyasası için yabancı yatırımcıların tercih ettikleri şirketleri analiz etmişlerdir. Yabancı yatırımcıların imalat sanayisinde yer alan, ölçek olarak büyük ve mali tablo performansları iyi olan, sistematik risk dışındaki riski ve kaldıracı düşük olan firmalara yatırım yapmayı tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Ayrıca ölçek olarak küçük olduğu halde ihracat ağırlıklı çalışan firmaların da yabancı yatırımcılar tarafından tercih edildiğini raporlamışlardır. Bu bulguları, yabancıların daha fazla bilgi sahibi oldukları firmalara yatırım yapmayı tercih ettiklerini göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların işlem stratejilerini inceleyen çalışmalardan biri Grinblatt ve Keloharju (2000) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada finans konusundaki uzmanlığı daha az olan yerli yatırımcıların yabancı yatırımcıların pozisyonlarının tersini alarak işlem yaptıkları raporlanmıştır. Bu tespit yerli kurumsal ve bireysel yatırımcılar için de geçerlidir. Yabancı yatırımcılar en son kazanan hisse senetlerini satın alıp, kaybeden hisse senetlerini satarak literatürde “momentum stratejileri” olarak adlandırılan bir işlem stratejisi izlemektedirler. Yerli yatırımcılar ise en son kaybeden hisse senetlerini satın alıp, kazanan hisse senetlerini satarak yabancıların tersi bir işlem stratejisi izlemektedirler. Ayrıca, çalışmada yabancı yatırımcıların portföylerinin getirisinin bireysel yatırımcıların getirisinden daha fazla olduğu analiz edilmiştir.

Choe ve diğerleri (1999), Kore Borsası için yaptıkları çalışmada yabancı yatırımcıların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Kore’de yaşanan ekonomik kriz öncesi yabancı yatırımcıların borsadaki işlemler üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu ancak bu etkinin kriz döneminde kaybolduğu tespit edilmiştir. İncelenen dönem için yabancıların borsada yapmış oldukları işlemlerin dengeyi bozucu bir etkisinin olmadığı, yoğun yabancı satışlarından sonra piyasaların dengeye hızlı ve etkin bir şekilde geldiği analiz edilmiştir.

Dvorak (2005) Endonezya Borsası için yapmış olduğu çalışmada yerli veya yabancı yatırımcıların bilgi avantajının olup olmadığını araştırmışlardır. Yerli yatırımcıların ve bazı yabancı kurumsal yatırımcıların tecrübe ve uzmanlıklarından dolayı bilgi kaynaklı bir avantajları olduğunu göstermişlerdir.

Dünyanın pek çok ülkesinde bireysel veya kurumsal yatırımcılar portföylerini oluştururken yerli firmalara ait hisse senetlerini tercih etmektedirler ve portföylerine görece olarak daha az miktarda yabancı firmalara ait hisse senetlerini dâhil etmektedirler. Literatürde “home bias” olarak bilinen bu yatırımcı eğilimi portföy çeşitlendirmesinin faydaları açısından efektif ve etkin gözükmemektedir. Bu nedenle araştırmacılar bu eğilimin sebeplerini açıklamaya çalışmışlardır. Son yıllarda yapılan çalışmalar bu soruya yatırımcıların tanıdık oldukları ve daha fazla bilgiye sahip oldukları firmaları tercih ettikleri şeklinde bir açıklama getirmektedirler (Tesar ve Werner, 1995; Kang ve Stulz 1997; Coval ve Moskowitz, 1999). Coğrafi mesafeler ise firmaların tanınırlığı açısından anlam ifade etmektedir. Yatırımcılar genel merkezleri kendi oturdukları yerlere yakın olan firmalar hakkında daha kolay bilgi edindiklerini düşündüklerinden dolayı bu firmalara yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

Hisse senetleri yatırımlarında “home bias” olarak bilinen bu yaklaşım ilk olarak French ve Poterba (1991) ve Tesar ve Werner (1995) tarafından araştırılmıştır. Coval ve Moskowitz (1999), bu yatırımcı eğiliminin sadece uluslararası çeşitlendirilmiş portföyler için geçerli olmadığını, yerli hisse senetlerinden oluşturulmuş portföyler için de bu yatırımcı eğiliminin var olduğunu göstermişlerdir. Amerika Birleşik Devletleri’nde yatırım fonu yöneticileri ile yapılan bu çalışmada, fon yöneticilerinin kendi merkezlerine yakın firma genel merkezleri olan, özellikle küçük ve kaldıracı yüksek firmaları portföylerinde bulundurmayı tercih ettikleri analiz edilmiştir.

3. MODEL VE VERİ KAYNAKLARI

Model çözümlerinde kullanılan veri seti, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senetleri piyasası değerlendirme oranları¹, Aracı Kurumlar Birliği hisse senedi yatırımcı profili² ve şehir endeksleri için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeks kapsamındaki şirketler dosyalarından temin edilmiştir. Veriler yıllık olup 2006-2011 dönemini kapsamaktadır.

İMKB, 2009 yılının başından itibaren ana üretim ya da faaliyet merkezi aynı şehirde olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının izlenmesi amacıyla şehir endekslerini hesaplamaya başlamıştır³. Üretim faaliyetinde bulunan şirketlerin üretimlerinin en az %50’sinin gerçekleştiği şehir, hizmet şirketlerinin faaliyet gelirlerinin en az %50’sinin elde edildiği şehir, üretimin/faaliyet gelirinin en az %50’sinin gerçekleştiği/elde edildiği bir şehir bulunmuyorsa şirket merkezinin bulunduğu şehir dikkate alınmaktadır.

Haberleşme ve inşaat sektöründe faaliyet gösteren şirketler ile holdingler için ise doğrudan şirket merkezinin bulunduğu şehir dikkate alınmaktadır. Bankalar, sigorta şirketleri, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler şehir endekslerinin kapsamı dışında tutulmaktadır.

¹ <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> (Erişim : 18/12/2012)

² <http://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133> (Erişim: 18/12/2012)

³ <http://www.imkb.gov.tr/indexes/stockindexeshome/CityIndexes.aspx> (Erişim: 24/12/2012)

Analiz çalışması iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde yerli ve yabancı yatırımcı gruplarının portföyleri için firma seçimlerinde firma özelliklerine göre tercihleri analiz edilmiştir. İkinci bölümde ise İMKB şehir endeksleri içerisinde yer alan şirketler (özellikle gelecekte finans merkezi olması planlanan İstanbul için) için yabancıların bir tercihinin olup olmadığı araştırılmıştır.

3.1. Firma Değerleme Oranları ve Yatırımcı Tercihleri

Literatürde yabancı yatırımcıların tercihlerini inceleyen çalışmalarda çok sayıda faktörün analizlere dahil edildiği gözlenmektedir. Çoğunlukla bilançolardan elde edilen ve hisse senedi işlemlerine ilişkin veriler kullanılmaktadır. Yabancı yatırımcıların, büyük ölçekli, hisse senedi fiyatı yüksek, düşük kaldıraç oranına sahip, cari oranı yüksek, düşük defter değeri / piyasa değeri oranına sahip, aktif karlılık oranı yüksek, az karpayı ödeyen şirketlerin hisse senetlerini tercih ettikleri bu çalışmalarda raporlanmıştır. (Kang ve Stulz, 1997; Dahlquist ve Robertsson 2001; Ko, Kim ve Cho 2007; Kandır 2008). Bu analiz çalışmasında aşağıda listelenmiş olan değişkenler kapsamında yabancı ve yerli yatırımcıların yatırımcı grubu bazında hisse senedi firma tercihlerinin ne şekilde farklılaştığı incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler:

<i>PD:</i>	Piyasa Değeri: Sermaye * En Son Kapanış Fiyatı
<i>NK:</i>	Son dört 3'er aylık dönemin net karları toplamı
<i>TMT:</i>	Nakit Net Temettü
<i>OZSER:</i>	Borsa'da en son ilan edilen mali tablolardaki özsermaye rakamları
<i>NK/OZSER:</i>	Son dört 3'er aylık dönemin net karları toplamı / Borsa'da en son ilan edilen mali tablolardaki özsermaye rakamları
<i>FK:</i>	Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönemin Net Karlar-Zararlar Toplamı (Formülün paydası (-) veya çok küçük olduğunda, Fiyat Kazanç Oranı anlamlı olmadığından hesaplanmamaktadır)
<i>TMTVERIM:</i>	Temettü Verimi Oranı [(Nakit Net Temettü/Piyasa Değeri)*100
<i>PD/DD:</i>	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Piyasa Değeri/Özsermaye)
<i>ORAN:</i>	Her bir hisse senedi için (yatırımcı grubundaki yatırımcıların portföyünde yer alan hisse senedi TL değeri/ tüm yatırımcıların portföyünde yer alan toplam hisse senedi TL değeri) * 100

Aşağıdaki regresyon denkleminde *i* borsada hisse senetleri işlem gören firmaları *t* ise yılları göstermektedir. Regresyon denklemi tüm yıllar ve farklı yatırımcı grupları için ayrı ayrı çalıştırılmıştır. Piyasa değerini (*PD*) ve özsermayeyi (*OZSER*) ifade eden bağımsız değişkenler regresyon denkleminde logaritmaları alınarak kullanılmıştır. Regresyon sonuçları yerli yatırımcılar için Tablo 2 ve yabancı yatırımcılar için Tablo 3'te gösterilmiştir.

Regresyon sonuçları Tablo 2 ve Tablo 3' te tabloların özetleri ise Tablo 4' te yer almaktadır. Analiz sonuçlarını incelediğimizde genel olarak yabancı yatırımcıların piyasa değeri büyük olan hisse senetlerini, yerli yatırımcıların ise tam tersi piyasa değeri daha küçük olan hisse senetlerini tercih ettiklerini görüyoruz. Yerli ve yabancı yatırımcıların bu tercihlerinin 2008 küresel finansal krizinin ve Euro borç krizinin etkilerinin hissedildiği dönemler boyunca değişmediği ayrıca gözlenmektedir. Yerli ve yabancı yatırımcı grupları ayrı ayrı incelendiğinde ise piyasa değerine ek olarak diğer özelliklerin de yerli ve yabancılar için farklılaştığı izlenmektedir.

Tablo 2 'yi incelediğimizde, yerli yatırımcıların özellikle yatırım fonları ve diğer yerli grubu yatırımcının, özsermayesi yüksek olan firmaları tercih ettiğini görmekteyiz. Yerli diğer yatırımcı grubunun ise incelenen dönem boyunca piyasa değerinin defter değerine oranı yüksek olan firmaları tercih ettiğini, benzer şekilde sadece 2008 yılı için yerli fonlar tarafından da bu özelliğin tercih edildiğini aynı tabloda izlemekteyiz. Tablo 3'u incelediğimizde özsermayenin yabancı fonlar için özellikle küresel finansal krizin ve Euro borç krizinin etkilerinin hissedildiği dönem boyunca (2008-2010) önemli olduğu, ancak yabancı tüzel yatırımcı grubunun özsermaye tercihleri için tam tersi bir durum söz konusu olduğu (2007-2009) tablolardan görülmektedir.

Tablo 2 ve Tablo 3' deki değerler incelendiğinde fiyat kazanç oranı (*FK*) ve temettü veriminin (*TMTVERİM*) regresyon denklemindeki katsayıları genel olarak anlamsız çıkmıştır. Fiyat kazanç oranı (*FK*) yerli gerçek yatırımcı grubu için 2008 yılında, benzer şekilde yabancı tüzel yatırımcı grubu için 2011 yılında anlamlı hale gelmiş ve fiyat kazanç oranı yüksek olan firmalar tercih edilmiştir. Temettü verimi (*TMTVERİM*) ise yerli gerçek (2010) ve yabancı fonlar (2009) için negatif yani yatırımcı oranı ile ters yönlü bir ilişki içerisinde, yabancı gerçek yatırımcı grubu (2008, 2011) içinse pozitif sonuçlar vermiştir. Karlılık oranı olarak yorumlayabileceğimiz net karın öz sermayeye oranı ise (*NK/OZSER*) yerli ve yabancı hiçbir yatırımcı grubunda yatırımcı oranını açıklayıcı bir değişken olmamıştır (yerli diğer 2010-2011 hariç).

Tablo 2: Regresyon Sonuçları (Yerli)

Yerli Fon	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.0034 (-1.33)	-0.0038 (-1.81) *	-0.0079 (-3.07) ***	-0.0064 (-1.91) *	-0.0027 (-0.86)	-0.0028 (-0.78)
OZSER	0.0059 (2.12) **	0.0068 (2.95) ***	0.0115 (4.08) ***	0.0096 (2.62) ***	0.0066 (1.91) *	0.006 (1.68) *
NK/OZSER	-0.0104 (-0.87)	-0.0137 (-1.18)	0.0027 (0.43)	0.0024 (0.32)	0.0052 (0.5)	-0.0052 (-0.32)
FK	0.0 (1.21)	0.0 (-0.44)	-0.0001 (-0.94)	0.0 (-0.36)	0.0 (0.42)	0.0 (-0.99)

TMTVERIM	0.0003 (0.78)	-0.0001 (-0.56)	-0.0001 (-0.68)	0.0 (-0.08)	0.0001 (0.11)	0.0006 (0.61)
PD/DD	-0.0001 (-0.25)	0.0004 (1.16)	0.0011 (2.07) **	0.0007 (1.39)	0.0 (0.0)	0.0001 (0.4)
Adjusted R ²	0.070 (3.704)***	0.09 (4.90)***	0.09 (4.25)***	0.059 (2.83)**	0.043 (2.84)**	0.024 (1.86)*
N	217	240	195	176	251	214

Yerli Tüzel	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	0.0101 (0.36)	-0.0253 (-1.03)	0.025 (1.05)	-0.0053 (-0.16)	0.0173 (0.71)	-0.0256 (-1.16)
OZSER	-0.0171 (-0.56)	0.0197 (0.73)	-0.0308 (-1.19)	-0.0058 (-0.16)	-0.0299 (-1.14)	-0.0007 (-0.03)
NK/OZSER	0.114 (0.87)	0.1508 (1.11)	-0.0068 (-0.12)	-0.0139 (-0.19)	0.0896 (1.13)	-0.1349 (-1.33)
FK	-0.0002 (-0.51)	-0.0001 (-0.23)	-0.0013 (-2.02)	0.0001 (0.23)	-0.0001 (-0.31)	-0.0001 (-0.51)
TMTVERIM	-0.0016 (-0.34)	0.0004 (0.19)	0.0018 (0.93)	0.0029 (1.27)	0.0096 (2.02)	-0.0047 (-0.81)
PD/DD	-0.0003 (-0.07)	0.0 (0.01)	0.0034 (0.69)	-0.0041 (-0.85)	-0.0023 (-0.86)	0.0021 (1.66) *
Adjusted R ²	-0.013 (0.55)	-0.006 (0.77)	0.01 (1.38)	-0.008 (0.77)	0.011 (1.44)	0.082 (4.16)***
N	217	240	195	176	251	214

Yerli Diğer	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.0163 (-1.84) *	-0.0126 (-3.03) ***	0.0016 (0.25)	-0.0138 (-1.78) *	-0.0068 (-1.33)	0.0109 (1.84) *
OZSER	0.0197 (2.03) **	0.0164 (3.58) ***	-0.001 (-0.15)	0.0173 (2.03) **	0.0096 (1.73) *	-0.0127 (-2.12) **
NK/OZSER	-0.0469 (-1.12)	-0.0247 (-1.08)	-0.0009 (-0.06)	-0.0152 (-0.86)	-0.0502 (-2.99) ***	-0.0536 (-1.96) *
FK	-0.0001 (-0.43)	0.0 (0.17)	-0.0001 (-0.37)	0.0 (-0.35)	0.0 (0.87)	0.0 (0.38)

TMTVERİM	0.0008 (0.52)	0.0001 (0.22)	-0.0003 (-0.55)	-0.0001 (-0.12)	-0.0004 (-0.43)	0.0042 (2.74) ***
PD/DD	0.0067 (4.45) ***	0.0052 (7.38) ***	0.0034 (2.59) **	0.0066 (5.88) ***	0.0027 (4.95) ***	0.0006 (1.84) *
Adjusted R ²	0.15 (7.30)***	0.35 (22.20)***	0.09 (4.38)***	0.23 (9.61)***	0.12 (6.84)***	0.047 (2.74)**
N	217	240	195	176	251	214

Yerli Gerçek	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.1198 (-3.45) ***	-0.1168 (-4.22) ***	-0.1346 (-5.18) ***	-0.096 (-2.42) **	-0.1114 (-4.05) ***	-0.079 (-3.13) ***
OZSER	0.0158 (0.42)	0.009 (0.3)	0.0318 (1.12)	0.0028 (0.07)	0.0058 (0.19)	-0.0256 (-1.0)
NK/OZSER	0.003 (0.02)	-0.1614 (-1.05)	0.0408 (0.66)	0.0266 (0.3)	-0.0167 (-0.19)	0.1675 (1.44)
FK	-0.0001 (-0.14)	0.0005 (1.24)	0.0015 (2.06) **	0.0004 (0.9)	0.0003 (1.25)	-0.0002 (-0.78)
TMTVERİM	-0.0035 (-0.59)	0.0025 (1.09)	0.0002 (0.09)	0.0011 (0.39)	-0.0088 (-1.65) *	-0.0041 (-0.63)
PD/DD	-0.0006 (-0.1)	-0.0041 (-0.88)	-0.0063 (-1.14)	-0.0033 (-0.57)	-0.0015 (-0.5)	-0.0024 (-1.62)
Adjusted R ²	0.41 (26.00)***	0.52 (44.71)***	0.48 (30.43)***	0.37 (18.21)***	0.42 (30.78)***	0.32 (17.60)***
N	217	240	195	176	251	214

Yerli Yatırım Ortaklığı	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.0024 (-1.01)		-0.0034 (-2.65)	-0.0039 (-2.44)	-0.0012 (-1.14)	-0.0041 (-1.9)
OZSER	0.0028 (1.09)		0.0041 (2.86)	0.0045 (2.53)	0.0013 (1.1)	0.0038 (1.75)
NK/OZSER	0.013 (1.18)		0.001 (0.34)	0.0022 (0.6)	0.0007 (0.21)	0.0015 (0.15)
FK	0.0 (0.06)		0.0 (-0.96)	0.0 (-0.67)	0.0 (-0.39)	0.0 (1.94)
TMTVERİM	-0.0004 (-0.97)		0.0 (0.12)	0.0 (-0.2)	0.0002 (0.76)	0.001 (1.82)

PD/DD	0.0001 (0.23)		0.0005 (1.89)	0.0004 (1.69)	0.0001 (0.54)	0.0 (-0.06)
Adjusted R ²	-0.017 (0.41)		0.017 (1.56)	0.010 (1.29)	-0.013 (0.49)	0.013 (1.48)
N	217		195	176	251	214

Yerli Tüm	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.1318 (-3.85) ***	-0.1585 (-5.66) ***	-0.1194 (-4.43) ***	-0.1254 (-3.62) ***	-0.1048 (-4.38) ***	-0.1005 (-4.66) ***
OZSER	0.0271 (0.73)	0.0519 (1.68) *	0.0156 (0.53)	0.0284 (0.75)	-0.0067 (-0.26)	-0.0291 (-1.33)
NK/OZSER	0.0727 (0.45)	-0.049 (-0.32)	0.0368 (0.57)	0.0022 (0.03)	0.0287 (0.37)	-0.0247 (-0.25)
FK	-0.0003 (-0.58)	0.0005 (1.01)	0.0 (-0.01)	0.0005 (1.11)	0.0003 (1.34)	-0.0003 (-1.29)
TMTVERİM	-0.0043 (-0.75)	0.0029 (1.24)	0.0016 (0.73)	0.0039 (1.61)	0.0005 (0.11)	-0.003 (-0.53)
PD/DD	0.0058 (1.0)	0.0015 (0.31)	0.0022 (0.39)	0.0003 (0.06)	-0.001 (-0.37)	0.0005 (0.37)
Adjusted R ²	0.42 (27.22)***	0.53 (46.09)***	0.42 (24.29)***	0.48 (27.51)***	0.50 (41.52)***	0.50 (36.01)***
N	217	240	195	176	251	214

Not: Parantez içindeki değerler t - istatistiklerini göstermektedir. “*” işareti %10, “**” işareti %5 ve “***” işareti %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. “N” regresyon hesaplamasına dâhil edilen firma sayısını göstermektedir. “Adjusted R²” parantez içindeki değerler F- istatistik değerlerini göstermektedir.

Tablo 3: Regresyon Sonuçları (Yabancı)

Yabancı Fon	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	0.0349 (1.83) *	0.0399 (2.23) **	0.0376 (1.75) *	0.0217 (0.77)	0.0425 (2.21) **	0.0638 (3.74) ***
OZSER	0.015 (0.72)	0.0104 (0.52)	0.0447 (1.91) *	0.0553 (1.79) *	0.0384 (1.84) *	0.026 (1.5)
NK/OZSER	-0.0858 (-0.96)	0.0922 (0.93)	0.0277 (0.54)	0.0521 (0.82)	0.0427 (0.68)	-0.0313 (-0.4)
FK	0.0 (-0.06)	-0.0001 (-0.52)	0.0 (-0.06)	-0.0002 (-0.61)	-0.0002 (-0.86)	-0.0002 (-1.3)
TMTVERİM	0.002 (0.64)	-0.0016 (-1.08)	-0.0007 (-0.39)	-0.0033 (-1.69) *	-0.0013 (-0.34)	0.0072 (1.62)

PD/DD	0.0009 (0.29)	0.0015 (0.49)	0.0036 (0.8)	0.005 (1.23)	0.001 (0.5)	0.0004 (0.35)
Adjusted R ²	0.31 (17.22)***	0.34 (21.10)***	0.38 (20.47)***	0.41 (21.39)***	0.43 (32.20)***	0.44 (29.17)***
N	217	240	195	176	251	214

Yabancı Tüzel	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	0.1028 (3.66)***	0.1151 (4.71)***	0.0856 (3.91)***	0.0992 (3.65)***	0.0612 (3.45)***	0.0371 (2.13)**
OZSER	-0.0481 (-1.57)	-0.0573 (-2.13)**	-0.0626 (-2.62) ***	-0.0781 (-2.62) ***	-0.0297 (-1.54)	0.0035 (0.2)
NK/OZSER	0.0055 (0.04)	-0.0248 (-0.18)	-0.0587 (-1.12)	-0.0493 (-0.8)	-0.0727 (-1.25)	0.0567 (0.71)
FK	0.0003 (0.71)	-0.0003 (-0.73)	0.0 (0.06)	-0.0002 (-0.6)	-0.0001 (-0.81)	0.0005 (2.91)***
TMTVERİM	0.0019 (0.41)	-0.0015 (-0.73)	-0.0015 (-0.81)	-0.0006 (-0.31)	-0.0001 (-0.02)	-0.0057 (-1.26)
PD/DD	-0.0071 (-1.51)	-0.0028 (-0.67)	-0.006 (-1.29)	-0.0053 (-1.34)	0.0001 (0.04)	-0.0008 (-0.8)
Adjusted R ²	0.26 (13.55)***	0.33 (20.43)***	0.097 (4.47)***	0.12 (5.06)***	0.14 (7.76)***	0.15 (7.37)***
N	217	240	195	176	251	214

Yabancı Diğer	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	0.0001 (0.8)	0.0001 (0.78)	-0.0005 (-1.28)	0.0 (-1.27)	0.0 (-1.36)	0.0 (-0.43)
OZSER	-0.0001 (-0.56)	-0.0001 (-0.78)	0.0006 (1.48)	0.0 (1.73)	0.0 (2.11)	0.0 (1.42)
NK/OZSER	-0.0001 (-0.31)	-0.0011 (-1.12)	0.0001 (0.11)	0.0 (0.44)	0.0 (-0.63)	0.0 (-0.44)
FK	0.0 (0.49)	0.0 (-0.22)	0.0 (2.22)	0.0 (-0.24)	0.0 (0.0)	0.0 (0.05)
TMTVERİM	0.0 (2.56)	0.0 (2.55)	0.0 (-0.33)	0.0 (-0.01)	0.0 (-0.55)	0.0 (0.72)
PD/DD	0.0 (-0.55)	0.0 (-0.28)	-0.0001 (-1.16)	0.0 (1.1)	0.0 (1.36)	0.0 (0.51)
Adjusted R ²	0.02 (1.57)	0.003 (1.12)	0.012 (1.40)	0.003 (1.09)	0.015 (1.64)	0.011 (1.38)
N	217	240	195	176	251	214

Yabancı Gerçek	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	-0.0059 (-2.28)	0.0034 (1.18)	-0.0033 (-1.35)	0.0046 (1.18)	0.0011 (0.49)	-0.0004 (-0.3)
OZSER	0.006 (2.1)	-0.0048 (-1.5)	0.0017 (0.62)	-0.0057 (-1.34)	-0.0021 (-0.89)	-0.0004 (-0.32)
NK/OZSER	0.0077 (0.63)	-0.0173 (-1.08)	-0.006 (-1.01)	-0.005 (-0.57)	0.0013 (0.19)	-0.0006 (-0.11)
FK	0.0 (0.31)	0.0 (-0.42)	0.0 (-0.3)	-0.0001 (-1.27)	0.0 (-0.55)	0.0 (-0.46)
TMTVERİM	0.0003 (0.67)	0.0002 (0.67)	0.0005 (2.72) ***	0.0 (0.02)	0.0008 (1.95)	0.0015 (4.48) ***
PD/DD	0.0004 (0.94)	-0.0002 (-0.43)	0.0003 (0.51)	-0.0001 (-0.11)	-0.0002 (-0.71)	0.0 (0.08)
Adjusted R ²	0.002 (1.086)	-0.008 (0.68)	0.035 (2.17)**	-0.014 (0.59)	0.002 (1.085)	0.070 (3.66)***
N	217	240	195	176	251	214

Yabancı Tüm	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PD	0.1318 (3.85) ***	0.1585 (5.66) ***	0.1194 (4.43) ***	0.1254 (3.62) ***	0.1048 (4.38) ***	0.1005 (4.66) ***
OZSER	-0.0271 (-0.73)	-0.0519 (-1.68) *	-0.0156 (-0.53)	-0.0284 (-0.75)	0.0067 (0.26)	0.0291 (1.33)
NK/OZSER	-0.0727 (-0.45)	0.049 (0.32)	-0.0368 (-0.57)	-0.0022 (-0.03)	-0.0287 (-0.37)	0.0247 (0.25)
FK	0.0003 (0.58)	-0.0005 (-1.01)	0.0 (0.01)	-0.0005 (-1.11)	-0.0003 (-1.34)	0.0003 (1.29)
TMTVERİM	0.0043 (0.75)	-0.0029 (-1.24)	-0.0016 (-0.73)	-0.0039 (-1.61)	-0.0005 (-0.11)	0.003 (0.53)
PD/DD	-0.0058 (-1.0)	-0.0015 (-0.31)	-0.0022 (-0.39)	-0.0003 (-0.06)	0.001 (0.37)	-0.0005 (-0.37)
Adjusted R ²	0.42 (27.22)***	0.53 (46.09)***	0.42 (24.29)***	0.48 (27.51)***	0.50 (41.52)***	0.50 (36.01)***
N	217	240	195	176	251	214

Not: Parantez içindeki değerler t - istatistiklerini göstermektedir. “*” işareti %10, “**” işareti %5 ve “***” işareti %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. “N” regresyon hesaplamasına dâhil edilen firma sayısını göstermektedir. “Adjusted R²” parantez içindeki değerler F- istatistik değerlerini göstermektedir.

Tablo 4: Yerli ve Yabancı Analiz Sonuçları (2006-2011)

	Yerli	Yabancı
Fon	PD↓(Tüm Yıllar) OZSER↑ (Tüm Yıllar) PD/DD↑ (2008)	PD↑(2006,2007,2008,2010,2011) OZSER↑ (2008,2009,2010) TMTVERİM ↓ (2009)
Tüzel	PD/DD↑ (2011)	PD↑(Tüm Yıllar) OZSER↓(2007,2008,2009) FK↑(2011)
Diğer	PD↓(2006,2007,2009) PD↑(2011) OZSER↑ (2006,2007,2009,2010) OZSER↓(2011) PD/DD↑ (Tüm Yıllar) NK/OZSER ↓ (2010,2011)	-
Gerçek	PD↓(Tüm Yıllar) FK↑ (2008) TMTVERİM↓(2010)	TMTVERİM ↑(2008,2011)
Yatırım Ortaklığı	-	-
Tüm	PD↓(Tüm Yıllar) OZSER↑ (2007)	PD↑ (Tüm Yıllar) OZSER ↓ (2007)

3.2. Firma Merkezlerinin Yer Aldığı Şehirler ve Yatırımcı Tercihleri

Hisse senedi piyasalarında işlem yapan yatırımcılar asimetrik bilgi sahibidirler. Asimetrik bilgi taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğine işaret etmektedir ve finansal sistemde sorunlara yol açabilir. Firmaların ve yatırımcıların coğrafi lokasyonları finansal kararların alınmasında önemli rol oynar. Coğrafi uzaklık ve sınırlar bilgi asimetrisine sebep olabilmektedir. Firmalara yakın yatırımcılar uzak olanlar ile kıyaslanınca daha fazla bilgiye sahiptir. Yatırımcıların coğrafi olarak kendilerine yakın yerlerde yer alan firmaların hisse senetlerine yatırım yapma eğilimleri (home bias) literatürde geniş olarak incelenmiştir. Literatürde yapılmış olan bu çalışmalardan esinlenerek Türkiye için yabancı yatırımcıların firma tercihleri ile bu firmaların coğrafi olarak bulunduğu yerler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Firmalar coğrafi olarak gruplanırken İMKB şehir endeksleri kapsamındaki gruplamalar dikkate alınmıştır.

Yabancı yatırımcıların firma tercihlerinin İMKB şehir endeksleri içerisinde yer alan firmalar ile ilişkisini incelemek için kukla değişkenler yardımı ile aşağıdaki regresyon denklemi oluşturulmuştur. Hata terimini, ϵ göstermektedir. Regresyon denkleminde İMKB şehir endeksi hesaplanan şehirler kukla değişken olarak kullanılmıştır. Eğer firma şehir endeksi içerisinde yer alıyor ise kukla değişken 1 aksi koşulda 0 olarak alınmıştır. *ORAN* değişkeni her bir hisse senedi için (yatırımcı grubundaki yatırımcıların portföyünde yer alan hisse senedi TL değeri/ tüm yatırımcıların portföyünde yer alan toplam hisse senedi TL değeri) * 100 formülü ile hesaplanmıştır. Regresyon denklemi, 2011 yılına ait Aracı Kurumlar Birliği hisse senedi yatırımcı profili dosyasındaki veriler kullanılarak tüm yabancı yatırımcılar için çalıştırılmış ve sonuçlar Tablo 5' te gösterilmiştir.

Tablo 5:Yabancı Yatırımcılar İçin Regresyon Sonuçları (2011 yılı)

	Katsayılar (t-istatistikleri)
ADANA	-14.552 (-1.42)
ANKARA	11.3488 (1.39)
ANTALYA	-18.3715 (-1.68)
BALIKESİR	-7.2987 (-0.57)
BURSA	-0.8675 (-0.13)
DENİZLİ	-3.6905 (-0.26)
İSTANBUL	3.0204 (0.82)
İZMİR	4.9471 (0.83)
KAYSERİ	-18.0223 (-1.53)
KOCAELİ	-7.2631 (-1.06)
TEKİRDAĞ	11.8335 (1.0)
Adjusted R ²	0.007922 (1.272218)
N	376

Not: Parantez içindeki değerler t - istatistiklerini göstermektedir. “N” regresyon hesaplamasına dâhil edilen firma sayısını göstermektedir. “Adjusted R²” parantez içindeki değerler F- istatistik değerlerini göstermektedir.

Regresyon denklemi anlamlı sonuç üretmemiştir. Ancak regresyon denkleminde Ankara, İstanbul, İzmir ve Tekirdağ için katsayıların pozitif olması yabancı payının, genel merkezleri bu şehirlerde yer alan firmalar için daha yüksek olabileceği konusunda daha detaylı araştırma yapılabileceğini göstermektedir.

4. SONUÇ

Tasarıfların yetersiz olduğu bir ülkede ekonomik büyümeyi sağlamak için gerekli sermayenin sağlanmasında yabancı sermaye önemli bir konudur. Gelişmekte olan finansal piyasaların taşıdığı özelliklere sahip bir ülke olan Türkiye’de hisse senetleri piyasasında yabancı yatırımcıların önemli bir payı olduğu gözlenmektedir. Yabancı yatırımcıların portföy yatırımları için tecih ettikleri hisse senetlerinin özelliklerinin bilinmesi özellikle finansman ihtiyacını halka arz yolu ile sağlamaya çalışan ve yabancı yatırımcıların portföylerinde yer almak isteyen yerli firmalar için önemlidir. Bu çalışmada ilk olarak yabancı yatırımcıların hisse senedi portföylerine dâhil ettikleri firmalarda hangi özellikleri aradıkları, İMKB hisse senedi piyasası değerlendirme oranları dikkate alınarak araştırılmıştır. İkinci olarak yerli yatırımcıların hisse senedi tercihlerinin yabancı yatırımcılar ile farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir.

Analiz sonuçları yabancı yatırımcıların piyasa değeri yüksek büyük firmaları tercih ettiğini yerli yatırımcıların ise piyasa değeri küçük olan firmaları tercih ettiğini göstermiştir. Yerli ve yabancı yatırımcılar yatırımcı grupları bazında detaylı incelendiğinde hisse senedi tercihlerinin çok fazla değişmediği ancak özsermayenin yatırım fonları için önemli olduğu ve özsermayesi yüksek olan firmaların tercih edildiği gözlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların firma tercihlerinin İMKB şehir endeksleri içerisinde yer alan firmalar ile ilişkisi incelendiğinde regresyon sonuçları istatistiksel olarak anlamlı çıkmamış ancak regresyon denklemindeki katsayılar Ankara, İstanbul, İzmir ve Tekirdağ şehirleri için pozitif olarak gözlenmiştir. Bu sonuçlar yabancı yatırımcıların merkez ofisleri büyük şehirlerde yer alan ve bilgilerine daha kolay ulaşılabildikleri firmaları tercih ettikleri yerli yatırımcıların ise yerel firmaları tercih ettikleri konusunda ipuçları vermiştir.

KAYNAKLAR

- Choe, H., Kho, B.-C. ve Stulz, R.M. (1999) “Do foreign investors destabilize stock markets? the Korean experience in 1997” *Journal of Financial Economics*, 54(2): 227-264.
- Coval, J.D. ve Moskowitz, T. J. (1999) “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios” *Journal of Finance*, 54(6): 2045–2073.
- Dahlquist, Magnus ve Göran Robertsson (2004) “A Note on Foreigners’ Trading and Price Effects Across Firms” *Journal of Banking and Finance*, 28: 615-632.
- French, K.R. ve Poterba, J.M. (1991) “Investor Diversification And International Equity Markets” *American Economic Review*, 81(2): 222-226.
- Froot, K. A. ve Ramadorai, T. (2001) “The Information Content of International Portfolio Flows” Working Paper 8472, NBER.
- Froot, K.A., O’Connell, P.G.J. ve Seasholes, M.S. (2001) “The Portfolio Flows of International Investors” *Journal of Financial Economics*, 59(2): 151-193.
- Griffin, J. M., Nardari, F. ve Stulz, R. M. (2004) “Daily Cross-Border Flows: Pushed or Pulled?” *The Review of Economics and Statistics*, 86(3): 641-657.
- Grinblatt, M. ve Keloharju, M. (2000) “The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland’s unique data set” *Journal of Financial Economics*, 55(1): 43-67.
- Hau, H. (2001) “Location Matters: An Examination of Trading Profits”, *Journal of Finance*, 56(5): 1959-1983.
- Kandır, Serkan Yılmaz (2008) “Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 38:199-209.
- Kang, J.-K. ve Stulz, R.M., (1997) “Why is there a home bias? an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan” *Journal of Financial Economics*, 46(1): 3-28.
- Ko, Kwangsoo, Keunsoo Kim ve Sung Hoon Cho (2007) “Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese and Korean Stock Markets” *Journal of the Japanese and International Economies*, 21(2): 195-213.

- Seasholes, M.S., (2000) “Smart foreign traders in emerging markets” Working Paper, University of California at Berkeley.
- Tesar, L.L. ve Werner, L. M. (1995) “Home Bias and High Turnover” *Journal of International Money and Finance*, 14(4): 467-492.
- TSPAKB (2012) “Türkiye Sermaye Piyasası 2011”, TSPAKB Yayın No. 62.