T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

FİNANSAL TAVSİYELERİN YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

Veli Özgür YURTDAŞSEVEN
100050991

İstanbul, 2018

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

FİNANSAL TAVSİYELERİN YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

Veli Özgür YURTDAŞSEVEN
100050991

Danışman : Doç. Dr. Serkan ÇANKAYA

İstanbul, 2018

T.C.İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
.....Finans..... ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

.....Sermaye Piyasası.....

Yüksek Lisans programı öğrencisi Veli Özgür Yurtdaşsaven'in Finansal Tavsiyelerin Yatırımcı Tavsiyelerine Etkisi başlıklı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulu 03.09.18 tarih ve 77-14 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	UNVANI, ADI SOYADI	İMZA
TEZ DANIŞMANI	Doç. Dr. Serkan CANKAYA	
JÜRİ ÜYESİ	Dr. Öğr. Üyesi Hicabi ERSOY	
JÜRİ ÜYESİ	Dr. Öğr. Üyesi Gökay GÜNCELER	

(*) Yüksek lisans tez savunma jürileri en az biri kurum dışından olmak üzere danışman dahil en az üç öğretim üyesinden oluşur. Jürinin üç kişiden oluşması durumunda eş danışman jüri üyesi olamaz. Eş tez danışmanının jüri üyesi olması durumunda asıl jüri beş üyeden oluşur.

Öz

Hisse piyasalarının küresel anlamdaki büyüklüğünün günümüzde ulaştığı seviyeler ve teknolojinin giderek artan etkisi, bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından yatırımlarda ciddi bir bilgi donanımı ve uzmanlığı zorunlu hale getirmektedir. Yatırım kuruluşları tarafından yatırımcılara bu anlamda destek veren Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı gibi bölümler tarafından hazırlanan finansal tavsiyelere daha çabuk ulaşımın yanı sıra analistler tarafından makro ve mikro anlamdaki gelişmelere yönelik daha hızlı hazırlanmış analizler yatırımcıların gün geçtikçe aynı hızla aksiyon almalarına zemin oluşturmaktadır. Teknolojik alt yapının her geçen yıl piyasada işlem hızının artmasına olanak sağlayacak şekilde gelişmesi ve bu paralelde algoritmik işlemlerin ağırlığının artması, hisse senedi yatırımlarında vadeyi düşüren faktörler olarak dikkat çekmektedir. Söz konusu gelişimi ülkemizde Borsa İstanbul'da da gözlemekteyiz. Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yayınlanan veriler gerek yerli gerek yabancı yatırımcı tarafında hisse senedi elde tutma sürelerinin kısaldığını ortaya koymaktadır. Davranışsal finans açısından da ele alındığında kısalan elde tutma süresi etkisiyle yayınlanan hisse senedi raporlarının ilk gün itibariyle yatırımcı davranışlarını da etkilediği görülmektedir. Bu çalışma ile analist tavsiyelerinin ilk gün hisselerde oluşturduğu etkiyi ölçmek amaçlanmaktadır. Hisse senedi piyasasında gerileyen vade içinde bu çalışma finansal tavsiyelerin ilk gün etkisini tespit etmek anlamında önem taşımaktadır. Elde edilen bulgular daha önce yapılan çalışmaları destekler nitelikte yatırım kuruluşlarının çıkardığı finansal tavsiyelerin ilk işlem gününde şirket hisse performanslarını etkilediğini göstermektedir.

Abstract

The increasing influence of the global levels of stock markets on the levels and technology that has been achieved today makes serious information equipment and expertise compulsory when investing in terms of individual and institutional investors. In addition to faster access to financial recommendations prepared by departments such as Research and Investment Advisory, which supports investors in this sense, investors are quicker to prepare analysts for macro and micro-based developments and provide a basis for investors to take action at a faster pace. The technological infrastructure has been developed in a way to increase the speed of the transaction in the market every year and the weight of the algorithmic transactions in this parallel increases the maturity of the stock investments..We are also observing the development in the Stock Exchange Istanbul in our country. The data issued by the Central Registry Agency shows that hold times for stock holdings are shortened either by domestic or foreign investors.In terms of behavioral finance, it is also observed that investor behavior affects the stock market reports published on the first day due to the influence of the holding period, which is shortened when taken into consideration.This study aims to measure the effect of analysts' recommendations on the first day's shares. In the period of declining in the stock market, this study is important in terms of determining the first day effect of financial recommendations. The findings support previous studies and show that the financial recommendations issued by investment institutions affect the company's stock performance on the first trading day.

İçindekiler

Öz (Abstract)

TABLO LİSTESİ iv

ŞEKİL LİSTESİ v

KISALTMALAR vi

GİRİŞ ……...1

1. Finansal Piyasalarda Araştırma Bölümü ve Yatırım Danışmanlığının Yeri 4

1.1 Finans ve Finansal Piyasalar 4

1.2 Finansal Piyasalarda Uzmanlaşma İhtiyacı 5

1.3 Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı Bölümlerinin Tarihsel Gelişimi 7

1.4 Yatırım Danışmanlığı Türleri 9

1.5 Araştırma Bölümü Analistleri 10

1.5.1 Satış Yönlü Analistler 10

1.5.2 Alış Yönlü Analistler 12

1.5.3 Bağımsız Analistler 12

1.6 Finansal Piyasalarda Analist Etkisi 13

2. Türkiye'de Finans Sisteminde Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı 16

2.1 Yatırım Danışmanlığına Yönelik Yasal Düzenlemeler 16

2.2 Araştırma Faaliyetlerine Yönelik Yasal Düzenlemeler 18

2.3 Finansal Tavsiye ve Raporlara İlişkin Esaslar 18

2.4 Türk Sermaye Piyasası Kanunu'nun Çerçevesinin Yeniden Belirlenme Sürecinde Avrupa Birliği ile Uyum 19

2.5 Finansal Tavsiyelerde MiFID II Etkisi 25

3. Finansal Tavsiyelerin Yatırımcı Davranışlarına Etkisi 27

3.1 Yatırımcı Davranışları ve Davranışsal Finans 27

3.2 Borsa İstanbul'da Endeks Seçim Kuralları 29

3.3 BİST'te Araştırma Bölümlerinin İncelediği Şirketler 31

3.4 Araştırmada Kullanılan Yöntem 33

3.5 Türkiye ve Dünyada Finansal Tavsiyelerin Dağılımına Yönelik Ampirik Analiz Sonuçları 35

3.6 Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasası Vadesine Genel ve Sektörel Bakış 38

3.7 Borsa İstanbul'da Hisse Senedi Performansında Finansal Tavsiyelerin Etkisi .. 40

Sonuç…….. 45

KAYNAKÇA 46

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Türkiye Hisse Piyasası Özet Bilgileri…… 5

Tablo 2. BİST Ulusal-30 Endeksi Şirketleri……... 31

Tablo 3. Araştırma Bölümleri Kapsamındaki Halka Açık Şirketler…….. 32

Tablo 4. BİST-30 Endeksine Dahil Şirketler (2013-2017)……..... 35

Tablo 5. BİST-30 Endeksine Dahil Şirketlerde Tavsiye Dağılımı……... 36

Tablo 6. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında Tavsiye Dağılımı……. 37

Tablo 7. BİST'te Uyruk Bazında Yatırımcıların Sektörel Bazda Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri…… 39

Tablo 8. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (BİST-100 Rölatif)…… 43

Tablo 9. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (İşlem Hacmi Bazında)…… 43

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Analistlerin Finansal Piyasalardaki Etkisi…… 15

Şekil 2. Hisse Piyasaları Büyüklükleri (milyar ABD$)…… 33

Şekil 3. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında Tavsiye Dağılımı……... 37

Şekil 4. BİST'te Uyruk Bazında Yatırımcıların Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri (Tüm Hisseler)……..……..... 39

KISALTMALAR

SPK	**:**	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	**:**	Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	**:**	Türk Ticaret Kanunu
BİST	**:**	Borsa İstanbul
TSPB	**:**	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
MKK	**:**	Merkezi Kayıt Kuruluşu
TÜYİD	**:**	Yatırımcı İlişkileri Derneği
AB	**:**	Avrupa Birliği
Bkz	**:**	Bakınız
TDK	**:**	Türk Dil Kurumu
s.k.	**:**	Sayılı karar
ABD	**:**	Amerika Birleşik Devletleri
ESMA	**:**	Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority)
MiFID	**:**	Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive)
FSA	**:**	Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority)
v.b.	**:**	Ve Benzeri
s.	**:**	Sayfa

GİRİŞ

Gelişmişlik düzeyi hangi düzeyde olursa olsun tüm ekonomiler açısından kaynakların en uygun şekilde kullanımı her anlamda önemlidir. Gelişmekte olan ve az gelişmekte olan ülkelerde mali anlamda yaşadığı önemli sıkıntılardan biri hane halkının düşük tasarruf eğilimidir. Bu açıdan düşük tasarrufların kullanım yöntemi ve alanı söz konusu ülke ekonomileri açısından büyük önem taşımaktadır. Dünya Bankası'nın verilerine göre, 2007-2009 finansal krizine kadar her yıl yaklaşık 150 milyon yeni tüketici finansal hizmetlerden yararlanmıştır. Rakamların böylesine büyüdüğü ortamda yaşanan finansal kriz dönemi tasarrufların doğru alanlara aktarılmasının önemini bütün ülkeler açısından artırmıştır.

Diğer yandan sermaye piyasası büyüklüklerini kıyaslamada önemli ölçütlerden biri olan borsa kapitalizasyonunda Bloomberg verilerine göre 79 trilyon ABD$'a ulaşılmıştır. Bununla birlikte günlük foreks işlem hacminin yaklaşık 5 trilyon ABD$ olarak gerçekleştiği, tahvil piyasalarında büyüklüğün 49 trilyon ABD$'a ulaştığı, algoritmik işlemlerin öne çıktığı bir perspektifte gerek bireysel gerekse de kurumsal yatırımcılar açısından yatırım yapmak ciddi bir bilgi donanımı ve uzmanlığını gerektirmektedir.

1899 yılı itibariyle dünyadaki toplam hisse piyasası büyüklüğünde İngiltere %25 ağırlığa sahip iken, ABD %15, Almanya %13'lük ağırlığa sahipti. 2016 sonu itibariyle ise aynı tabloda ABD %53, Japonya %8, İngiltere %6'lık paya sahip konumdadır. Bu verinin de öne çıkardığı üzere piyasalardaki değişim ve gelişim hızı da her kademedeki yatırımcılar açısından profesyonel yardımın önemini sürekli kılmaktadır. (Business Insider, http://www.businessinsider.com/how-stocks-have-changed-in-last-century-2017-2)

Genel hatlarıyla yukarıda belirtmiş olduğumuz gelişim hızı ve ulaşılan seviyelerde piyasalarda yatırım yapanlar ve/veya yatırımı planlayanlar açısından bilgi en değerli sermaye konumundadır. Makro düzeyde ekonomik konjonktürü ve beklentileri, mikro düzeyde ise menkul kıymet ihraççılarına ilişkin bilgi ve beklentilere ulaşamayan ya da ulaşıp da yorumlayamayan yatırımcılar açısından yatırım sürecinde sermaye

piyasalarında arz edilen ürün ve hizmetlerde seçenekler artarken, aynı zamanda riskler de yükselmektedir.

Diğer yandan tasarruf sahiplerine ait fonların sağlıklı ve etkin şekilde yönetilmesi kadar, bu şartların sağlanabileceği etkin bir sermaye piyasası oluşumu ve asimetrileri azaltmak da önemlidir. Bu açıdan düşük maliyetli ve zamanında kamuyu aydınlatıcı bilgilere ulaşılmasının sağlanması ve yatırımların gerçek değerini bulması gerekmektedir.

Bu noktada bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından yatırım konusu üzerinde uzmanlaşmış profesyonel kişi ya da profesyonel portföy yönetim şirketlerinden yardım almak yatırım sürecinde önem taşıyan bir faktör olmaktadır. Aynı zamanda düzenleyici kurumlar tarafından gerekli lisanslandırma ve yetkilendirme sürecinden geçmiş kişi yada kurumlar gerekli bilgi birikime sahip olup, lokal ve global gelişmeleri yakından takip edip ve değerlendirebilmektedir.

Günümüzde yatırımcılar yatırımlarına yön vermek adına gerekli bilgiyi basın ve internet gibi alanlarda kolay ulaşılabilir ve maliyetsiz alanlarda elde etmeye çalışırken, kurumsal yatırımcılar ve büyük ölçekli bireysel yatırımcılar ise finans kurumlarının Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı gibi bölümlerinden faydalanmayı tercih etmektedir. Söz konusu yatırımcılar yatırım yapacakları alanlarda belli oranda bilgi sahibi olsalar da, gerek kendi kararlarını teyit edebilmek ve alternatifleri gözden geçirmek, gerekse de yeni bilgilere daha hızlı ulaşmak bu alandaki tercihlerini şekillendirmektedir.

Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı departmanlarında yer alan yatırım danışmanı ve analist gibi çalışanların bu noktada finansal piyasalar açısından önemli bir yerde bulunduğunu ifade edebiliriz. Bireysel ya da kurumsal birçok yatırımcının amacı yatırım yapmayı planladıkları şirketler hakkında bilgi sahibi olmak ya da söz konusu departmanlarca sunulan yeni yatırım tavsiyelerine ulaşabilmektedir. Bununla birlikte yatırımcılar halihazırdaki yatırımları için finansal tavsiye ve yorumlara ihtiyaç duymaktadır.

Finansal krizin oluşmasına katkı sağlayan aşırı risk alma iştahına sahip kurumların çalışma usullerini düzenleme, yatırımcıların çıkarlarını gözetmeksizin çalışmalarının

önüne geçmek ile yatırım danışmanlığı hizmeti verenlerin sorumluluk sınırlarının genişletilmesi ve netleştirilmesinin sağlanarak sermaye piyasasına olan güvenin artmasına yönelik olarak hukuki düzenlemelerin yapılması gündeme gelmiştir. Belirtilen hususlara ilişkin düzenlemelerden bir kısmı düzenleyici kurumların çıkardığı yasa, direktif, rehber v.b. ile hali hazırda yürürlükte bulunmakta, bir kısmı ise taslak aşamasındadır.

Bu paralelde çalışmanın birinci bölümünde finansal tavsiyelerin çıkış noktası olan Finansal Piyasalarda Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı'nın Yeri, ikinci bölümde Türkiye'de finans sisteminde araştırma ve yatırım danışmanlığı departmanları, üçüncü bölümde ise davranışsal finanstan da yararlanılarak Finansal tavsiyelerin yatırım davranışlarına etkisini ölçmeye yönelik gerçekleştirilen analiz ele alınmıştır.

1. Finansal Piyasalarda Araştırma Bölümü ve Yatırım Danışmanlığının Yeri

1.1 Finans ve Finansal Piyasalar

Türk Dil Kurumu'nun (TDK) Türkçe sözlüğüne göre finans kelimesi dilimize Fransızca'dan gelmektedir. Söz konusu kaynağa göre finans para ve mal ile mali işler olmak üzere iki farklı anlama sahiptir.

İktisat literatüründe finans ise bireysel veya kurumsal yatırımcıların ihtiyaç duyulan fonların uygun şartlarda ulaşımının sağlanması ve elde edilen fonların etkin bir şekilde kullanılması anlamı taşımaktadır. Dolayısıyla bireysel veya kurumsal fonların etkin şekilde kullanılması açısından yönlendirilecek yatırım aracının değerinin belirlenmesi ve buna göre karar vermek de finansın ilgi alanında yer almaktadır. Yatırım aracının değerinin belirlenmesi noktasında finansal piyasa kavramı ön plana çıkmaktadır.

Finansal piyasa kavramının milattan önce çağlarda ilk izleri görülürken, 1950 yılında Ernst Weidner'den yapılan çevrilerde yer aldığı şekliyle M.Ö.1800'lü yıllarda kredilerde uygulanacak faiz şartlarının Babil Krallığı zamanında belirlendiği öngörülmektedir[1]. İlk opsiyon sözleşmesi ise M.Ö.1000 yıllarında filozof Thales tarafından satın alınmıştır.[2]

Günümüze biraz daha yaklaşırken 20. yüzyıl öncesi sermaye piyasalarında az sayıda finansal ürün ile yatırımcı sayısının düşük olduğu dönemde yatırımcıların işlem emirlerini ilgili borsaya aktaran ve gerçekleşen işlem tutarı üzerinden önceden belirlenmiş olan komisyon olarak alan kurumlar mevcuttu. Bu haliyle günümüzdeki görünümünden oldukça uzak, anlam ve işlemsel açıdan derinliği çok daha düşük bir yapı görülmekteydi.

[1] Ankara Hukuk Fakültesi Dergisi, http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/245/2190.pdf , (Erişim Tarihi: 12.05.2018)
[2] Opsiyon Sözleşmeleri, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/gundem_201209.pdf , (Erişim Tarihi: 12.05.2018)

Söz konusu dönem sonrasında hızla gelişen teknolojinin de etkisiyle artan finansal ürün çeşitliliği ve yatırımcı sayısı sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlarda farklı uzmanlık birimlerinin oluşturulması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Giriş bölümde belirtilen ulaşılan piyasa büyüklükleri de bu ihtiyacı artırmıştır.

Sermaye piyasalarındaki gelişime karşın Türkiye'de TSPB tarafından açıklanan verilere göre Araştırma bölümü çalışanlarında gerileme görülmektedir. 2011 yılında 249 araştırma bölümü çalışan sayısı 2017 yılı itibariyle 175 kişiye gerilemiştir. Araştırma çalışanlarının toplam çalışanlar içindeki payı ise 2011 yılında %4.9 iken 2017 yılında %3.6'ya düşmüştür.

Gerileyen halka arz işlemleri nedeniyle hisse piyasasında ürün sayısının düşük kalması hisse piyasasının gelişimi açısından dezavantaja neden olmuştur. Bu görünümde yatırımcı sayısının gelişimindeki zayıflık da işlem hacmi üzerinde baskıya neden olan faktör konumundadır. Yatırım şirketlerinde araştırma bölümü istihdamının söz konusu baskı yaratan faktörlerden etkilendiğinden bahsedilebilir. Buna ilave olarak ilerleyen bölümlerde ele alınacak MİFID kaynaklı gelişmelerde baskıya neden olan faktörler arasında gösterilebilir.

Tablo 1. Türkiye Hisse Piyasası Özet Bilgileri

	2011/12	**2012/12**	**2013/12**	**2014/12**	**2015/12**	**2016/12**	**2017/12**
BİST İşlem Hacmi (milyarTL)	1,390	1,244	1,634	871	1,023	1,012	1,468
Birincil Halka Arzlar (milyonTL)	1,329	648	1,446	715	121	344	1,254
Yatırımcı Sayısı	1.097.786	1.088.566	1.110.408	1.075.368	1.059.013	1.040.794	1.090.903
Aracı Kurum Sayısı	94	97	95	85	74	71	65
Araştırma Bölümü Çalışan Sayısı	249	225	254	271	254	229	175
Aracı Kurum Çalışan Sayısı	5,100	5,258	5,480	5,658	6,632	6,478	4,751
Araştırma Çalışanlarının Toplam İçindeki Payı	4.9%	4.3%	4.6%	4.8%	3.8%	3.5%	3.6%

Kaynak : TSPB

1.2 Finansal Piyasalarda Uzmanlaşma İhtiyacı

İktisadi ilişkinin var olduğu her dönemde yatırımcı ve yatırım danışmanlarının izine bir şekilde rastlamak mümkündür. Tamar Frankel'e göre parayı yöneten kişiler, finansal aracılar, yatırım danışmanları bundan binlerce yıl öncesinde var oldu. İktisadi hayatın

filizlenmeye başladığı yıllarda kişisel mülk, hayvan, işçi ve kölelerin yönetilmesi söz konusu iken paranın bulunmasıyla birlikte kişisel ve kurumsal portföylerin yönetilmesi de yeni bir boyut kazanmaya başlamıştır.

20. yüzyıl öncesinde yatırım araçlarının çeşitliliğinin düşük olması bu araçlar arasında tercihin günümüze görece daha kolay şekilde yapılmasını, denetleyici kurumlar tarafından da denetim mekanizmasının benzer şekilde kolay gerçekleşmesini sağlamaktaydı.

Endüstri devrimi sonrasında giderek kurumsallaşmaya başlayan şirketlerle eş zamanlı olarak 20. yüzyılla birlikte menkul kıymet piyasalarında yeni tip yatırımcılar, portföy yöneticileri ve finansal kurumların öne çıktığı görülmektedir. Menkul kıymet piyasalarındaki gelişmeler, yatırım tercihleri, satın alma ve satış zamanlaması, vergisel işlemler ile gelişmelerin takibi ve yorumlanması gibi uzmanlık gerektiren konularda yatırımcıların bir danışmana ihtiyaç duymasına neden oldu.[3]

Sermaye piyasalarının günümüzde ulaştığı büyüklük ve sahip olduğu değişim hızı gerek piyasada yer alan tasarruf sahipleri adına riskleri yönetmek gerekse de etkin bir piyasa ortamına katkı sağlamak adına makro ve mikro düzeyde verileri toplamak, elde edilen verileri değerlendirmek ve piyasayla paylaşmak amacıyla kurulan uzmanlaşmış finansal yapıları gerekli kılmaktadır. Bu anlamda yatırım tasarrufların birikimi ve doğru alanlara aktarılması gereksinimi paralelinde araştırma departmanı ve yatırım danışmanlığı finansal piyasalarla birlikte gelişen eski bir uzmanlık alanlarından biridir.

Genel itibariyle araştırma ve yatırım danışmanlığı departmanlarının analiz etme, öngörü oluşturma ve finansal tavsiye üretme süreçleri iki temel anlayışa dayanmaktadır. Bunlardan ilki makro ve mikro finansal göstergelere ağırlık veren analiz olarak karşımıza çıkarken diğeri sermaye piyasası araçlarının fiyat trendleri ve işlem miktarları ile piyasa davranışlarını dikkate alan yaklaşımdır. Günümüzde her iki yaklaşım ayrı ayrı tavsiyenin temelini oluşturabildiği gibi iki yaklaşımdan da faydalanılarak tavsiye oluşturulabilmektedir.

[3] Tamar Frankel, **The Regulation Money Managers : Mutual Fund And Advisers**, s1-5.

1.3 Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı Bölümlerinin Tarihsel Gelişimi

İngiliz ekonomist George Lennox Sharman Shackle'in başını çektiği bazı iktisatçılar, neo-klasik görüşü eleştirerek gerçek "Keynesyen İktisat"ın, Keynes'in Genel Teorisi'nde yer alan görüşleri olduğunu savunmuşlardır. Shackle, 1938 yılında yayınlamış olduğu "Beklentiler, Yatırım ve Gelir" kitabında belirsizliğin Keynes'in iktisadının temeli olduğunu ve bunun yatırım kararlarında önemli bir rol oynadığı konusu üzerinde durmuştur.[4]

Belirsizlik faktörüne karşılık bireysel ve kurumsal yatırımcıların gerek mevcut yatırımlarını gerekse de geleceğe yönelik tasarruflarını koruması noktasında bilgi sağlayacak ve yatırımcı menfaatlerini gözetecek şekilde yönlendirme yapacak araştırma ve yatırım danışmanlığı bölümlerinin ortaya çıktığını görmekteyiz.

1897 yılında haftalık yayın yapan The Nation'da bir editör bir finans kurumunda ya da bağımsız çalışan analistlere çağrıda bulunarak önerilerini bir ücret karşılığında yayınlamalarını önermiştir. Yatırım danışmanlığı alanında kurumsal anlamda ilk şirket 1899 yılında New York'ta görülmektedir. Bu gelişmeyi takiben 1919 yılına kadar yeni şirketler kurularak bu alanda örnekler çoğalmıştır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında zamanın önde gelen finans merkezleri konumundaki New York ve Boston'da kurumsal anlamda yatırım danışmanlığı hizmeti sunan şirket sayısı artarak finansal sistemde yerini almıştır.[5]

İlk örneklerini ABD'de gördüğümüz yatırım danışmanlığı şirketlerini bir çatı altında toplamak amacıyla 1937 yılında Investment Counsel Association of America kurulmuştur. Bu adımı takiben 1940 yılında yayınlanan Investment Advisers Act ile sektöre ilişkin düzenlemeler belli bir çerçeveye yerleştirilmiştir. 2005 yılında ise birliğin ismi Investment Adviser Association olarak değiştirilmiştir.[6] Konuya ilişkin bir diğer düzenleme ise The Investment Company Act'tır. Investment Advisers Act, konuyu

[4] Prof.Dr Coşkun Can Aktan, **Lord Keynes, Keynezyenler ve Fonksiyonistler**, Yeni Türkiye Dergisi, 2002-1.
[5] Tamar Frankel, **The Regulation Money Managers : Mutual Fund And Advisers**, s1-5.
[6] www.investmentadviser.org

yatırım danışmanı, The Investment Compant Act ise yatırım danışmanlığı başlığı ile ele almıştır.

ABD uygulamasında aracı kurumların yatırım danışmanlığı için yerindelik, durum tespiti, açıklama yapma yükümlülüğü ve en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülükleri ile müşteri onayı kuralı gibi ilkeler aracılık faaliyetlerindeki çalışmaların genel çerçevesini oluşturmaktadır.

Araştırma ve yatırım danışmanlığı müessesinin Avrupa'da yasal çerçevesi ise ortak pazar oluşturulması çalışmaları ile netleşmeye başlamıştır. Bu sürecin ilk dönemlerinde Mali hizmetlerin uyumlaştırılması yönündeki yasal çalışmalar, Avrupa Komisyonu tarafından önerilen ve Bakanlar Konseyi tarafından onaylanan direktiflerin çıkarılması suretiyle yerine getirilmiştir. Yatırım danışmanlığını ilgilendiren direktif 31.12.1995 tarihinde yürürlüğe giren "Yatırım Hizmetleri Direktifi"dir. Söz konusu direktifle başka üye ülkede faaliyet göstermek isteyen bir üye ülkenin arasında karşılıklılık ilkesinin oluşturulması amacıyla asgari unsurları ortaya konurken, karşılıklı olarak tabi olunacak alanlar da belirlenmiştir.[7] Devamında ise 1999 yılında Finansal Piyasalar Hareket Planı'nın (FSAP-Financial Sector Assessment Program) kabulüyle sermaye piyasalarının düzenlemesine ilişkin yeni adımlar atılmıştır.

Günümüzde ise Avrupa'da sermaye piyasaları otoritesi konumunda olan ESMA (European Securities and Markets Authority) tarafından yayınlanmış MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) olarak anılan Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi'nde araştırma bölümü ve yatırım danışmanlığına ilişkin yasal düzenlemeler bulunmaktadır. Söz konusu düzenlemeler MiFID kapsamında tek bir çatı altında toplanmış olup, 2007 yılından bu yana yürürlüktedir. MiFID ile birlikte Yatırım Hizmetleri Direktifi uygulamadan kalkmıştır. Her ne kadar Yatırım Hizmetleri Direktifi'nde de benzer amaçlar bulunsa da, güncel küresel gelişmelere uyum sağlama gereksinimi MiFID'a giden yolu açmıştır.

[7] Bülent Özütürk, **Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yöneticiliğine İlişkin Faaliyetlerine İlişkin Çeşitli Ülke Mevzuatlarının İncelenmesi ve Değerlendirilmesi**, Araştırma Raporu, SPK, 1998

Avrupa Birliği üyesi ülkeler arasında uyumlaştırılmış bir piyasa oluşturmayı hedefleyen MiFID içerisinde yatırımcı ve aracı kuruluş arasındaki ilişkilere ilişkin düzenlemeler önemli yere sahiptir. Yatırım Hizmetleri Direktifinin içeriğini genişleten MiFID ile finansal kurumların faaliyetlerinde ve organizasyon yapılarında uyulması gereken daha kapsamlı kurallar getirilmekte, yatırım danışmanlığının yeterliliği ve uygunluk fonksiyonu konularında bazı şartlar istenmektedir. Avrupa'da aracılık faaliyetlerine ilişkin genel esaslarda açıklama yapma yükümlülüğü, çıkar çatışması, yerindelik testi, uygunluk testi, en iyi işlem gerçekleştirme yükümlülüğü ve yatırımcıların sınıflandırılmasına ilişkin hususların düzenlendiği görülmektedir. Düzenlemeyle hem piyasa katılımcıları hem de ulusal denetim otoriteleri direktif kapsamına alınmıştır. [8]

1.4 Yatırım Danışmanlığı Türleri

Özellikle 2008-2009 finansal kriz dönemi sonrasında öne çıkan eleştirilerden birisi de yatırım danışmanlığının komisyona dayalı olması ve bu nedenle yatırımcı çıkarlarının arka plana atılmasıydı. Buna yönelik ilk adımın İngiltere'de ülkenin finansal hizmetler otoritesi olarak adlandırılan Financial Services Authority (FSA) tarafından atıldığı görülmekte. Buna göre FSA yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde ayrıma gitmiş, "bağımsız yatırım danışmanlığı" ve "sınırlı yatırım danışmanlığı" olarak söz konusu ayrımı belirlemiştir.[9]

Yapılan düzenlemeye göre, yatırım danışmanlığının "bağımsız" olarak nitelendirilebilmesi için iki faktör bulunmalıdır. Bunlardan ilki, yatırım danışmanının yalnızca yatırım danışmanlığı sunan kuruluşla hukuki ya da ekonomik açıdan herhangi bir şekilde ilişkili olan ihraççılar tarafından ihraç edilen finansal ürünlere sınırlı kalmaması, farklı finansal araçların türlerine ve ihraççılarına ilişkin yeterli sayıdaki finansal ürünler incelenerek yatırım tavsiyesinin hazırlaması, çeşitlilikten faydalanmasıdır. Bağımsız yatırım danışmanlığı için gerekli ikinci faktör ise, müşterilere sunulan yatırım danışmanlığı faaliyetine bağlı olarak yatırım kuruluşunun üçüncü bir kişi ya da kuruluştan komisyon, maddi ya da gayri maddi bir gelir elde

[8] Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Gündem, Sayı 54, Şubat 2007.
[9] Rabia Sanem Üzeler, **Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu**, SPK Yeterlilik Etüdü, 2014

etmiyor olmasıdır. Sınırlı yatırım danışmanlığında ise "sınırlı" bir piyasa analizinin esas alınarak tavsiye hazırlanması durumunda gündeme gelmektedir.

İngiltere'de 31.12.2012'de başlayan söz konusu uygulama henüz Avrupa Birliği'nde karşılık bulamasa da, 2018 yılında geçerlilik kazanan MİFID-II ile birlikte bağımsız yatırım danışmanlığının da gündeme geleceğini belirtelim. Bu uygulama ile çıkar çatışmalarının önlenmesi ve yatırım danışmanlığının "bağımsız danışmanlık" niteliğinde olmasının bazı şartlara bağlanarak, komisyon bazlı yatırım danışmanlığı modeline bazı sınırlamalar getirilmesi amaçlanmaktadır.

1.5 Araştırma Bölümü Analistleri

1.5.1 Satış Yönlü Analistler

Genel olarak satış yönlü analistlerin amacı belirlenmiş sektörlerde yer alan şirketleri tüm yönleriyle takip etmek ve çalıştığı kurumun müşterilerine bu konuda araştırma raporları hazırlamaktır. Bu tür analistler tüm aracılık lisanslarına sahip, bu konuda hizmet sunmak için araştırma bölümlerine sahip olan aracı kurumlarda çalışmaktadırlar.

Satış yönlü analistler amaçları doğrultusunda takip ettikleri şirketlerin mali sonuçlarını yansıtacak finansal modellemelerle oluşturdukları araştırma raporlarında finansal tahmin, fiyat hedefi ve söz konusu şirket hissesine yönelik performans beklentilerini yansıtırlar. Bu açıdan bakıldığında satış yönlü analistler bireysel ve/veya kurumsal yatırımcılara sorumlu olduğu sektör şirketleriyle ilgili finansal tavsiyelerini satmaktadır.

Yerli ve yabancı büyük ölçekli aracı kurumlarda araştırma bölümleri arasındaki rekabet, bu departmanlardan çıkacak raporların önemini artırmaktadır. Bu paralelde analistlerin raporlarında farklılaşması ve son gelişmeleri hızlı şekilde yorumlayarak öngörülerini güncellemesi önem taşımaktadır. Analistler bu yöndeki amaçları doğrultusunda sorumlu oldukları şirketlerle ilgili gelişmeleri yakından takip etmekte, gerektiğinde şirket yetkilileriyle görüşmeler gerçekleştirmektedir.

Bu açıdan bakıldığında finansal tavsiyeler oluşturulma süreci aracı kurumlar açısından önemli maliyetler barındırmaktadır. Bireysel ve/veya kurumsal müşteriler bu raporlara genellikle aracı kurumda bir hesap açtırarak ulaşım sağlayabilmektedir. Ancak maliyetler nedeniyle aracı kurum araştırma bölümleri daha az yatırımcının ilgilendiği ve likiditesi düşük şirketleri takip listelerine almamaktadır.

Küresel tarafta da bakıldığında benzer eğilimi görebiliriz. Bu konuda 2004 yılında yayınlanan "Analistleri Analiz Etmek" adlı çalışmada satış yönlü çalışan analistlerin olumlu momentuma ve yüksek işlem hacmine sahip şirket hisselerini tercih ettikleri belirtilmiştir.[10] Daha sonra Journal of Finance'ta da yayınlanan söz konusu çalışmada analistlerin "göz kamaştırıcı - glamour" olarak değerlendirilen, olumlu momentum, görece yüksek likiditeye ve büyüme oranlarına sahip hisseleri araştırma kapsamları içerisinde tercih ettiklerinden bahsedilmektedir. Bu hisseler dışında kalan hisseler genel olarak araştırma kapsamı dışında kalmaktadır. Söz konusu eğilimin Türk hisse piyasası açısından değerlendirilmesi ilerleyen bölümlerde ele alınacaktır.

Satış yönlü analistler açısından dikkat edilmesi gereken nokta oluşturulan finansal tavsiyelerle herhangi bir çıkar çatışmasına yol açılmamalıdır. Bu aynı zamanda ilerleyen bölümlerde yer alan Yatırım Danışmanlığı açısından benzer bir riski barındırmaktadır, Günümüzde finansal piyasalarda faaliyet gösteren belli ölçeği aşmış kurumların eş zamanlı olarak birden fazla hizmeti aynı anda sunmaları çıkar çatışmasına neden olan faktörlerden biridir. Söz konusu çatışmalar kurumsal seviyede olabileceği gibi çalışanlar bazında da olabilmektedir. Kurumsal faaliyetler bazında halka arz hizmeti verdiği bir şirket için aynı zamanda yatırım danışmanlığı hizmeti verilmesi, araştırma bölümlerinin rapor hazırladığı bir şirket adına yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bu bilgilerin rapor yayınlanmadan kullanılması örnek olarak gösterilebilir. Bu paralelde kurum içi çıkar çatışmasına neden olabilecek bölümler arasına bilgi bariyerleri kurulması düzenlemelerde yer bulmuştur. Bu bilgi bariyerleri "Chinese Walls" olarak da adlandırılmaktadır.[11]

[10] Narasimhan Jegadeesh, Joonghyuk Kim, Susan D. Krische ve Charles M.C. Lee, **Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?**, Mayıs 2004.
[11] Rabia Sanem Üzeler, **Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu**, SPK, 2014.

Çalışanlar bazında çıkar çatışması ise araştırma veya yatırım danışmanlığı faaliyeti verilen bir yatırımcıya ihtiyacı olmadığı halde komisyon v.b. kazanımlar amacıyla yönlendirme yapılması örnek olarak gösterilebilir. Bu tip çatışmaların önüne geçmek amacıyla ise yatırım kurumlarına hizmet satışı öncesinde bilgi verme zorunluluğu getirilmiştir.

1.5.2 Alış Yönlü Analistler

Satış yönlü analistlerin aksine alış yönlü analistlerin belirli bir sektörü hedefleyip çalışmamaktadırlar. Kurumsal fon yönetiminin gerçekleştiği portföy yönetim şirketlerinde görev alan alış yönlü analistlerin bu yönleriyle daha fazla şirkete odaklanıp, söz konusu şirketler hakkında daha kısa raporlar hazırlamaları mümkündür. Hazırlanan finansal raporların hedefinde ise satış yönlü analistlerde olduğu gibi bireysel yada kurumsal müşteriler olması yerine çalıştıkları şirketlerin fon yöneticileri bulunmaktadır.

Alış yönlü analistler kendi modellemeleri yanında aracı kurum araştırma bölümlerinin de yayınlamış olduğu raporlar ve görüşlerden de faydalanabilmektedir. Bu yönüyle alış yönlü analistler daha geniş bir perspektife sahip olabilmektedir. Bu durum alış yönlü analistlerin görev yaptığı portföy yönetim şirketlerinin aracı kurumların kurumsal müşterisinin olmasının doğal bir sonucudur.

1.5.3 Bağımsız Analistler

Herhangi bir yatırım kuruluşuyla ilişkisi olmayan bağımsız analistler, temel, teknik veya her iki analiz türünü kullanarak hazırladığı finansal tavsiyeleri kendisine belirli bir ücret karşılığı abone olan müşterilerine satarlar. Bu tip analistlerin bireysel ve kurumsal müşterileri de olabilmektedir.

Bağımsız analistlerin sayısının artması noktasında Enron, WorldCom gibi skandallar sırasında dönemin yatırım kurulları araştırma bölümlerinin yayınladığı yanlış

yönlendirmeye yönelik raporların etkisinden bahsedilebilir. Söz konusu skandalların oluşmasına neden olan süreçte manipülatif amaçlı raporlar nedeniyle yatırım kurumlarından bağımsız araştırma faaliyeti ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Bağımsız analistlerin, satış yönlü analistlerin göz ardı ettiği ya da etmek zorunda kaldığı görece küçük ölçekli şirketlerdeki potansiyelleri inceleme ve bunlar hakkında rapor hazırlayabilmek gibi avantajları bulunmaktadır.

Özellikle gelişen internet teknolojisi ve ödeme sistemleriyle bu tip analist örneklerinin internet üzerinden sayılarının hızla arttığı görülmektedir. Ancak bu örneklere yurtdışında rastlanmakta olup, Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) düzenlemeleri nedeniyle görülmemektedir.

1.6 Finansal Piyasalarda Analist Etkisi

Günümüze kadar sermaye piyasalarında yer alan şirket analistlerinin çıkardığı finansal tavsiyeler ve söz konusu tavsiyelerin etkinliğine ilişkin pek çok çalışma yayınlanmıştır. Genel olarak bu çalışmalarda analist tahminlerine ilişkin olarak yanılgı ve etkinsizlik tespit edildiği belirtilmektedir. Aynı çalışmalarda buna ilişkin gerekçeler arasında şirket analistlerinin çıkardığı finansal tavsiyelerle, analistlerin gerçek beklentilerine ilişkin farklılık görülebildiği gösterilmektedir. Bu konuya örnek olarak bazı çalışmalarda şirket analistlerinin yaptıkları tahminlerde sistematik olarak iyimser oldukları ileri sürülmektedir.[12] Analistlerin görüşleri paralelinde veya öngörülerinden farklılaşan tavsiyelerinin de piyasalara olan etkisi ayrıca incelenmelidir.

Şirket analistlerinin finans piyasalarındaki etkisine ilişkin olarak Kent Womack, analistlerin çalıştıkları finans kurumlarının en önde gelen ve etkili pazarlamacıları olduklarını ileri sürmüştür. Womack kendi görüşü paralelinde analistlerin amaçlarının dahil oldukları finans kurumlarının gelirlerine katkı sağlamak olduğunu ve bu sebeple

[12] Scott E. Stickel, **Reputation and Performance Among Security Analysts,** The Journal of Finance, Vol.47, No.5, 1992, s.1811-1836

çıkarmış oldukları finansal tavsiyelerin aracılık komisyonlarına ve yatırım bankacılığı gelirlerine arttırmaya yönelik olarak tasarlandığını iddia etmektedir.[13]

Sundaresh vd. 2008 yılında yaptıkları çalışmada analistlerin sermaye piyasalarındaki rolü bir başka açıdan ele alınmıştır.[14] Buna göre söz konusu etki yedi başlık altında incelenmiştir. Şirket analistleri Şekil 1'de görüldüğü üzere uzmanlıklarını çeşitli kaynaklardan elde ettikleri bilgi ve bu bilgilerin analiziyle geliştirmektedirler. Bu noktada kaynak farklılığı olarak ifade edilenler:

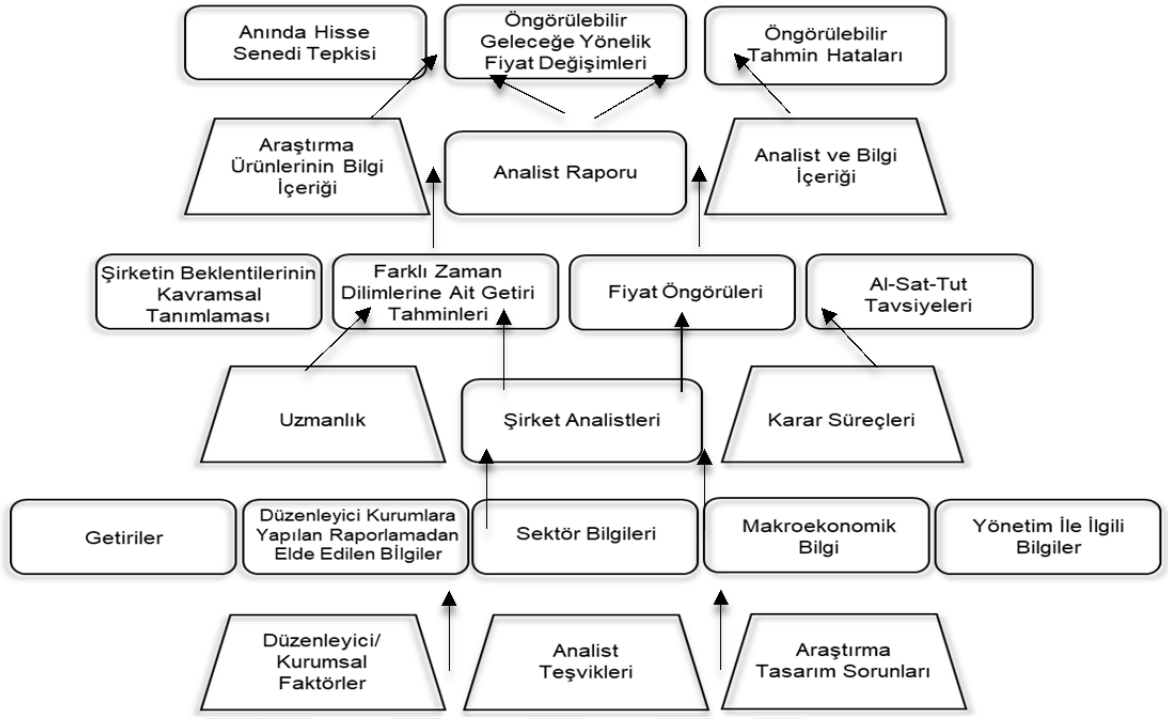
1) Şirketlerin yasal düzenleyicilere yapmakla yükümlü oldukları raporlama sonucunda açıkladıkları periyodik finansal raporlar veya periyodik olmayan aydınlatıcı bilgilerle sağlanan şirket bilgileri (örneğin; ABD'de SEC'e, Türkiye'de SPK, BİST, KAP'a yapılan duyurular gibi),

2) Makroekonomik faktörler ve sektörel gelişmeler,

3) Konferans görüşmeleri ve şirket ziyaretleri gibi ilgili yönetim ile yapılan görüşmelerdir.

[13] Kent Womack, **Do Brokerage Analysts'Recommendations Have Investment Value?,** The Journal of Finance, Vol:51, No.1, 1996, s.137-167

[14] Sundaresh Ramnath, Steve Rock, ve Philip Shane, **The Financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research**, International Journal of Forecasting, Vol:24, 2008, s.37



Şekil 1. Analistlerin Finansal Piyasalardaki Etkisi

Bununla birlikte finansal piyasa aktörleri olarak nitelendirebileceğimiz yatırımcılar, regülatörler ve politik karar alıcılar, şirket analistlerinin çıkardıkları tavsiyelere tarafsız ve dış etkenlerden olabildiğince uzaklaşmış şekilde hareket ettikleri varsayımıyla yaklaşmaktadırlar. Yatırımcılar söz konusu tavsiyelerden de faydalanarak portföy tercihlerine yön vermekte, piyasalardaki fiyatlamalarda bu yolla şekillenmektedir.

Analist öngörüleri ile regülasyon ve politik karar alıcılar arasında ise karşılıklı etkileşimden bahsedilebilir. Şirket analistleri finansal tavsiye geliştirirken bağlı bulundukları yetkili düzenleyici kurum kurallarının da etkisi altında kalabilmekte ve/veya bu kurallar çerçevesinde öngörülerde bulunabilmektedir. Buradan hareketle regülasyonların o ülke piyasalarında analist davranışlarını etkileyerek finansal piyasalara olan dolaylı etkisinden de bahsedilebilir. Hisse fiyatlarında aşırılaşmanın hız kazandığı kriz ya da balon dönemlerinde politik karar alıcıların ve/veya regülatörlerin aldığı kararlarla tavsiyelerdeki değişim bu konuya en güzel örneklerden biridir. (örneğin; politika faizi değişimi, bankacılık sektörü zorunlu karşılık oranlarında değişim, sektörel teşvik, açığa satış kurallarında değişiklikler v.b.)

Türkiye'de Araştırma departmanlarının çıkarmış oldukları finansal tavsiyelerin performansları, tavsiyelerin doğrultusunda değerlendirilmektedir. Böylelikle gerek halka açık şirketlerle ilgili tavsiyelerin ne yönde ağırlık kazandığını, gerekse de tavsiyeyi çıkaran analistlerin performansları ölçülebilmektedir. Finansal tavsiyelerin yatırımcılar üzerindeki kısa vadeli etkisini ölçmede, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde araştırma bölümlerinin çıkarmış olduğu finansal tavsiyelere ilişkin verilerden yararlanılacaktır.

2. Türkiye'de Finans Sisteminde Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı

2.1 Yatırım Danışmanlığına Yönelik Yasal Düzenlemeler

Yatırım danışmanlığı faaliyeti için ilgili yatırım kuruluşunun ülkesindeki düzenleyici kurum tarafından yetkilendirilmiş olması gerekmektedir. Türkiye'de bu yetkilendirme Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yapılmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda, "sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamındaki faaliyetleri, bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ek olarak sunulan yan hizmetlerden oluşur" şekliyle tanımlanmaktadır. Yatırım danışmanlığı, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri arasında yer almaktadır.

Yatırım kuruluşlarına yönelik yapılan düzenlemeler uyarınca, Kurul'dan aldıkları faaliyet izinlerine bağlı olarak aracı kurumlar asgari "dar yetkili" lisansı alması sonrasında yatırım danışmanlığı hizmeti sunabilirler. Bu noktada kurul düzenlemeleri paralelinde aracı kurumların üç kategoriye ayrıldığını belirtelim :

a)Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "dar yetkili" olarak adlandırılırken asgari 2 milyonTL özsermayeye sahip olmaları gerekmektedir.

b) Dar yetkili kurumlar için belirtilen faaliyetlere ek olarak, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi

birini veya tamamını yürütecek olanlar "kısmi yetkili" olarak adlandırılırken asgari 10 milyonTL özsermayeye sahip olmaları gerekmektedir.

c) Kısmi yetkili kurumlar için belirtilen faaliyetlere ek olarak, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "geniş yetkili" olarak adlandırılırken asgari 25 milyonTL özsermayeye sahip olmaları gerekmektedir.

Yatırım danışmanlığı faaliyetini yapabilecek kurumlar ve bu kurumlarda aranan şartlar Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 46. ve 47. Maddelerinde belirtilmiştir. Buna göre Kuruldan izin almak kaydıyla aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketleri tarafından yapılabilir. Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunulmasına izin verilebilmesi için Kurulun yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet esasları ile ilgili düzenlemelerinde faaliyete geçmek için aranan genel şartlara uyulmasına ek olarak yatırım kuruluşlarının;

a) Kurulun aracı kurumların sermayeleri ve sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelerinde bu faaliyet için öngörülen asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması, (Kalkınma ve yatırım bankalarının yatırım danışmanlığı faaliyeti başvurularında asgari özsermaye şartı aranmaz)
b) 4 yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun ve finans piyasalarında en az 3 yıllık tecrübesi olan yeterli sayıda yatırım danışmanını istihdam etmiş olması,
c) Yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesini teminen araştırma birimini oluşturmuş, birim yöneticisini ve ona bağlı olarak çalışacak yeterli sayıda araştırma uzmanını görevlendirmiş olması, zorunludur.

Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında yayınlanan Tebliğ'in 7.Bölüm 45.maddesinde yapılan tanımlamaya göre yatırım danışmanlığı, yetkili yatırım kuruluşunun, yatırımcı talebi doğrultusunda veya yatırımcı talebi olmaksızın sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında, belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunması faaliyeti

olarak ifade edilmiştir. 2016 yılında ek fıkra ile ilave edilen maddeyle müşterilere yatırım kuruluşları tarafından her türlü elektronik ortam aracılığıyla doğrudan sunulan veya yönlendirilen başka gerçek veya sanal portföylere ilişkin işlemlerin takip edilmesi ve/veya kopyalamasını sağlayan imkanların sunulması da yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamına alınmıştır.

2.2 Araştırma Faaliyetlerine Yönelik Yasal Düzenlemeler

6362 sayılı SPKn ile yapılan düzenlemeyle araştırma hizmeti, yatırım danışmanlığının aksine yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerinin yapabilecekleri yan hizmetler içerisinde yer bulmuştur. Yasada belirtilen yan hizmetler, yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerince ayrıca bir yetki belgesine tabi olmaksızın Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülmektedir.

Yatırım kurumları tarafından, müşterilerine Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin genel yatırım tavsiyelerine ilişkin esaslarına uygun olarak kurum bünyesinde hazırlanan veya üçüncü bir taraftan temin edilen araştırma raporu veya benzeri nitelikte belgelerin sunulması ve söz konusu belgelerde yer alan tavsiyelerin müşterilerle paylaşılması genel yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilir.

Bir rapor veya analizle sunulan hizmetin belirli bir müşteriye özel olarak yönlendirici nitelikte yapılmaması, genel yatırım tavsiyesinin ana unsurudur. Bu haliyle genel yatırım tavsiyeleri ile finansal bilgi sunulması ise yatırım danışmanlığı olarak değerlendirilmemekte, araştırma faaliyeti altında kendine yer bulmaktadır.

2.3 Finansal Tavsiye ve Raporlara İlişkin Esaslar

Herhangi bir sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak yapılan yorum ve analizlerde, yatırımcıların doğru ve eksiksiz bilgilendirilmesini teminen, yayımlanmışsa izahname ve satışa ilişkin belgelerde yer alan bilgilerin kullanılması, aksi takdirde söz konusu halka arza ilişkin ayrıntılı bilgilerin yer aldığı izahname ve satışa ilişkin diğer belgelerin yayımlanacağının belirtilmelidir. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair

herhangi bir vaat veya taahhütte kesinlikle bulunulmaması gerekmektedir. Her türlü öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerine, bunların öngörü, tahmin ve fiyat hedefi olduğu açıkça belirtilmek suretiyle yer verilmesi ve bunların oluşturulmasında kullanılan tüm önemli varsayımlar belirtilmelidir.

Kurulun faaliyet alanına giren sonuçlanmış ya da sonuçlanmamış konular hakkında yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilgi, haber ve yorum sunulmaması; yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarının, yatırımcılara duyurulmadan önce kendilerinin veya üçüncü şahısların lehine kullanılmaması zorunludur.

Yetkili kuruluşlar yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişki ve koşulları, özellikle yorum ve tavsiyenin ilgili olduğu sermaye piyasası aracına ilişkin önemli finansal çıkarlarını veya ihraççı ile olan önemli çıkar çatışmalarını müşteriye açıklamakla yükümlüdürler. Sunulan yorum ve tavsiyelere konu ihraççı ile yetkili kuruluşun karşılıklı olarak ödenmiş sermayelerinde veya oy haklarında %1 veya daha fazla oranda sahip oldukları paylara, sahip oldukları yönetim imtiyazına, aralarındaki kredi sözleşmesi, kira kontratları gibi diğer önemli finansal ilişkiler bulunması durumunda, bunlara ilişkin bilgilerin müşteriye açıklanması zorunludur.

Kaldıraçlı işlemler ile ilgili olarak aracı kurumlar bu hizmeti sundukları müşterilerine yatırım danışmanlığı hizmeti veremezler.

2.4 Türk Sermaye Piyasası Kanunu'nun Çerçevesinin Yeniden Belirlenme Sürecinde Avrupa Birliği ile Uyum

2012 yılında yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile yatırımcının bilgi alma ve inceleme hakkının genişletilmesi, pay sahiplerine haklı sebeplerle ortaklığın feshini dava etme hakkı tanınması, ortaklığın kendi paylarını iktisap yasağına ilişkin düzenlemenin değiştirilmesi, elektronik yöntemlerle genel kurul toplantılarına katılımın sağlanması gibi bir takım düzenlemelerle yatırımcıların konumu güçlendirilmiştir.

Yeni TTK'nın yürürlüğe girmesi ve eş zamanlı olarak Avrupa Birliği (AB) Müktesebatına tam uyum hedefine yönelik çalışmalar, sermaye piyasası mevzuatının yeni oluşan duruma uyum sağlaması gereğini ortaya çıkarmıştır. Diğer yandan sermaye piyasalarındaki değişim hızı, bununla birlikte finansal ürünlerdeki değişim dünyada olduğu gibi Türkiye'de de yasal çerçevede düzenleme ihtiyacını artıran önemli bir başka faktör olmuştur.

Buradan hareketle yurtiçi sermaye piyasalarının küresel taraftaki gelişmeler dikkate alınarak gelişiminin ivme kazanması ve rekabet gücünün artırmasına yönelik yeni bir yasal çerçeve olması açısından 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Söz konusu yasa tasarısı hakkında TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'ndaki görüşmeler sırasında yapılan sunumda "Ülkemizin özellikle son on yıl içinde göstermiş olduğu ekonomik istikrar ve buna paralel olarak mali piyasaların sağlıklı bir yapıya kavuşmaya başladığı söylenebilirse de, söz konusu gelişmelerin kalıcı etkiler sağlaması için dünya ile rekabet edebilir, yüksek standartlarda ve özellikle yeni şartlara uygun bir mevzuat altyapısının da kurulması gereklidir"[15] ifadeleri kullanılmıştır.

6362 sayılı SPKn ile yapılan düzenlemede, Türk Ticaret Kanunu ve Avrupa Birliği ile uyum gibi belirtmiş olduğumuz amaçlar paralelinde yatırım hizmetlerini ve bu hizmetleri arz edecek finansal kurumlara ilişkin yeni düzenlemeler yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda son yapılan düzenlemelerle ilk kez ortaklar için "ayrılma hakkı", "ortaklıktan çıkarma hakkı" ve "satma hakkı" gibi yeni haklar tanınmıştır. Halka açık şirketlerin önemli kararların alındığı genel kurullarına katılarak muhalefet şerhi yönünde oy kullanılması şartıyla, bu seçeneği tercih eden yatırımcılara paylarını şirkete satma hakkı veren "ayrılma hakkı" tanınmıştır. Pay alım teklifi ve süreci sonrasında belirli bir hisse oranına ulaşan ortaklara, kalan azınlığı "ortaklıktan çıkarma hakkı" ve teklif sonrasında azınlık haline gelen hissedarlara paylarını ortaklığa "satma hakkı" getirilmiştir.

[15] 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu tutanakları, https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf , (Erişim Tarihi: 01.05.2018)

Belirttiğimiz düzenlemelerin şirket yönetimlerine yönelik etkileri olarak ele alınabilecek düzenlemeler içerisinde imtiyazlarla ilgili başlık dikkat çekmektedir. Buna göre ard arda beş yıl zarar eden halka açık şirketlerde yapılacak ilk genel kurul toplantısında imtiyazların kaldırılacağı belirtilmiştir. Böylelikle imtiyaz sahibi olarak yönetimde söz sahibi ortak ya da hissedar gruplarının diğer hissedarların da çıkarlarını gözeterek hareket etmesi, bu sağlanamadığı takdirde ise yönetimin değişmesi seçeneğinin gündeme gelmesi sağlanmaktadır.

Yeni düzenlemede sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzı için öngörülen Kurul kaydına alınma sistemi kaldırılarak yerine AB mevzuatı paralelinde, izahnamenin Kurulca onaylanması uygulaması sistemine geçilmiştir. Ancak, izahnamenin onaylanmasının, izahnamede yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurulca kabul edildiği anlamına gelmediği, söz konusu sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir öneri olarak da algılanmaması gerektiği belirtilmiştir.[16]

Sermaye Piyasası Kanunu ile AB ile uyum noktasında öne çıkan bir diğer başlık kurumsal yatırımcılara yönelik olmuş, ayrıca yatırım fonları ve yatırım ortaklığı sektörünün gelişiminin ivme kazanması ve rekabetçi bir görünüm kazanması hedeflenmiştir. Buradan hareketle yatırım fonu kurulması ve yönetilmesi faaliyeti Portföy Yönetim Şirketi tanımında yer almıştır.

Uygulamada yeni bir şirket türü de son düzenlemelerle öne çıkıyor, yasal düzenleme içinde AB ile paralel bir şekilde "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı" ilk kez yer almaktadır.

Önceki SPKn'da manipülasyon olarak bilinen suç tipi "Piyasa dolandırıcılığı," içeriden öğrenenlerin ticareti olarak bilinen suç tipi olan "Bilgi Suistimali" olarak düzenlenmiştir. Bilgi suistimali (içeriden öğrenenlerin ticareti) suçu ile ilgili olarak yeni düzenlemede söz konusu suç unsuru Avrupa Birliği düzenlemeleri de dikkate alınarak kapsamlı olarak yeni bir çerçevede tanımlanmıştır. Bununla birlikte AB Direktifine uyum çerçevesinde, kamuya açıklanmamış bu bilgileri üçüncü kişilere açıklayan veya

[16] Levent Berber, **Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na Bakış**, KPMG Gündem, 2013

üçüncü kişilerin bu bilgilere erişimini sağlayanlar veya bu bilgilere dayanarak üçüncü kişilere bu bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası aracını elde etmesi veya elden çıkarması için tavsiye yahut telkinde bulunanlar, üçüncü kişilerin bu tavsiye ve telkinler doğrultusunda işlem yaparak menfaat elde etmeleri durumu da bilgi suistimali suçu kapsamına alınmıştır.

Söz konusu sermaye piyasası suç tipleri Avrupa Birliği direktifi dikkate alınarak yeniden değerlendirilmiş, bu paralelde sermaye piyasası araçlarının fiyatları ile birlikte yatırımcı kararlarını etkileyebilme faktörleri ile emir vermenin de ilgili suç kapsamına girdiği, ayrıca açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamayan ya da zamanında açıklamayanların cezai sorumlulukları da kanundaki ilgili maddelerde yer bulmuştur.

Türk sermaye piyasasında Avrupa Birliği ile uyum sürecindeki düzenlemeleri Yatırım Danışmanlığı alanında da görmekteyiz. MİFID kapsamında düzenlenen Yatırımcı Tazmin Merkezi ile ilgili düzenlemeler, uygunluk ve yerindelik testleri SPK mevzuatında da kendilerine yer bulmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 83. maddesinde tanımlanan "Yatırımcı Tazmin Merkezi" Avrupa Birliği düzenlemelerine paralel olarak sermaye piyasası faaliyetinde bulunan kuruluşların mali açıdan sıkıntıya düşmeleri durumunda yatırımcıların tazminine yönelik olarak oluşturulmuştur. Söz konusu yapının adı önceki uygulamada "Yatırımcıları Koruma Fonu" adıyla sadece hisse senedine yönelik koruma sağlarken, "Yatırımcı Tazmin Merkezi" düzenlemesiyle yatırım kuruluşlarındaki tüm batıkları kapsam içine almaktadır.[17]

Sermaye Piyasası Kanunu'ndan yer alan 84.maddeye göre tazminin kapsamını, yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler oluşturur.

[17] İbrahim Haselçin, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu neler getiriyor?, http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ibrahim-haselcin/1262479-yeni-sermaye-piyasasi-kanunu-neler-getiriyor , (Erişim Tarihi: 12.05.2018), 2012

Yatırımcıları tazmin kararı verilen kuruluşların yatırımcıları, bu madde kapsamında tazmin talep etme hakkına sahiptir. Yatırımcıların yatırım danışmanlığı veya piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararları tazmin kapsamında değildir.

Avrupa Birliği ile uyum sürecinde düzenleme yapılan bir diğer başlık uygunluk testidir. Mevcut durumda uygunluk testi, MiFID düzenlemeleri paralelinde Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nde (III-39.1) düzenlenmiştir. Tebliğdeki tanımıyla uygunluk testi "yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Yatırım kuruluşları alım satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında yalnızca genel müşterilere uygunluk testi yapmakla yükümlüdür" olarak belirlenmiştir.

Tebliğde yer alan hususlar dahilinde uygunluk testi kapsamında asgari olarak müşterinin yatırım amaçlarına ilişkin olarak; yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri, müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte gerçekleştirdiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin türü, niteliği, hacmi, sıklığı konusunda bilgi alınmalıdır.

Müşterinin uygunluk testi için yatırım kuruluşuna bilgi vermemesi veya eksik ya da güncel olmayan bilgi vermesi durumunda, yatırım kuruluşu hangi ürün ya da hizmetlerin müşteriye uygun olduğunun tespit edilememesi halinde müşteriyi yazılı olarak uyarır.

Yatırım kuruluşunun hangi ürün ya da hizmetlerin müşteriye uygun olduğunun tespit edilmesine imkân bulunmadığına veya bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığına ilişkin uyarıda bulunmuş olmasına rağmen, müşterinin söz konusu hizmet ya da ürünü almak istemesi durumunda yatırım kuruluşu müşteriye söz konusu talep yönünde hizmet verip vermemek hususunda serbesttir.

MiFID düzenlemeleri ile Türk sermaye piyasası düzenlemesinde uygunluk testine bağlanan temel hukuki sonuç, yatırım kuruluşunun müşterisine uygunluk testi sonucuna uygun olmayan ürün ve hizmetleri sunmasının engellenmiş olmasıdır. Buna göre Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği uyarınca, "yatırım kuruluşu uygunluk testi sonucunda herhangi bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığı kanaatine ulaşırsa, müşteriyi yazılı olarak uyarır. Bu durumda yatırım kuruluşu söz konusu ürün ya da hizmete yönelik olarak müşteriye bire bir genel yatırım tavsiyesinde bulunamaz" ifadesi yer almaktadır.

Tebliğe göre yatırım kuruluşu uygunluk testi sonucunda ürün veya hizmetin müşteriye uygun olmadığı kanaatine varırsa öncelikle müşteriyi yazılı olarak veya elektronik ortamda uyarır. Uyarıya karşın müşteri ürün veya hizmeti almak istiyorsa, yatırım kuruluşu müşterinin bu talebi yönünde hizmet verip vermemek konusunda serbesttir.

Yatırım kuruluşlarının yalnızca Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları (likit fonlar) ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları ile Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları için uygunluk testi yapması zorunlu değildir. Bu durumda yatırım kuruluşunun müşteriyi uygunluk testi yapmakla yükümlü olmadığı konusunda bilgilendirmesi gerekir. Bunlar dışında kalan tüm sermaye piyasası araçları için, müşteri kendi talep etse de uygunluk testi yapılması gerekir.

Uygunluk testi ile müşterilerin bilgi ve risk profillerine uygun yatırım ürünleri ve hizmetlerine yönelimi öngörülürken, yerindelik testiyle müşteriden asgari olarak hangi bilgilerin alınması gerektiği belirlenmiştir. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği 40. Maddesinde yerindelik testi, bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı kapsamında müşteriye sunulacak hizmet ile müşterinin yatırım amaçları, mali durumu ile bilgi ve tecrübesinin uyumlu olup olmadığının yetkili kuruluşlar tarafından değerlendirilmesi olarak belirtilmiştir. Yatırım danışmanlığı veya bireysel portföy yöneticiliği hizmeti söz konusu yerindelik testinin sonucuna uygun olarak sunulmalıdır.

Müşterinin yerindelik testi için verdiği bilgilerin incelenmesi sonucunda, müşteriye yerindelik testinin sonuçlarına uygun olmayan bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti sunulamaz. Müşterinin yerindelik testi için istenen bilgileri vermemesi veya eksik ya da güncel olmadığı açıkça anlaşılabilen bilgi vermesi durumunda da söz konusu müşteriye bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti sunulamaz. Bu durumda yetkili kuruluşun müşteriye, söz konusu hizmetlerin kendisine verilemeyeceği konusunda yazılı bildirim yapması zorunluluğu bulunmaktadır.

SPK 15.07.2016 tarihinde güncellediği rehberle hizmetin sunulmaması hükmünü araç bazında anlaşılması gerektiğini belirtmiştir. Buna göre müşteriye sunulacak bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmetleri sırasında yerindelik testi sonucu ile uyumlu olan sermaye piyasası araçları hizmetlere konu edilmelidir. Belirtilen hükümle istenen bu hizmetlerin hiçbir şekilde sunulmaması değil, testin sonucuna uygun hizmet sunulmasıdır.

Müşteri yerindelik testi için verdiği bilgilerin doğruluğundan sorumludur. Yetkili kuruluş, belirli dönemler itibariyle söz konusu bilgilerin güncellenmesini müşteriden isteyebilir. Yetkili kuruluş hizmetin sunulması sırasında müşterinin eksik, güncel olmayan ya da gerçeğe aykırı bilgi verdiğini öğrenmesi ya da tespit etmesi durumunda sunulan hizmeti sonlandırır.

2.5 Finansal Tavsiyelerde MiFID II Etkisi

Avrupa'da daha etkin bir sermaye piyasası oluşturmak amacıyla Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MiFID - Markets in Financial Instruments Directive) hazırlanmış ve 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yatırımcı haklarının daha fazla gözetilmesi ve yatırımcıların piyasa emirlerinin alternatif işlem sistemlerinde gerçekleştirebilmesine olanak sağlayan MiFID ile Yatırım kuruluşları kendi ülkelerindeki düzenleyicilerinin onayıyla Avrupa Birliği ülkeleri içerisinde bürokratik adımları azaltarak hizmet verme imkanına kavuşmuştur.

Bölge sermaye piyasası düzenleyicileri MiFID düzenlemeleri ile sınırlı kalmamış, yatırımcı ve piyasa gereksinimleri ile teknolojik gelişmeler ve paralelinde yasal çerçeve üzerinde çalışmalarını sürdürmüştür. Bu paralelde hazırlanan yeni direktiflerle yatırım kuruluşları, kurumsal yatırımcılar, serbest fonlar, borsalar, yüksek frekanslı işlem yapanlar gibi finansal piyasalardaki tüm katılımcılar ve daha önce direktifler kapsamında olmayan emtia ve yabancı para türevleri ile karbon emisyonları gibi ürünler kapsam içine alınmıştır. Bir yıllık erteleme sonrasında 3 Ocak 2018 tarihinde "MiFID II" ile geçerlik kazanmasıyla şeffaflığın artırılması, geliştirilmiş denetleme, piyasalara daha etkin erişim, geliştirilmiş denetleme, entegrasyon, verimlilik, maliyetlerin düşürülmesi, sadeleştirilmiş mevzuat gibi faktörlerin sağlanması öngörülmektedir.

MİFID-II direktiflerinin en dikkat çekici taraflarından biri Araştırma bölümü hizmetlerinin ücretlendirilmesidir. Yeni düzenleme öncesinde aracı kurumlara yapılan işlemler karşılığında komisyon elde ederken araştırma hizmetleri genel olarak ücretsiz alınmaktaydı. Yatırım kurumlarının sunduğu araştırma bölümü hizmetlerinin işlem komisyonları içine dâhil etmesi söz konusuydu. MiFID ile birlikte kurumsal yatırımcılar tarafından aracı kurumlara ödenen komisyonların, yapılan işlemler ve araştırma raporları için ayrı ayrı belirlenmesine geçilecektir. Yeni uygulamayla kurumsal yatırımcılar işlem giderleri ve araştırma ücretlerini ayrı şekilde muhasebeleştirecekler, bir başka deyişle araştırma hizmetlerini ücretsiz alamayacaklardır.

Bu noktada öne çıkacak maliyet faktörünün yatırımcıları daha seçici olmaya yöneltmesi beklenebilir ki böyle bir durumda da aracı kurumlar içerisinde ihtiyaca yönelik olarak araştırma bölümleri yeniden düzenlenebilir. Ancak raporlara ödenecek ücretler nedeniyle maliyet faktörünün ön plana çıkacak olması bireysel ya da kurumsal yatırımcıların daha çok piyasaya erişimi olan kurum finansal tavsiyelerini ve/veya daha düşük ücretli çalışan kurumlara yönelmeleri söz konusu olabileceği gibi getiri performansı daha yüksek kurum raporlarına yönelim gibi bazı sonuçlar doğurabilir. Böyle bir durumda daha fazla hedef odaklı çalışmayı tercih edebilecek finansal kurumlar olasılığı karşısında istihdam noktasında sıkıntı oluşması riski göz ardı edilemez.

Diğer yandan MiFID II ile alternatif kanallarda gündeme gelebilir. Kişiye özel yatırım tavsiyesi sunma avantajıyla yatırım danışmanlığı bölümlerinin böyle bir süreçte ön plana çıkması beklenebilir.

MİFID-II ile Yatırım danışmanlığına yönelik de düzenlemeler bulunmaktadır. Özellikle çıkar çatışmalarının engellenmesine yönelik düzenlemeler ile "bağımsız yatırım danışmanlığı"nı düzenleyen hükümler ile salt komisyon tabanlı yatırım danışmanlığı modeline belli oranda sınırlama getirilmesi öngörülmektedir. Böyle bir hizmet öncesinde müşterilere verilen hizmetin "bağımsız danışmanlık" olup olmadığı belirtilecektir.

1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe giren MiFID ile uyum sağlanabilmesi adına Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki güncellemelerde bu konulara dikkat edilmişti. Gerek yenilenen SPKn gerekse de tebliğlerle yapılan güncellemeler ile Türk sermaye piyasalarında Avrupa Birliği ile uyum büyük ölçüde sağlanırken, MİFID-II direktiflerinin de benzer yönde hazırlığı gerekli kılması nedeniyle Sermaye Piyasası Kurulu'ndan önümüzdeki dönemde bu yönde adımlar beklenebilir.

3. Finansal Tavsiyelerin Yatırımcı Davranışlarına Etkisi

3.1 Yatırımcı Davranışları ve Davranışsal Finans

Geleneksel finans teori ve modellerinin önemli bir kısmı insanların yatırım kararlarında rasyonel davrandığı ve karar alma sürecinde gerekli bilgilerin tümünü dikkate aldığı varsayımıyla hareket etmektedir. Söz konusu teorilerin yatırımcı kararlarına etki eden psikolojik faktörleri göz ardı ettiği görülmektedir. Geleneksel finans ve etkin piyasa hipotezine dayanan çalışmalarının yeterli ve tatmin edici bir şekilde açıklayamadığı yatırımcı davranışlarına yönelik çalışmalar "Davranışsal Finans"ı ortaya çıkarmıştır.

Hem psikolojinin hem de finans modellerinin görüşlerinden faydalanan ve bunu yatırımcı kararlarını açıklamakta kullanan davranışsal finansın bu haliyle ortaya çıkışı

bu haliyle irrasyonel yatırımcı davranışlarıdır. Geleneksel finans yaklaşımının ana unsurlarından rasyonel kararlarla risk ve getiri değerlendirilmesine karşın, davranışsal finansta yatırımcıların risk ve getiri değerlendirilmesinde psikolojik etkenler başta olmak üzere birçok değişken etkilendiği öngörülmektedir.

Psikolojik faktörler dışında davranışsal finansı geleneksel finansal analizlerden ayıran bir diğer fark kullanılan yöntemdir. Geleneksel finans çalışmalarında genellikle öncelikle model ortaya atılır devamında ampirik çalışmalarla söz konusu modelin doğruluğu araştırılırken, davranışsal finansta önce piyasayı oluşturan yatırımcıların davranış şekilleri gözlenir sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan model kurgulanmaya çalışılır.[18]

Yapılan çalışmalar yatırımcıların geleneksel finans modellerinde varsayıldığı gibi rasyonel davranmadığını ve anomalilerin gündeme geldiğini göstermektedir. Davranışsal finans ile bu ortaya çıkan boşluğun kapatılması amaçlanmaktadır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılında Econometrica'da çıkan çalışması davranışsal finansın çıkış noktası olarak kabul edilmektedir.[19] Psikolojik faktörlerin, yatırımcı karar alma mekanizmasına ve yatırım araçları fiyatlamalarına etkisini inceleyen Kahneman ve Tversky'nin çalışmaları finans çalışmalarında yeni bir alan açmıştır.

Kahneman ve Tversky'nin davranışsal finansın çıkış noktası olarak kabul edilen çalışmaları "Beklenti Teorisi"ne göre yatırımcılar yatırımlarında ortaya çıkan kazanç ve kayıplara farklı ağırlıklandırmalar yapmaktadır. Söz konusu teoriye göre yatırımcılar açısından kayıplar kazançlara göre daha fazla öneme sahiptir.(Kahneman ve Tversky, 1979; 263-292) Bu konuyu çalışmanın 7. bölümünde analistlerin tavsiyelerini aşağı yönlü revize etmeleri ve bunun ilk gün yatırımcı davranışlarına olan etkisinde de ele alınmıştır.

[18] Faruk Bostancı, **Davranışçı Finans**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlik Etüdü, 2003, 9

[19] Murat Kıyılar ve Murat Akkaya, **Davranışsal Finans**, Literatür, 2016, 111

3.2 Borsa İstanbul'da Endeks Seçim Kuralları

1.bölüm 5.başlıkta Araştırma Bölümü analistleri konusu ele alınırken "Satış Yönlü Analistler" kısmında belirttiğimiz küresel piyasalarda satış yönlü analistlerin şirket seçimleri konusunda olumlu momentuma ve yüksek işlem hacmine sahip şirket hisselerini tercih ettikleri belirtilmişti. 2004 yılında yayınlanan "Analistleri Analiz Etmek" adlı çalışmanın da bu yöndeki eğilimi öne çıkardığı görülmekteydi.

Küresel tarafta analistlerin hisse tercihlerinde belirleyici olan momentum ve işlem hacmi aslen endeks değişikliklerini etkileyen faktörlerdir. Bu açıdan yüksek işlem hacmine, piyasa değerine ve güçlü momentuma sahip şirket hisseleri borsalarda gösterge olan endeksler içerisinde yer almaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde ilerleyen başlıklarda baz endeks olarak kullanacağımız Ulusal-30 endeksi hesaplamasında Borsa İstanbul'un (BİST) genel kurallarına değinilmektedir. Endeks hesaplamasında Borsa İstanbul, birçok fonun gösterge olarak kabul ettiği Ulusal-30, Ulusal-50 ve Ulusal-100 endeksleri adına ortak kuralları uygulamaktadır.

Borsa İstanbul tarafından yayınlanan pay endeksleri temel kurallarına göre endeks hesaplamasında "Piyasa değeri" ve "fiili dolaşımdaki pay oranı" verileri kullanılmaktadır. Değerleme günü ise Kasım, Şubat, Mayıs ve Ağustos aylarının son işlem günüdür. İlgili endeks dönemi başından en az 10 gün önce açıklanan BIST 30, BIST 50 ve BIST 100 endeksleri için Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül ve Ekim-Aralık olmak üzere dört endeks dönemi vardır. Hisse senetlerinin söz konusu endekslere alınabilmesi için, değerleme dönemleri sonu itibarıyla Borsa İstanbul'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır. Büyük ölçekli halka arzlarda bu kurala yönelik istisna bulunmaktadır. Bir şirket veya bankanın hisse senetlerinin halka arz edilen kısmının piyasa değeri halka arzın bitiş tarihi itibarıyla; 1 milyar TL'den veya Yıldız Pazar ve Ana Pazar'daki fiili dolaşımdaki payların toplam piyasa değerinin %1'inden daha büyükse ve BIST-30 Endeksi kapsamında bulunan payların fiili dolaşımda

bulunan kısmının piyasa değeri en küçük olanından daha büyükse, işlem gördüğü 5. iş günü geçerli olacak şekilde, BIST-30, BIST-50 ve BIST-100 endeksleri kapsamındaki fiili dolaşımda bulunan kısmının piyasa değeri en küçük olan şirket paylarının yerine endekslere eklenir.[20]

Endekslere şirket seçiminde BİST yayınladığı yönetmeliğe göre ilk olarak hisse senetleri değerleme dönemi sonu itibarıyla fiili dolaşımda bulunan kısmının piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanır. Hisse senetleri değerleme dönemindeki günlük ortalama işlem hacimleri bazında büyükten küçüğe doğru sıralanır. Günlük ortalama işlem hacimleri hesaplanırken özel işlem bildirimi tipindeki işlemler değerlemeye alınmaz. Son olarak nihai sıralamada her iki listede; birinci sırada yer alan pay varsa nihai listede ilk sıraya konur. Her iki listede; ilk sırada yer alan pay yoksa, ilk iki sıra içinde yer alan pay olup olmadığına bakılır. Nihai listede ilk sırada yer alacak pay belirleninceye kadar bu işlemler tekrarlanır. Nihai listede ilk sıraya konulacak payın belirlenmesinden sonra yukarıdaki işlem takip eden sıralar için tekrar edilir. Her iki listede ilk n sıra içinde olma şartını sağlayan iki payın bulunması halinde piyasa değeri büyük olan nihai listede daha üst sıraya konur.

Yapılan nihai sıralamada en üst sırada yer alan paylardan başlanarak endekslere alınmak veya çıkarılmak için gereken üst ve alt sıralar da gözetilmek suretiyle endekslere seçim yapılır.

Endeks kapsamında olmayan bir şirketin endekse girebilmesi için, değerleme dönemi verileri ile bir sonraki endeks dönemi için yapılan çalışma sonucunda oluşturulan nihai sıralamada belirli bir üst sıraya veya üzerine çıkması, endeks kapsamındaki bir payın endeksten çıkarılabilmesi için ise nihai sıralamada belirli bir alt sıranın altına düşmesi gerekir. Belirlenmiş üst ve alt sıralar BIST-30 Endeksi için 25. ve 35. Sıralardır.

[20] BİST Pay Endeksleri Temel Kuralları, http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=12

Tablo 2. BİST Ulusal-30 Endeksi Şirketleri*

Hisse Kodu	Şirket	Hisse Kodu	Şirket
AKBNK	AKBANK	KRDMD	KARDEMIR D GRUBU
ARCLK	ARCELIK	OTKAR	OTOKAR
ASELS	ASELSAN	PETKM	PETKIM AS
BIMAS	BİM	PGSUS	PEGASUS
DOHOL	DOGAN HOLDING	SAHOL	SABANCI HOLDING
ECILC	ECZACIBASI ILAC	SISE	SISE VE CAM FABRIKALARI
EKGYO	EMLAK KONUT GYO	TAVHL	TAV HAVALIMANLARI
ENKAI	ENKA INSAAT	TCELL	TURKCELL
EREGL	EREGLI DEMIR CELIK	THYAO	TURK HAVA YOLLARI
GARAN	T. GARANTI BANKASI	TKFEN	TEKFEN HOLDING
HALKB	T HALK BANKASI A.S.	TOASO	TOFAS OTOMOTIV FABRIKASI
ISCTR	T. IS BANKASI C GRUBU	TTKOM	TURK TELEKOM
KCHOL	KOC HOLDING	TUPRS	TUPRS TURKIYE PETROL
KOZAA	KOZA ANADOLU MADENCILIK	VAKBN	T. VAKIFLAR BANKASI
KOZAL	KOZA ALTIN ISLETMELERI	YKBNK	YAPI VE KREDI BANKASI

Kaynak : BİST. http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/gunluk-bulten-arsiv

*Aralık 2017 itibariyle

Endekslerde yapılan değişikliklerinde davranışsal finans alanında incelendiği görülüyor. Harris ve Gurel (1986) yaptıkları çalışmalarda, hisse senetlerinin S&P 500 (Standard and Poor's) Endeksine dahil edildiklerinde fiyatlarının ortalama %3,5 oranında arttığını ve bu artışın çoğu zaman kalıcı olduğunu bulmuşlardır. Buna en çarpıcı örnek Yahoo hisse senetlerinin endekse dahil olduğu gün fiyatının %24 oranında artmasıdır. Hisse senetlerinin sırf endekse dahil olmaları nedeniyle fiyatlarının yükselmesi de yanlış fiyatlandırmaya açık bir örnektir. Hisse senetlerinin bu şekilde fiyatlarının arttığını gören arbitrajcı, burada noise yatırımcı riskinin yanında temel riskle de karşı karşıyadır. Çünkü endekse dahil edilen hisse senedini tam ikame edecek başka bir hisse senedi bulmak çoğu kez imkansızdır. Hisse senedi endekse dahil edildi diye fiyatını yukarı çeken noise yatırımcıların fiyatı ne kadar artıracakları ve ne kadar süreyle burada tutacakları belli değildir. Yahoo hisse senetlerinin fiyatı endekse dahil olduktan bir ay sonra yaklaşık %90 oranında artmıştır.

3.3 BİST'te Araştırma Bölümlerinin İncelediği Şirketler

Yurtdışı piyasalarda öne çıkan hisse seçimi eğilimi aslında Türkiye hisse piyasasında da benzer özelliklerle karşımıza çıkıyor. Bloomberg veri terminalinden elde ettiğimiz

bilgiler paralelinde Borsa İstanbul'da yer alan toplam 310 şirket hissesine yönelik yerli ve yabancı yatırım kuruluşu araştırma bölümü ilgisi bazında 43 şirketin 10 ve üzeri araştırma bölümü kapsamında yer aldığı görülüyor. Bu grup içerisinde 20 araştırma bölümü kapsamında yer alan şirket sayısı ise 18 olarak karşımıza çıkıyor.

Küresel tercihlerden hareketle Türkiye'deki şirketlere yönelik olarak da benzer tercih sebepleri öne çıkmaktadır. Bu paralelde BİST Ulusal-30 endeksinde yer alan 30 şirketin 25'inin 10 ve üzeri araştırma bölümü tarafından kurum araştırma listesinde yer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla daha fazla analist ilgisinin Borsa İstanbul'da da yüksek işlem hacmi ve piyasa değeri ile güçlü momentum ile sağlanabildiği görülmektedir.

Tablo 3. Araştırma Bölümleri Kapsamındaki Halka Açık Şirketler

Şirket	Takip Eden Analist Sayısı	Şirket	Takip Eden Analist Sayısı
TÜPRAŞ	28	PEGASUS	19
BİM	28	PETKIM AS	18
YAPI VE KREDI BANKASI	28	KOÇ HOLDİNG	17
T. GARANTI BANKASI	27	SABANCI HOLDING	17
AKBANK	27	EMLAK GYO	17
THY	27	ENKA İNŞAAT	17
FORD OTOSAN	27	TEKFEN İNŞAAT	17
T. IS BANKASI C GRUBU	26	ÜLKER BİSKÜVİ	17
T HALK BANKASI A.S.	26	AYGAZ	17
TOFAS OTOMOTIV FAB.	26	DOĞUŞ OTOMOTİV	17
TURK TELEKOM	26	ANADOLU EFES	16
VAKIFBANK	25	TRAKYA CAM	16
TURKCELL	24	TÜRK TRAKTÖR	16
MİGROS	23	BİZİM TOPTAN	16
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	22	TSKB	15
ARÇELİK	21	KARDEMIR D GRUBU	14
TAV HAVALIMANLARI	20	ŞİŞECAM	13
COCA COLA İÇECEK	20	ÇİMSA	13
		AKÇANSA	13
		ASELSAN	12
		SODA SANAYİİ	12
		TORUNLAR GYO	11
		ANADOLU CAM	11
		GÜBRE FABRİKALARI	10
		ALBARAKA TÜRK	10

Kaynak : Bloomberg

Bu grup dışında kalan ve görece düşük işlem hacmine, piyasa değeri gibi belli bazı kıstaslar altında kalan şirketler ise genel olarak "Küçük Ölçekli Şirketler" olarak değerlendirilmektedir. Bu tip şirketler zaman zaman yüksek getiri potansiyelleri

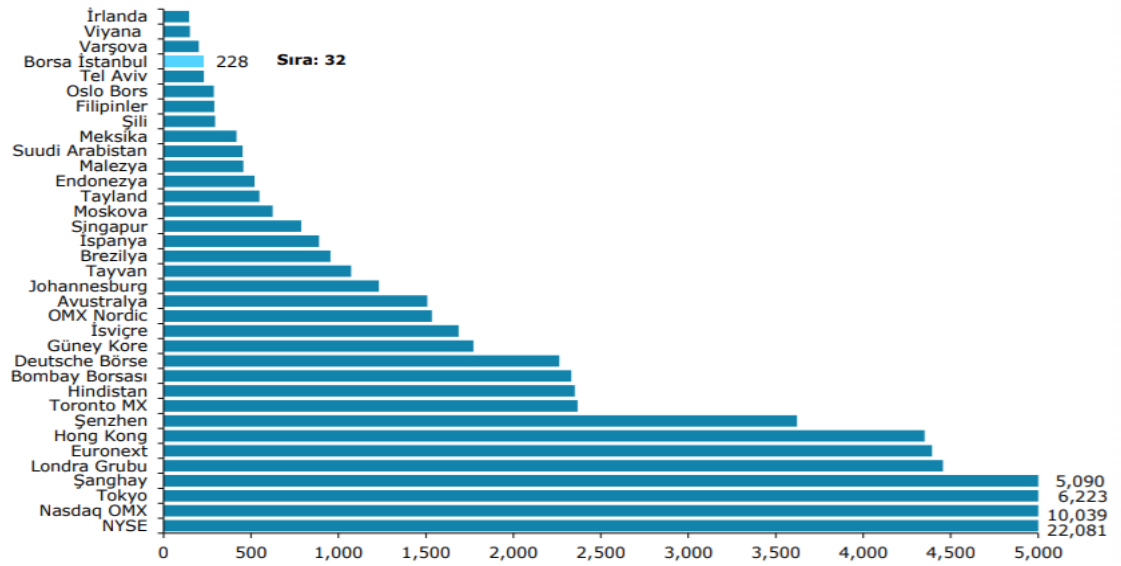
gündeme gelebilirse de, düşük analist ilgisi nedeniyle çoğu kez yatırımcı ve/veya yatırım şirketlerinin yatırım listesine girememektedir.

Küresel tarafta araştırma bölümlerinin zaman zaman hazırladıkları "Küçük Ölçekli Şirket" analizleri veya bağımsız analist çalışmaları ile bu eksiklik giderilmeye çalışılmaktadır.

Türkiye'de ise bu konudaki eksiklik bazı aracı kurumlar tarafından yurtdışında olduğu gibi "Küçük Ölçekli Şirket" analizleri ile aşılmaya çalışılırken, bazı aracı kurumlarda yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında şirket bilgi notları ve teknik analiz önerileri giderilmektedir.

3.4 Araştırmada Kullanılan Yöntem

Küresel çapta borsaların piyasa değerinin 80 trilyon ABD$'ına yaklaştığı dönemde Borsa İstanbul'da yer alan tüm şirketlerin piyasa değerlemelerine bakıldığında yaklaşık 228 milyar ABD$'lık piyasa değeri görmekteyiz. Bu rakamın Brezilya'da 954 milyar ABD$, Rusya'da 623 milyar ABD$, Güney Afrika'da 1.230 milyar ABD$ olduğunu belirtelim.



Şekil 2. Hisse Piyasaları Büyüklükleri (milyar ABD$)

Kaynak : https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Turkish-Capital-Markets-2018-07-TR.pdf

Bu aşamada BİST Ulusal 30 endeksinin 228 milyar ABD$'lık piyasa değerine karşılık geldiğini belirtelim. Dolayısıyla BİST Ulusal 30 endeksinde yer alan 30 şirketin piyasa değeri, Borsa İstanbul'da işlem gören ve sayısı 310'a ulaşmış tüm şirketlerin piyasa değerinin %62.8'ini oluşturmaktadır. Dünyadaki görünüme paralel Türkiye'deki halka açık şirketlerde de araştırma raporları adına belli kıstaslar aranması nedeniyle tezimiz dahilinde ölçümleyeceğimiz yatırımcı davranışları adına Borsa İstanbul'un (BİST) yayınladığı endekslerde önemli bir paya sahip, bir çok fon, yatırım fonu ve borsa yatırım fonunun da temelini oluşturması açısından önemsenen BİST Ulusal 30 endeksi tercih edilmiştir.

Borsa İstanbul'un üçer aylık dönemler itibariyle söz konusu endekste yer alacak şirketlerin listesini yıl içerisinde dört kez açıkladığı belirtilmişti. Son beş yıla bakıldığında aynı zamanda aşağıda yer alan tabloda 42 şirket BİST Ulusal 30 endeksinde yer almıştır. Söz konusu endeks içerisinde yer alan 22 şirket ise son beş yıl sürekli BİST-30 endeksinde kapsamında olmuştur. Belirlenen 22 şirketin toplam piyasa değeri 122.8 milyar ABD$ olup ve Borsa İstanbul'da işlem gören tüm şirketlerin piyasa değerinin %55.4'ünü oluşturmaktadır.

Borsa İstanbul'u önemli ölçüde temsil eden Borsa İstanbul Ulusal-30 endeksinde son beş yılda (son 20 çeyrekte, 20 kez endekse dahil) sürekli şekilde yer alan 22 şirkete ilişkin veriler çalışma içerisinde kullanılmaktadır. Son beş yıl tercihindeki sebep gerek bir takvim yılının baz alınması gerekse de söz konusu şirketlere yönelik Bloomberg terminalinde finansal tavsiye bilgilerine ulaşılmasıdır. Gerek yüksek piyasa değerleri, gerek son dönemde sürdürülebilir bir endeks şirketi olmaları gerekse de bu şartlar paralelinde yatırım kurumlarının araştırma listelerinde kendilerine yer bulmaları bu tercihte belirleyici olmuştur.

Tablo 4. BİST-30 Endeksine Dahil Şirketler (2013-2017)

Hisse Kodu	Şirket	Endekse Dahil Olma*	Hisse Kodu	Şirket	Endekse Dahil Olma*
KCHOL	Koç Holding	20	TAVHL	TAV Havalimanları	19
GARAN	Garanti Bankası	20	TKFEN	Tekfen İnşaat	16
AKBNK	Akbank	20	ULKER	Ülker Bisküvi	15
EREGL	Ereğli Demir Çelik	20	PGSUS	Pegasus	13
TCELL	Turkcell	20	DOHOL	Doğan Holding	12
TUPRS	Tüpraş	20	MGROS	Migros	11
ISCTR	İş Bankası C	20	FROTO	Ford Otosan	11
ENKAI	Enka İnşaat	20	OTKAR	Otokar	11
BIMAS	BİM	20	ASELS	Aselsan	10
TTKOM	Türk Telekom	20	KOZAA	Koza Anadolu Metal	9
SAHOL	Sabancı Holding	20	ASYAB	Bank Asya	7
THYAO	THY	20	CCOLA	Coca Cola	5
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	20	DOAS	Doğuş Otomotiv	5
TOASO	Tofaş Oto	20	IHLAS	İhlas Holding	4
VAKBN	Vakıfbank	20	SODA	Soda Sanayii	4
ARCLK	Arçelik	20	IPEKE	İpek Enerji	3
HALKB	Halkbank	20	SNGYO	Sinpaş GYO	2
PETKM	Petkim	20	MAVI	Mavi Giyim	2
EKGYO	Emlak GYO	20	TTRAK	Türk Traktör	1
SISE	Şişecam	20	ECILC	Eczacıbaşı İlaç	1
KOZAL	Koza Altın	20			
KRDMD	Kardemir D	20			

Kaynak : BİST, Finnet

*2013-2017 döneminde BİST-30 endeksine kaç kez dahil olduğunu göstermektedir

3.5 Türkiye ve Dünyada Finansal Tavsiyelerin Dağılımına Yönelik Ampirik Analiz Sonuçları

Araştırma bölümleri inceledikleri şirketlere yönelik tavsiyelerini belli başlıklar altında kategorize etmektedir. Araştırmalarının sonucunda analistler şirketlerde öngördükleri yükseliş potansiyeli, şirketin bulunduğu sektöre yönelik beklentiler ve/veya makroekonomik öngörüler paralelinde kategorize ettikleri başlıklar paralelinde tavsiyeye dönüştürür. Genel olarak araştırma bölümü tavsiyelerini AL/Endeks Üstü Getiri, Tut/Endekse Paralel Getiri ve Sat/Endekse Paralel Getiri/Azalt olarak üç başlıkta gruplandırılmaktadır.

Aralık 2017 itibariyle BİST'te tavsiye veren araştırma bölümlerinin Ulusal-30 endeksine dahil şirketlerde toplam 535 önerisini görülmektedir. Bu önerilerin %55'i "Al", %39'u "TUT", %6'sı ise "SAT" olarak ön plana çıkmaktadır.

Tablo 5. BİST-30 Endeksine Dahil Şirketlerde Tavsiye Dağılımı

Hisse Kodu	AL	TUT	SAT	Hisse Kodu	AL	TUT	SAT
AKBNK	12	10	2	KRDMD	11	3	1
ARCLK	6	11	3	OTKAR	1	7	4
ASELS	1	8	4	PETKM	16	4	1
BIMAS	4	23	1	PGSUS	10	8	0
DOHOL	1	2	1	SAHOL	17	2	0
ECILC	0	2	0	SISE	8	5	0
EKGYO	14	2	0	TAVHL	12	7	0
ENKAI	6	8	2	TCELL	17	5	0
EREGL	10	10	1	THYAO	22	3	1
GARAN	18	5	0	TKFEN	8	6	2
HALKB	10	12	0	TOASO	19	6	0
ISCTR	9	12	1	TTKOM	18	5	1
KCHOL	13	4	0	TUPRS	14	13	1
KOZAA	0	0	1	VAKBN	9	12	1
KOZAL	0	2	0	YKBNK	7	12	5

Kaynak : Bloomberg

Dünyada finansal tavsiyelerin dağılımına bakıldığında bu konudaki kategoriyi Gelişmekte Olan Piyasalar olarak değerlendirilen ülkeler ile yapıldığı görülmektedir. Aşağıda yer alan tabloda bulunan söz konusu ülkeleri Brezilya, Hindistan, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Çin, Güney Kore, Meksika, ve Tayvan olarak çalışmada yer aldı. Bu tercihde küresel anlamda kabul görmüş piyasa kategorizasyonunu yapan ve yılda dört kez bu kategorileri güncelleyen Morgan Stanley Capital International (MSCI) endekslerinden faydalanıldı.

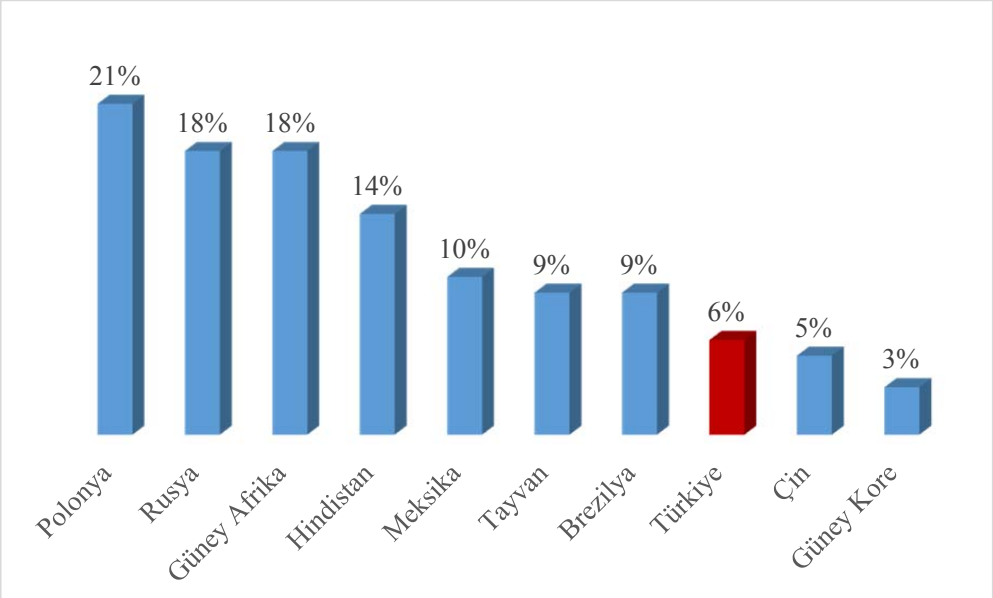
Belirtilen dokuz ülke Türkiye ile birlikte MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi içerisinde yer almaktadır. Söz konusu dokuz ülkenin MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksi içindeki payı Aralık 2017 itibariyle yaklaşık %86'dır. Aynı dönem itibariyle endeks içerisinde Türkiye'nin payının ise yaklaşık %1 seviyesindedir.

Tablo 6. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında Tavsiye Dağılımı

Ülke	AL-GÜÇLÜ AL	TUT	SAT-GÜÇLÜ SAT
Brezilya	52%	39%	9%
Hindistan	66%	20%	14%
Polonya	47%	32%	21%
Rusya	42%	40%	18%
Güney Afrika	39%	42%	18%
Çin	81%	14%	5%
Güney Kore	81%	16%	3%
Meksika	52%	38%	10%
Tayvan	46%	45%	9%

Kaynak : IBES

Seçtiğimiz gelişmekte olan piyasalarda finansal tavsiyelerdeki eğilimleri incelemek amacıyla IBES verileri kullanıldı. Söz konusu ülke hisse piyasalarındaki finansal tavsiyelerini toplayan IBES bazında tavsiye kategorileri Güçlü Al, Al, Tut, Sat, Güçlü Sat şeklindedir.



Şekil 3. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında Tavsiye Dağılımı (Tüm Öneriler İçinde Sat Önerilerinin Oranı)

BİST'te ele aldığımız şirketlerle paralellik sağlaması amacıyla "Al-Güçlü Al" ve "Sat-Güçlü Sat" tavsiyelerini birlikte değerlendirildi. Buna göre araştırmada seçilmiş ülkelerde tavsiyelerin özellikle "Al" ve "Tut" başlıklarında yoğunlaştığı görülüyor.

Borsa İstanbul özelinde de benzer bir görünüm öne çıksa da, "SAT" tavsiyelerinin tüm tavsiyeler içindeki payının Ulusal-30 endeksi bazında %6 ile seçilmiş ülkelerdeki "Sat" tavsiyelerinin altında bir orana karşılık geldiği görülmektedir.

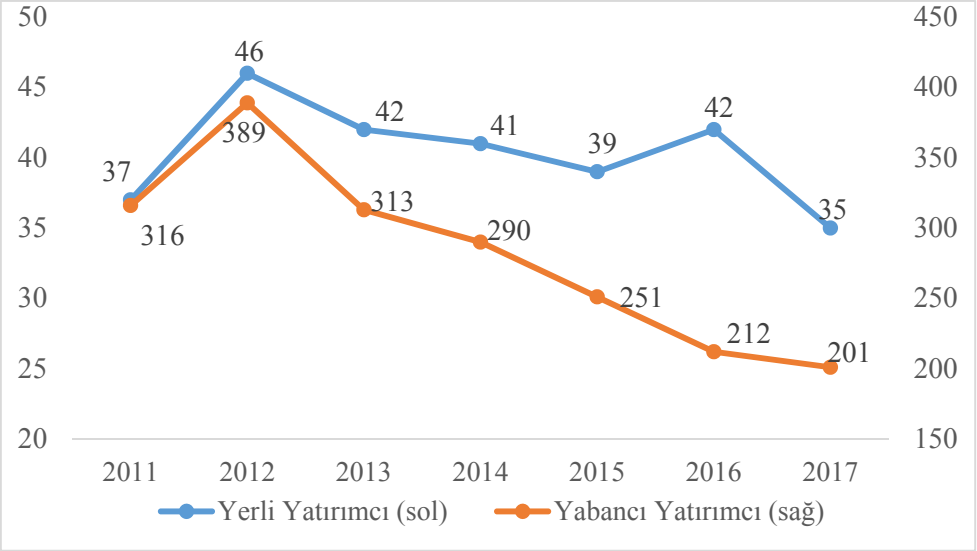
3.6 Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasası Vadesine Genel ve Sektörel Bakış

Hisse senedi yatırımcılarının finansal tavsiye raporlarından etkileşimi ile birlikte portföylerinde hisse senedi tutma süreleri de davranışsal anlamda incelenmesi gereken bir başka faktör konumundadır. Yatırımcıların hisse senedi vadesi konusundaki tercihleri finansal tavsiyelerin performansı konusunda da belirleyici olabilmektedir.

Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve Yatırımcı İlişkileri Derneği (TÜYİD) tarafından yayınlanan Borsa Trendleri raporunda yatırımcıların hisse senedi elde tutma süreleri periyodik olarak yayınlanmaktadır. "Borsa Trendleri Raporu"nda yer alan açıklamaya göre Elde Tutma Süresinin hesaplanmasında, Amerika Sermaye Piyasası Otoritesi (SEC) tarafından Fonlara uygulanan elde tutma süresi formülünden faydalanılmıştır. Formülün işleyişi alım ve satım işlemlerinden küçük değerin, portföyün yıllık ortalama değerine bölünerek 365 (gün sayısı) ile çarpılması esasına dayanmaktadır.

Borsa İstanbul'da tüm hisseler bazında elde tutma sürelerine bakıldığında 2011 yılında yerli yatırımcıların 37 gün, yabancı yatırımcıların ise 316 günlük vadeye sahip oldukları görülmektedir. O tarihten bu yana süreç analiz edildiğinde ise yerli yatırımcıların bakış açısında belirgin bir değişiklik olmazken, yabancı yatırımcıların vadesinde hızlı bir geri çekilme görmekteyiz.

Yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre kısa vadeli yatırım perspektifi devam ediyor olsa da, yabancı yatırımcıların hisse vadesindeki gerileme de ilgi çekicidir. 2017 yılı sonu itibariyle yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma süresi 35 güne, yabancı yatırımcıların ise 201 güne gerilemiştir.



Şekil 4. BİST'te Uyruk Bazında Yatırımcıların Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri (Tüm Hisseler)
Kaynak : MKK, TÜYİD

Hisse senedi piyasasındaki vade eğilimlerini sektörel anlamda ele aldığımızda da benzer sonuçlar görülmektedir. BİST'te %38 ile tüm işlem hacmi içinde ağırlıklı hacmin gerçekleştiği bankacılık sektöründe vadenin gerek yerli gerekse de yabancı yatırımcılar bazında daha da kısalmıştır. 2012 yılında 272 güne çıkan yabancı yatırımcı bankacılık sektörü hisseleri elde tutma süresi 2017 yılı sonunda 202'ye kadar gerilemiş, yerli yatırımcılarda aynı vade 31 günden 26 güne düşmüştür. Sınai sektörde de benzer dramatik gerileme görülmektedir. Sınai sektörü bazında 2012 yılında yabancı yatırımcılarda 639 gün olan portföyde hisse bulunma vadesi, 2017 yılında 287 güne kadar gerilemiştir.

Tablo 7. BİST'te Uyruk Bazında Yatırımcıların Sektörel Bazda Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri

	2017		2016		2015		2014		2013		2012	
Endeks	**Yerli**	**Yabancı**	**Yerli**	**Yabancı**	**Yerli**	**Yabancı**	**Yerli**	**Yabancı**	**Yerli**	**Yabancı**	**Yerli**	**Yabancı**
BİST-100	32	185	36	190	33	230	34	268	37	287	40	343
BİST-30	32	185	31	178	28	214	26	243	30	279	33	305
Bankacılık	26	202	22	158	19	178	21	207	26	252	31	272
HoldingveYatırım	62	287	97	311	92	337	103	392	65	355	83	481
Sınai	40	213	67	239	61	328	71	417	63	444	54	639

Kaynak : TÜYİD

Portföylerde hisse senedi elde tutma sürelerinin kısalmasında birçok faktörün etkili olduğunu düşünüyoruz. Bunlardan ilki süreci davranışsal finans altında sosyal etkileşim başlığı bazında ele aldığımızda "bilgi akışı" tanımlamasına yakınlığıdır. Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch 1992 yılında yaptıkları çalışmalarında "bilgi akışını"; bireylerin kendi tercihlerini ve özel bilgilerini kullanmayıp bilinçli olarak diğerlerinin tercihini taklit etmeleri olarak tanımlamaktadırlar. [21]

Buna göre yatırımcılar arasında kısa vadede zenginleşme ve portföylerin değerinin yükselmesi tecrübeleri, diğer yatırımcılarda da benzer eğilimi tercih etmeyle sonuçlandığını düşünüyoruz. Bu tür eğilimlerin daha çok yerli yatırımcılarda karşılık bulduğunu düşünüyor, yabancı yatırımcılarda vade kısalmasında yatırım teknolojilerinin hızının artması ve likidite gibi davranışsal finans dışı faktörlerin etkili olduğu ifade edilebilir.

3.7 Borsa İstanbul'da Hisse Senedi Performansında Finansal Tavsiyelerin Etkisi

Finansal tavsiyelerin hisse senetleri üzerindeki etkisine yönelik Türkiye'de yapılan çalışmalar sınırlı kalırken, yurtdışında daha çeşitli çalışmalar görülmektedir. BİST`te işlem gören halka açık şirketlere yönelik yatırım şirketlerinin yayınladıkları tavsiyelerin hisse senedi fiyatlamasını nasıl etkilediğini konu alan tez çalışması 1999 senesine ait Alper Ercan tarafından yazılan bir tez çalışmasında yer almıştır.[22]

Badalova aracı kurumların hisse senetlerine yönelik önerilerinin söz konusu şirket pay senetlerinin fiyatlarına etkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla 2007-2015 yılları arasında tavsiyeleri incelemiştir. Çalışma sonucu aracı kurum tavsiye edilen şirketler listesine giren şirket payları pozitif anormal getiri elde ederken bu listeden çıkan şirket payları ise olumsuz tepki oluşmuştur. Ancak çalışmada bir aracı kuruma ait tavsiyeler kullanılmıştır.

[21] Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer ve Ivo Welch, **A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades**, Journal of Political Economy, Vol:100, s.992-1026
[22] Leyla Badalov, **Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi**, Yüksek Lisans Tezi, s.1, 2016

Yurtdışı çalışmalarda ise Moshirian, David Ng ve Wu'nun gelişmekte olan piyasalara yönelik çalışması dikkat çekmektedir. 13 gelişmekte olan ülke hisse piyasası adına 1996-2005 senelerini kapsayan çalışma sonucunda hisse senedi fiyatlarının finansal tavsiyelerden önemli derecede etkilendiği görülmüştür. Çalışmayla alış önerilerine kıyasla satış önerilerinin daha büyük ve uzun vadeli etkilerinin olduğu, pay fiyatlarının önerilere, tavsiyenin yapıldığı ve onu takip eden gün tepki gösterdiği sonuçlarına ulaşılmıştır.[23]

Liang 1990-1994 yılları arasına yönelik yaptığı çalışmada Wall Street Journal"ın Dartboard önerilen hisse senetlerinin performanslarını mercek altına almıştır. Elde edilen sonuçlar öneri tarihi sonrasında 2 günlük süre içerisinde yatırımcıların getiri elde edebileceğini ancak 15 günlük periyotta hisse senedi fiyatlarının tavsiye öncesi değerlerine geri döndüğü görülmüştür. [24]

Barber, çok olumlu tavsiyelere yönelik hisse senedi alım ve daha az olumlu önerilere yönelik hisse senedi satım stratejilerinin yıllık olarak %4 üzerinde anormal getiri sağladığını kanıtlamıştır.[25]

Elton, Gruber, ve Grossman'ın çalışmasında ise 1981-1983 yılları arasında 33 aracı kurum tavsiyesini inceleyerek büyük ölçekli şirket hisse senetleri üzerinde odaklanılmıştır. Çalışmada aylık bazda tavsiyelerdeki yükselme ve düşme önerilerine odaklanarak, yükseliş yönündeki tavsiyelerin %3.43 pozitif getiri, düşüş yönündeki tavsiyelerin %2.26 negatif getiri sağladığı bulgularına ulaşmışlardır.[26]

Çalışmanın 3.6 nolu bölümünde yerli yatırımcılar bazında yabancı yatırımcılara göre daha kısa vade yapısına karşın yabancı yatırımcılarda da vade yapısının yıllar bazında kısaldığını rakamlar bazında görülmekteydi. Çalışmada bu istatistiki bilgiden yola

[23] Fariborz Moshirian, David Ng ve Eliza Wu, **The value of stock analysts recommendations: Evidence from emerging markets**, International Review of Financial Analysis, s.74-83, 2008
[24] Bing Liang, **Price Pressure: Evidence from the "Dartboard" Column**. The Journal of Business, no: 72, s.119-134, 1999
[25] Brad Barber, **Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns**, The Journal of Finance, No:2, s.531-563, 2001.
[26] Richard Thaler, **Advances in Behavioral Finance**, Princeton University Press, Vol.2, s.395, 2005.

çıkarak BİST'e kote şirketlere yönelik çıkarılmış finansal tavsiyelerin etkilerini yakın vade açısından ele alındı.

Araştırmada son beş yılda BİST-30 endeksinde sürekli yer almış 22 şirket için, aynı vadede çıkarılmış 1.773 adet finansal tavsiye incelendi. Toplam 1.773 adet finansal tavsiye içinde şirketlere yönelik tavsiyelerin yükseltildiği 920 adet ve tavsiyelerin düşürüldüğü 853 adet rapor değerlendirildi. Analist raporlarında BİST-100 endeksi bazındaki getirinin baz alınıyor olunması nedeniyle, tavsiyelerin etkisini ölçme noktasında BİST-100 bazındaki getiri kullanıldı.

Tablo 8'de görüldüğü üzere gerek finansal tavsiyelerin yükseltildiği gerekse de finansal tavsiyelerin düşürüldüğü raporların yatırımcılar açısından ilk gün etkisi bulunduğunu söyleyebiliriz. Söz konusu etkiyi ölçmek adına raporların yayınlandığı günlerde hisselerin sergilediği endeks rölatif performansları baz olarak aldık. Bu noktada başarı performansı için kıstaslarımız analistler tarafından tavsiyelerin yükseltildiği raporlarda hissenin BİST-100 endeksine görece daha iyi performans sergilemesi, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlarda hissenin BİST-100 endeksine görece daha kötü bir performans sergilemesidir.

2013-2017 yılları arasında incelediğimiz raporlarda ilk gün sonuçlarının çoğunlukla tavsiye değişikliği yönünde performansla sonuçlandığına işaret etmektedir. Tavsiyelerin yükseltildiği araştırma raporları gerek ortalama gerekse de kümülatif getiri BİST-100 endeksine görece daha yüksek oluşmuştur. Benzer şekilde tavsiyelerin düşürüldüğü araştırma raporlarında da ortalama ve kümülatif getiri gösterge olarak kabul edilen BİST-100 endeksinin altında gerçekleşmiştir.

Araştırma bölümleri tarafından tavsiyelerin yükseltildiği toplam 921 önerinin 560 adedi ilk gün BİST-100 endeksine görece daha iyi performans sergilemiştir. Ortalama getiri %0.4, kümülatif getiri ise %17.4 olarak gerçekleşmiştir.

Analist raporlarında tavsiyelerin düşürüldüğü toplam 849 önerinin 486 adedi ilk gün BİST-100 endeksine görece daha kötü performans sergilemiş, ortalama kayıp %0.3, kümülatif kayıp ise %11.7 olmuştur. Bu durum davranışsal finans yönüyle ele

alındığında "kayıptan kaçınma" olarak değerlendirilebilir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılındaki çalışmalarda insanların aynı miktarda kazanç ve kayıp durumları ile karşılaştığında genel olarak kayıptan kaçınmayı tercih ettikleri, riskten kaçınma olgusunun verilen kararlarda daha fazla etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kayıptan kaçınma eğilimi ile birlikte yatırımcıların tavsiyelerin düşürüldüğü öneriler sonrasında tavsiyelerin yükseltildiği önerilere göre fiyatlama konusunda görece daha az istekli olduğu ifade edebilir. Konunun devamında ele alınan işlem hacimlerindeki değişikliklerde de benzer eğilimin öne çıktığını görülmektedir.

Tablo 8. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (BİST-100 Rölatif)

Tavsiyelerin Yükseltildiği Öneriler		**Tavsiyelerin Düşürüldüğü Öneriler**	
Toplam Öneri	921	Toplam Öneri	849
Başarılı Öneri	560	Başarılı Öneri	486
Başarı Oranı	61%	Başarı Oranı	57%
Ortalama Getiri	0.4	Ortalama Getiri	-0.3
Kümülatif Getiri	17.4%	Kümülatif Getiri	-11.7%

Kaynak : Bloomberg, Matriks

2013-2017 yılları adasında 1.773 finansal tavsiyeyi işlem hacmi bazında da ele aldık. Söz konusu raporların yayınlandığı günlerde tavsiye değişikliği yapılmış hisse senedi işlem sıralarında önceki güne göre işlem hacminde ortalama %19'luk bir artış görülmektedir. Dolayısıyla raporların ilk gün etkisinin hacim tarafında da karşılık bulduğunu belirtebiliriz.

Bu eğilimin ilerleyen dönemde algoritmik işlemler ve robot emirlerle etkisini daha da artırmasını öngörülmektedir. Finansal tavsiyeleri baz alan algoritmik formüller ve hisse senetlerindeki dalgalanmadan korunmak adına önceden belirlenmiş robot emirler vasıtasıyla işlem hacmi destek bulacaktır.

Tablo 9. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (İşlem Hacmi Bazında)

Tüm Öneriler Ortalama Hacim Artışı	**19%**		
Tavsiyelerin Yükseltildiği Öneriler		**Tavsiyelerin Düşürüldüğü Öneriler**	
Toplam Öneri	921	Toplam Öneri	849
Ortalama Hacim Artışı	23%	Ortalama Hacim Artışı	15%
İşlem Hacmi Artanların Oranı	52%	İşlem Hacmi Artanların Oranı	48%

Kaynak : Bloomberg, Matriks

İşlem hacmindeki artışları tavsiyelerin yönü ile de değerlendirildi. Tablo 9'da görüldüğü üzere tavsiyelerin yükseltildiği analist raporlarında ortalama işlem hacmi artışı, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlara göre daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Aynı değerlendirme içinde tavsiyesi yükseltilmiş raporlarda ilk gün işlem hacmi artmış araştırma raporu payının, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlardaki rakama göre daha yüksek oranda gerçekleştiği görülmektedir.

Sonuç

Hisse piyasalarının artan büyüklüğü ve piyasaları etkileyen koşullardaki hızlı değişimler her türlü yatırımcı açısından uzmanlık derecesinde finansal tavsiye anlamında desteğin önemini artırmaktadır. Özellikle teknolojinin etkisiyle hisse piyasalarında ve bilgiye ulaşımda hızın daha da arttığı bir dönemde profesyonel desteğin önemini daha da belirginleşmektedir.

Piyasalarda veri, haber akışı vb her türlü trafiğin hız kazanması gerek hazırlanan çalışmalar bazında Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı gibi bölümlerde tarafından hazırlanan analizlerde daha kısa vadenin gündeme gelmesine neden olmaktadır. Söz konusu eğilim, analistlerin daha hızlı reaksiyon alarak raporlamaya gitmesini gündeme getirmektedir.

Aynı paralelde Borsa İstanbul'da işlem vadeleri gerek yerli yabancı yatırımcı tarafında her geçen yıl kısalmaktadır. Hisse senedini portföyde tutma vadesinin kısalması davranışsal eğilimlerin sonucu olabildiği gibi yüksek likidite ve hisse piyasasında artan işlem hızı gibi gelişmelerden de etkilenmektedir.

Çalışmada BİST 30 endeksi içerisinde yer alan ve aynı zamanda borsanın tüm piyasa değerinin %55.4'üne karşılık gelen 22 şirket için son beş yılda hazırlanmış 1.773 finansal tavsiye değerlendirildi. Çalışma sonucunda yatırımcıların kısalan vade yapısı içinde gerek tavsiyelerin yükseltildiği gerekse de tavsiyelerin düşürüldüğü araştırma raporları fiyatladığını, raporun yayınlandığı ilk gün çoğunlukla tavsiye değişikliğinin yönünde performansların oluştuğu görülmektedir. Benzer etki işlem hacmi değişikliklerinde de görülse de, şirket hisselerinde tavsiye yükseltildiğinde tavsiyenin düşürüldüğü günlere göre daha yüksek hacmin oluştuğu görülmektedir.

Sonuç olarak yatırım kuruluşları tarafında çıkarılan finansal tavsiyeler ilk işlem gününde şirket hisse performanslarını etkilediği görülmektedir. Bu aynı zamanda literatür çalışmasıyla görüldüğü üzere yurtdışında yapılmış araştırmalarla da uyumlu bir sonuçtur.

KAYNAKÇA

Ankara Hukuk Fakültesi Dergisi, http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/245/2190.pdf , (Erişim Tarihi: 12.05.2018).

Aktan, C., Lord Keynes, Keynezyenler ve Fonksiyonistler, Yeni Türkiye Dergisi, 2002-1.

Badalova, L.(2016), Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, s.1.

Barber,B. (2001), Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, The Journal of Finance, No:2, s.531-563.

Berber, L.(2013), Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na Bakış, KPMG Gündem.

Bikhchandani,S., Hirshleifer, D. ve Welch, I., A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades, Journal of Political Economy, Vol:100, s.992-1026.

BİST Pay Endeksleri Temel Kuralları, http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=12

Bostancı, F.(2003), Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlik Etüdü.

Frankel, T., The Regulation Money Managers : Mutual Fund And Advisers, s1-5.

Haselçin, İ. (2012), Yeni Sermaye Piyasası Kanunu neler getiriyor?, http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ibrahim-haselcin/1262479-yeni-sermaye-piyasasi-kanunu-neler-getiriyor , (Erişim Tarihi: 12.05.2018).

Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. ve Lee, C. (2004), Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?.

Kıyılar, M. ve Akkaya, M.(2016), Davranışsal Finans, Literatür.

Liang,B. (1999), Price Pressure: Evidence from the "Dartboard" Column. The Journal of Business, no: 72, s.119-134.

Moshirian, F., Ng, D. ve Wu, E.(2008), The value of stock analysts recommendations: Evidence from emerging markets, International Review of Financial Analysis, s.74-83.

Opsiyon Sözleşmeleri, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/gundem_201209.pdf , (Erişim Tarihi: 12.05.2018).

Özütürk, B.(1998), Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yöneticiliğine İlişkin Faaliyetlerine İlişkin Çeşitli Ülke Mevzuatlarının İncelenmesi ve Değerlendirilmesi, Araştırma Raporu, SPK.

Ramnath S., Rock, S. ve Shane, P.(2008) The Financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research, International Journal of Forecasting, Vol:24, s.37.
Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, (2007), Gündem, Sayı 54.
Stickel, S.(1992), Reputation and Performance Among Security Analysts, The Journal of Finance, Vol.47, No.5, s.1811-1836.
Thaler,R.(2005), Advances in Behavioral Finance, Princeton University Press, Vol.2, s.395.
Üzeler, R. (2014), Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu, SPK Yeterlilik Etüdü.
Womack K. (1996), Do Brokerage Analysts'Recommendations Have Investment Value?, The Journal of Finance, Vol:51, No.1, s.137-167.
www.investmentadviser.org
6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu tutanakları, https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf , (Erişim Tarihi: 01.05.2018).