

**Citation:** Sevil T. & Polat A. (2019), Momentum Faktörü, Para Politikası Kararları Ve Büyük Fiyat Değişimlerine Dayalı Yatırım Stratejilerinin Performanslarının Karşılaştırılması: Gezi Ve Rekreasyon Sektörü Uygulaması, BMIJ, (2019), 7(1): 102-117 doi: <http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v7i1.1047>

## MOMENTUM FAKTÖRÜ, PARA POLİTİKASI KARARLARI VE BÜYÜK FİYAT DEĞİŞİMLERİNE DAYALI YATIRIM STRATEJİLERİNİN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI: GEZİ VE REKREASYON SEKTÖRÜ UYGULAMASI<sup>1</sup>

Tuba SEVİL<sup>2</sup>

Alp POLAT<sup>3</sup>

Received Date (Başvuru Tarihi):21/12/2018

Accepted Date (Kabul Tarihi): 24/02/2019

Published Date (Yayın Tarihi): 25/03/2019

### ÖZ

*Gezi ve rekreasyon sektörü finans alanında karakteristik özellikleri nedeniyle özel olarak incelenmektedir. Gezi ve rekreasyon sektöründe pay senedi yatırımları belirli risk düzeyinde en yüksek getiri sağlandığında gerçekleşmektedir. Pay senetlerine olan yatırımlar ile birlikte sektörün ekonomik büyümesinde ve istihdam miktarında artış yaşanmaktadır. Araştırmanın amacı, Türkiye'de gezi ve rekreasyon sektörü üzerinde yatırımlarda uygulanabilecek farklı portföy değiştirme stratejilerinin performanslarını karşılaştırmaktır. Çalışmada momentum, para politikası değişimleri ve büyük fiyat değişimleri sinyallerini esas alan portföy değiştirme stratejileri incelenmiştir. Treynor, Sharpe ve Jensen ölçütlerine dayanan karşılaştırmalar gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular izlenecek portföy değiştirme stratejilerinin klasik satın al ve elde tut yatırımlarına göre daha başarılı olabileceğini göstermektedir. Riske dayalı performans ölçütleri, getiri ve portföy değeri açısından karşılaştırma yapıldığında büyük fiyat değişimlerine bağlı olarak oluşturulan strateji en başarılı performansı göstermektedir*

**Anahtar kelimeler:** Yatırım Stratejileri; Portföy Performans Ölçümü; Gezi Ve Rekreasyon Sektörü

**Jel Kodları:** G1, G3

## COMPARING PORTFOLIO STRAGIES BASED ON MOMENTUM, MONETARY POLICY AND LARGE PRICE CHANGES: TRAVEL AND LEISURE SECTOR APPLICATION

### ABSTRACT

*The travel and leisure sector is examined specifically in the area of finance due to its characteristics. Stock market investments in the travel and leisure sector depends on the highest return at the specific risk level. Investments in the stock market will increase sector's economic growth and employment. The purpose of the study is to compare the performance of different strategies in travel and leisure sector of Turkey. In this study, portfolio switching strategies based on momentum, monetary policy changes and signals of large price changes are examined. Comparisons are made according to the Treynor, Sharpe and Jensen performance measurement criteria. Findings show that active portfolio strategies can be more successful than conventional buy and hold investments. The strategy based on large price changes shows the most successful performance when the other alternatives compared.*

**Keywords:** Investment Strategies; Portfolio Performance Measurement; Travel And Leisure

**Jel Codes:** G1, G3

<sup>1</sup> Bu çalışma Anadolu Üniversitesi BAP komisyonu tarafından desteklenmiş olup 1605S313 No'lu projeden türetilmiştir.

<sup>2</sup> Öğr. Gör. Dr., Eskişehir Teknik Üniversitesi, [sevil@eskisehir.edu.tr](mailto:sevil@eskisehir.edu.tr)

<https://orcid.org/0000-0002-6732-6924>

<sup>3</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Bilecik Şeyh Edebalı Üniversitesi, [alp.polat@bilecik.edu.tr](mailto:alp.polat@bilecik.edu.tr)

<https://orcid.org/0000-0002-5472-5686>

## **1. GİRİŞ**

Finans alanında pay senedi yatırımlarında oluşturulacak portföylerin incelenmesi üzerinde önemle durulan konular arasında yer almaktadır. Markowitz (1952)'ye göre portföy seçimi iki süreçten oluşmakta ve ilk süreç gözlem ve deneyimler ile başlamalı ve gelecek performanslar üzerinde tahminler ile bitmektedir. İkinci süreç ise gelecek performanslara dair geçerli görüşlerin ortaya konulması ve portföy seçimi ile sonlanmaktadır.

Bu araştırma Türkiye'de gezi ve rekreasyon sektörü endekslerine yapılan yatırımlarda uygulanabilecek farklı portföy değiştirme stratejilerini incelemektedir. Çalışmada oluşturacak portföyler sektörde yer alan firmalar üzerinde eşit ağırlıklı olacak yatırımlar ve borç piyasası yatırımları arasında portföy seçimine dayanmaktadır. Yatırım stratejilerinden elde edilen sinyaller doğrultusunda portföy içeriği pay senedi piyasası ile borç araçları piyasası arasında değişim öngörülebilmektedir. Araştırma sonucunda elde edilecek bulgular gelecek portföy performanslarının tahmin edilmesi konusunda önemli bulgular sunabilecektir.

Analiz edilen stratejiler, para politikası kararları, momentum ve büyük fiyat değişimlerini esas almaktadır. Borçlanma piyasası ile pay senedi piyasası arasında portföy geçişleri yapılması incelenen stratejilere göre önerilmektedir. Gezi ve rekreasyon sektöründeki şirketlerin ekonomideki döngüsel değişikliklere duyarlı olması ve daha yüksek pazar beta değerlerine sahip olması nedeniyle karlı portföy değiştirme stratejilerinin ortaya çıkması beklenmektedir.

Pay senedi fiyatları çok yakından izlenmeli ve hassas ekonomi koşulları içerisinde değerlendirilmelidir. İskonto edilmiş nakit akımları modeline göre pay senedi fiyatları gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini göstermektedir. Para politikası; reel ekonomi ile tüketim harcamalarını ve yatırım harcamalarını etkilemesi dolayısıyla bağlantılıdır. Para politikası bu durumda pay senedi fiyatları üzerinde önemli etkiler oluşturmaktadır.

Ahmad ve Adaoglu (2019)'da belirtildiği üzere gezi ve rekreasyon sektörü şirketlerin yüksek kaldıraç, risk, ve sermaye yoğunluğunun mevcut olduğu sektörlerdir. Bu sektörde yüksek rekabet ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bu bağlamda, gezi ve rekreasyon sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin temel karakter özellikleri, finansa alanındaki teori ve uygulamaların araştırılmasında fayda sağlamaktadır. Gezi ve rekreasyon sektörü karakteristik özellikleri nedeniyle finans alanında özel olarak incelenmektedir.

Cave vd., (2009) ülkelerde gezi ve rekreasyon sektörlerine olan yatırımların sektörün pay senetlerinin risk ve getiri özelliklerine bağlı olduğunu vurgulamıştır. Elde edilen bulgulara

göre fon akımları ülkeler arasında belirli risk düzeyinde en yüksek getiriye sağlayan gezi ve rekreasyon sektörü pay senetlerine yönelmektedir. Bunun sonucunda, ülkelerde gezi ve rekreasyon sektöründe ekonomik büyüme ve istihdam artmaktadır. Bu nedenle araştırma sonucunda elde edilecek bulgular önem taşımaktadır. Düşük risk düzeyinde yüksek karlılık sağlayan stratejilerin ortaya konulması gezi ve rekreasyon sektörü pay senetlerine olan yatırımları arttıracaktır, böylece sektörün büyümesine ve gelişimine katkı sağlanabilecektir.

Ioannidis ve Kontonikas (2008)'e göre genişleyici olmayan para politikaları iskonto oranlarının yükselmesinde ve gelecek nakit akımlarının azalmasında önemli bir role sahip olmaktadır. Bu durumda pay senedi fiyatlarında düşüş gerçekleşebilmektedir. Genişleyici para politikaları ise faiz oranlarında düşüş ile birlikte artan ekonomik aktivitelere ve yüksek işletme kazançlarına yol açmaktadır. Öyleyse, pay senedi piyasası katılımcılarının para politikası kararlarına bağlı olarak oluşturulabilecek stratejileri takip etmeleri faydalı olabilecektir

Shen (2003) çalışmasında yatırımcıların finansal piyasalarda klasik olarak çeşitlendirilmiş portföyler oluşturarak uzun pozisyon alma stratejisini izlediğini ortaya koymuştur. Tek bir pay senedi yatırımları ise ancak beklenen risk/getiri faydası olarak uygun olduğunda önerilmektedir. Yatırımlarda zamanlama stratejileri ise piyasalar etkin olduğunda anlam ifade etmediğinden tercih edilmemektedir. Ancak, portföy dağılımını değiştirmeyi öneren stratejiler ile yatırımcılar kazanç sağlayabilmekte ve faydalarını maksimize edebilmektedir. Bu tür bir strateji aktif piyasa zamanlaması stratejilerinden farklı değerlendirilmelidir. Aslında satın al ve elde tut stratejisinin bir tür modifikasyonu olmaktadır. Pay senedi fiyatları temel göstergeleri genelde yansıtıyor olsa da bazı zamanlarda fiyatlar temel değerlerden sapma göstermektedir.

Chen (2009) pay senedi piyasasının doğru bir şekilde tahmin edilebilmesi konusuna uzun yıllardır yoğun ilgi gösterildiğini belirtmiştir. Kamuya açıklanmış bilgilerin başarılı olarak kullanılması yarı güçlü piyasa etkinliğinin ihlal edilmiş olduğu anlamına gelmektedir. Finansal tablo göstergeleri ve makro-ekonomik veriler pay senedi piyasa hareketlerinin izlenmesinde yardımcı olmaktadır. Ekonomik veriler gelecekteki tüketimi ve yatırım fırsatlarını gösterdikleri için pay senedi piyasası davranışlarını belirlemede anahtar role sahiptir.

Chow ve Hu (2004)'deki açıklamalara göre pay senedi getirilerinin firmaların temel göstergelerine bağlı olarak çapraz kesitte tahmin edilmesi ve geçmiş fiyat hareketlerinin ön görülerde kullanılması finans alanında kapsamlı olarak araştırılan konular arasında yer almaktadır. Yatırımcıların karlı stratejiler oluşturması amaçlanmaktadır. Varlıkların yeniden

dağıtım süreçleri ile pozitif getiriler elde edilebilmektedir. Geçmiş fiyat hareketleri ve firma temel göstergelerine dayanan anomaliler bu amaçla kullanılmaktadır. Eş zamanlı olarak varlık portföyleri satılarak diğer bir piyasa varlık portföyüne yatırım yapılması ile faiz oranı üzerinde getiriler sağlayabilmektedir.

Rolph ve Shen (2009)'daki bulgular yatırım stratejilerinin geçerliliğini araştıran regresyon analizlerinde çok fazla anlamlı sonuçlar sağlanmadığını göstermektedir. Bunun nedeni piyasa getirilerine dayalı regresyon analizlerinin zayıf açıklama gücüne sahip olması ve elde edilen bulguların ekonomik anlamlılığını saptamanın zorlaşmasıdır. Ancak, çeşitli göstergeler piyasa hareketlerinin tahmininde başarılı bir şekilde kullanılabilir. Piyasa göstergelerine bağlı olarak oluşturulacak yatırım stratejileri benchmark olarak kullanılabilir. Klasik satın al ve elde tut stratejisine göre daha yüksek getiriler ortaya çıkarabilmektedir. Gropp (2004)'de finansal piyasalarda varlıkları etkileyecek bilgilerin etkin olarak fiyatlara yansımaları dolayısıyla tahmin edilebilirliğin zorlaştığı ifade edilmektedir. Ancak yeni akademik çalışmalar bu durumu sorgulamaktadır. Akademik çalışmalarda otokorelasyon ve ortalamaya dönme gibi etkilerin piyasa tahmin edilebilirliğini sağladığına dair kanıtlar sunulmaktadır.

Arshanapalli vd. (2007)'e göre araştırmacılar ve piyasa katılımcıları piyasa zamanlaması stratejilerini potansiyel değer yükseltme araçları olarak kullanmaya odaklanmaktadır. Bu tür stratejilerin başarısı varlık fiyatlarındaki etkin olmayan durumların tespitine bağlı olmaktadır. Aktif varlık stratejilerinde yatırım portföyündeki fırsatların değişmesi sonucunda portföy bileşimi değiştirilmektedir. Portföy değişimlerinde genellikle ikili bir yaklaşımla riskli bir varlık grubundan risksiz bir varlık grubuna geçilmesi önerilmektedir.

Araştırmada, gezi ve rekreasyon sektörü üzerine yatırımlarda uygulanabilecek stratejilerin performans sonuçlarının tespit edilmesi ve tespit edilen performansların karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Araştırma bulguları sonucunda gezi ve rekreasyon sektörü yatırımlarında nasıl bir strateji izlemenin doğru olacağı anlaşılabilir. Araştırma sonucunda elde edilecek bulgular yatırımlarda izlenebilecek stratejilerin karlılığını yani piyasa anomalilerinin varlığını araştıran çalışmalara yönelik destekleyici bilgiler sunacaktır. Literatürde yatırım stratejilerinin ayrı ayrı ele alındığı görülmektedir. Farklı yatırım stratejilerinin birlikte ele alınarak karşılaştırılması faydalı olacaktır. Çalışmada ilgili literatürdeki araştırmalar açıklandıktan sonra araştırmanın amacı ile veri ve yöntemi hakkında bilgilere yer verilecektir. Bulgular başlığı altında analiz sonuçları ortaya konulacak ve sonuç ile değerlendirme aşamasına geçilecektir.

## **2. LİTERATÜR TARAMASI**

Gezi ve rekreasyon sektörü üzerine yapılan pay senedi piyasası araştırmalarının literatürde sınırlı olarak yer aldığı görülmektedir. Momentum faktörü, para politikası kararları ve büyük fiyat değişimleri stratejileri literatürde yer alan birçok araştırmada anlamlı olarak uygulanabilecek yatırım stratejileri arasında yer almaktadır. Literatür taramasında yatırım stratejilerinin geçerliliğini araştıran çalışmalara yer verilecek böylece araştırma sonucunda elde edilen bulguların literatür ile uyumluluğu ve katkısı görülebilecektir. Pay senedi piyasası ve yatırım stratejileri alanındaki araştırmalarda kısıtlı kalan gezi ve rekreasyon sektörü çalışmaları da literatür taramasında incelenecek bu sayede ilgili literatürün genel çerçevesi hakkında bilgi sahibi olunabilecektir.

Gumanti vd. (2018) pay senedi piyasasında gezi ve rekreasyon sektörü üzerine araştırma gerçekleştirmişlerdir. Sektörde yaşanabilecek önemli bir olayın tüm firmaları etkileyebileceğine dikkat çekilmiştir. Bu amaçla oluşturulan olay çalışmasında uçak kazaları sonucunda sektöründe verdiği pay senedi piyasası reaksiyonu incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre anormal getiriler olay sonrasında düşmekte ancak anlamlı anormal getiriler elde edilmemektedir. Andrikopoulos vd. (2016) finansal açıklık üzerinden pay senedi piyasasında işlem gören gezi ve rekreasyon sektörü firmalarını analiz etmişlerdir. Finansal kaldıraç, işletme büyüklüğü, ortaklık yoğunluğu ve karlılığın sektörde finansal açıklık ile pozitif ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Sevil ve Polat (2015) gezi ve rekreasyon sektöründe pay senetlerinin fiyatını etkileyen makro-ekonomik faktörleri incelemişlerdir. Enflasyon oranı, faiz oranlarının vade yapısı faktörü ve tüketim harcamaları sektörde pay senedi fiyatlarını etkileyen değişkenler olarak görülmüştür. Para arzı ve gayri safi milli hasıla değişkenlerinin gezi ve rekreasyon sektörü pay senetleri üzerinde anlamlı bir etki oluşturmadığı sonucuna varılmıştır.

Polat, Turker ve Kose (2016) büyük fiyat değişimlerinin etkisini Borsa İstanbul'da spor endeksi ve bankacılık sektörü üzerinde araştırmışlardır. Büyük fiyat değişimlerini kullanarak %2,5 anormal getiri sağlanabileceğini ortaya koymuşlardır. Bu bulgu ancak spor endeksi için geçerli olarak görülmüştür. Bankacılık sektöründe gerçekleştirilen uygulamada anormal getiri ortaya çıkmadığı tespit edilmiştir. Bunun nedeni olarak bankacılık sektöründeki firmalarda piyasa etkinliğinin geçerli olduğu ve incelenen yatırım stratejisinin fayda sağlamadığı gösterilmiştir.

Al-Najjar (2017) çalışmasında borsa da işlem gezi ve rekreasyon sektörü firmaları arasında CEO tazminatlarını ve kurumsal yönetim ilişkisini araştırmıştır. CEO tazminatları ile

yönetim kurulu büyüklüğünün negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Yönetim kurulunu bağımsızlığı ise pozitif ilişkilidir. Kurumsal yönetimin CEO'ların aldıkları ücretleri etkilediğini ortaya koymuştur.

Balvers vd. (2000) yatırımcılara faiz oranı üzerinde getiriler sağlayabilecek ortalamaya dönme etkisini araştırmışlardır. Ortalamaya dönme varlık fiyatlarının trend çizgisine geri dönmesi olarak tanımlanmaktadır. Çalışmada uygulanan portföy değiştirme stratejilerinin başarısı ekonomik anlamlılığı ifade edecektir. Zıtlık stratejileri gibi diğer getiri tahmini yöntemleriyle karşılaştırmalar gerçekleştirilebilecektir. Analizde oluşturulan ortalamaya dönmeye dayalı strateji parametrik zıtlık stratejisi olarak adlandırılmaktadır. Bulgular sonucunda ortalamaya dönme stratejisinin incelenen diğer klasik zıtlık stratejisi, satın al ve elde tut stratejisi ve rassal yürüyüş stratejilerine göre başarılı olduğu anlaşılmıştır.

Balwers ve Wu (2002) ülkelerin pay senedi endekslerini dünya genel bileşeni ve ülkeye özel bileşen olarak ayırmıştır. Gerçekleştirdikleri analizler ülkelerin çoğunlukla dünya eğiliminin tersine hareket ettiğini tespit etmiştir. Ülkeye özel bileşeni, uzun vadede ortalamaya dönme ve kısa vadede momentum etkilerini göstermektedir. Bu iki etkinin beraber bulunmasını çalışma aşırı tepki hipotezi ile açıklamaktadır. Bu etkileri kullanılarak oluşturulacak basit bir yatırım stratejisi faiz oranı üzerinde getiriler sağlayabilmektedir.

Kim ve Ryu (2015) farklı ülke pay senedi piyasalarında ortalama dönme davranışını incelemiştir. Fransa, Almanya, İngiltere ve ABD endekslerinde güçlü ortalamaya dönme etkileri tespit edilmiştir. Portföy değiştirme stratejileri ile uygulama sonuçlarının doğruluğu test edilmiştir. Varlık fiyatlarında ortalamaya dönme davranışı karlı yatırım stratejiler oluşturmada kullanılabilir. Zıtlık stratejilerinin uygulanması fiyatlarda ortalamaya dönme söz konusu olduğunda mümkün hale gelmektedir. İyi performans göstermiş pay senetlerinin satılması ve kötü performans göstermiş pay senetlerinin satın alınması ile zıtlık stratejisi izlenebilmektedir. Ters durum da ise momentum stratejileri kullanılabilir. Bu durumda ortalamadan sapmalar kalıcı olabilmektedir.

Simon (2002) gayrimenkul piyasası menkul kıymetleri üzerine araştırmada bulunmuştur. Uygulama sonucunda gayrimenkul piyasası yatırım araçlarında fiyatların ortalamaya dönme yönünde seyir izlemediği belirtilmiştir. Kısa ve orta vadede fiyatların momentum etkisine bağlı olarak hareket ettiği gözlemlenmiştir. İncelenen etkilere bağlı olarak oluşturulan portföy stratejileri ile elde edilen bulgular desteklenmiştir. Ortalama dönme etkisine

bağlı stratejilerin uzun vadede karlı olduğu görülse de anlamlılık düzeyleri düşük kalmıştır. Momentum etkisine dayalı stratejilerin başarısı hakkında güçlü bulgulara erişilmiştir.

Bauer vd. (2004) portföy değiştirme stratejileri ile piyasa zamanlaması gerçekleştirmenin satın al ve elde tut stratejisine göre başarısını incelemişlerdir. Piyasa zamanlaması firma büyüklüğü ve firma değeri değişkenlerine göre analiz edilmiş ve satın al elde tut stratejisinden daha başarılı olduğu saptanmıştır. Taktiksel piyasa zamanlaması kısa vadeli piyasa yönü tahminine olanak sağlamaktadır. Elde edilen bulgular düşük işlem maliyeti koşullarında geçerli olmaktadır. İşlem maliyetlerinin yükseldiği durumlarda ise kazanç elde etmek zorlaşmaktadır.

Gropp (2004) parametrik zıtlık stratejisini kullanarak oluşturduğu portföyleri klasik zıtlık ile satın al ve elde tut stratejisine göre karşılaştırmıştır. Parametrik zıtlık stratejisine dayalı portföy değiştirme stratejilerinin faydası sorgulanmıştır. Elde edilen bulgular klasik yatırım stratejilerinin araştırılan parametrik zıtlık stratejileri vasıtasıyla geçilebildiğini göstermiştir. Fiyatların geçici şoklardan sonra temel düzeylerine geri döndüğü tespit edilmiştir.

Basistha ve Kurov (2008) FED politika faizinin pay senedi getirileri üzerinde ekonomik iş döngüsü değişimleri ve kredi koşulları vasıtasıyla etkili olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Kredi koşullarında kısıtlayıcı politikalar söz konusu olduğunda ya da ekonomi durgunluk içerisine girildiğinde para politikası kararlarının etkisi artmaktadır. Finansal olarak zorluk yaşayan işletmelerde para politikasının etkisi daha fazla görülmektedir.

Chow ve Hu (2004) yaptıkları analizde ABD piyasası için değer ve momentum etkilerini geçerliliğini kanıtlamışlardır. Firma büyüklüğü etkisi anlamlı bulunmamıştır. Ters piyasa stratejileri çalışmada güçsüz olarak görülmüştür

Ioannidis ve Kontonikas (2008) çalışmasında ekonomideki parasal koşulların yatırımların istenen getiri oranında önemli etkilerine sahip olduğuna dair kanıt sunmuştur. Bu durum farklı getiri tanımlamaları için de geçerli olmaktadır. Analizde incelenen ülkelerin birçoğunda veriler nominal, reel, kar payına göre ayarlanmış ve kar payına göre ayarlanmamış getiri tanımlamalarında anlamlı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Çalışma, para politikasının etkilerini incelerken verilerde normal dağılmama ve ülkeler arası birlikte hareketler konularında da araştırmalara yer vermiştir. Araştırmanın temel bulgusu olan genişlemeci para politikası uygulamalarının pay senedi piyasasını güçlendireceği görüşü uygun bir şekilde kanıtlanmıştır. Pay senedi piyasası finansal piyasalar içerisinde büyük öneme sahiptir. Elde edilen bulgular pay senedi piyasası ile para politikası arasında ilişki kurmaktadır.

Shen (2003) gerçek zamanlı veriler üzerinde satın ve elde tut stratejisini geçebilecek piyasa zamanlaması stratejileri üzerinde araştırmalarda bulunmuştur. Odaklanılan strateji piyasa endeksi kazanç/fiyat oranı ve faiz oranları arasındaki farka dayanmaktadır. Aradaki fark azaldıkça piyasanın düşüş gösterme ihtimali artmaktadır. Bu durum bir portföy değiştirme stratejisi olarak kazanç sağlayabilmektedir. Faiz oranları ile pay senedi piyasası kazanç/fiyat oranları arasındaki fark belirli bir eşiği geçmedikçe pay senedi yatırımları cazip olmaktadır. Çalışma portföy değiştirme stratejilerinin yüksek ortalama getiriler ve düşük varyanslar ile başarılı sonuçlar verdiğini göstermektedir. Bu şekilde piyasa endeksine yapılacak uzun pozisyon yatırımlarından daha iyi sonuçlar alınmaktadır. Kazanç/fiyat oranları düşüş gösterdiğinde piyasadaki firma değerlerinin fazlaca yükseldiği söylenebilmektedir. Bu oranın faiz oranı ile arasındaki farkı azaldığında pay senedi piyasalarının düşüşe geçebileceği öngörülebilmektedir. Çalışma aylık pay senedi piyasası getirilerini analiz etmiş ve negatif pay senedi getirilerinin öngörüldüğü şekilde gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Pay senedi piyasasından geçici olarak çıkarak satın al ve elde tut yatırım biçimine ara verilmesi faydalı olabilecektir. İzlenecek portföy değiştirme stratejisinin daha iyi riske göre uyarlanmış getiriler sunduğu görülmektedir ve Sharpe oranları satın al ve elde tut yatırımlarına göre daha iyi sonuçlar vermektedir.

Chen (2009) ayı piyasasını tahmin etmenin piyasa dalgalanmalarında katılımcıların zamanlama stratejileri oluşturmasında fayda sağlayabileceği konusunu araştırmıştır. İşlem maliyetlerinin olmadığı varsayımı ile portföy değiştirme stratejisi ve benchmark olan satın al elde tut stratejisi arasında karşılaştırma yapılmıştır. Ayı piyasasının gerçekleşme ihtimali %30'un üzerine çıktığında pay senedi piyasasından çıkılarak tahvil piyasasına girilmesi öngörülmektedir. Analizde 40 yıllık bir periyotta 1 dolardan başlayan yatırımların son değerlerine bakılmış ve satın al ve elde tut stratejisinin portföy değiştirme stratejisine göre daha düşük değere ulaştığı görülmüştür. Ayı piyasası gerçekleşme olasılıklarına bağlı olarak oluşturulan portföy değiştirme stratejilerinde aylık ortalama getirilerde de daha yüksek kazançlar sunulmaktadır. Çalışma ayı piyasalarını tahminde faiz oranı farkları, enflasyon oranları, para arzları, üretim çıktıları, işsizlik oranları, fonlama oranları, devlet borçlanması ve döviz kuru göstergelerini birbirinden bağımsız olarak kullanmıştır. Enflasyon ve faiz oranlarının vade primi farklılıkları pay senedi piyasası durgunluklarını tahmin etmede en çok fayda sağlayan göstergeler olarak saptanmıştır.

Rolph ve Shen (2009) Kazanç/fiyat oranı ile faiz oranı arasındaki farkın yatırımlarda kullanılabilirliği üzerine analiz gerçekleştirilmiştir. Farkların piyasa katılımcıları tarafından



boğa piyasası tahminlerinde sıklıkla kullanıldığına dikkat çekilmiştir. Ancak, kamuya açıklanan bilgileri kapsayan bu tür göstergelere etkinlik varsayımını kabul eden akademik çalışmalarda ilgi gösterilmemektedir. Analizde üç aylık hazine bonoları ve 10 yıllık tahvil faizleri ABD piyasasında analiz edilmiş ve kısa vadeli faiz oranının daha uygun sonuçlar verdiği bulgusuna ulaşılmıştır. Kazanç/fiyat oranları ile faiz oranları arasındaki farklara dayalı olarak portföy değiştirme stratejilerinin satın al ve elde tut stratejisine göre daha fazla kazanç sağladığı tespit edilmiştir.

Arshanapalli vd. (2007) makro ekonomik ve firma temelli verileri kullanarak piyasa zamanlaması stratejisi oluşturmuşlardır. Araştırmalarında farklı piyasalar arasında rotasyon stratejilerini uygulamışlardır. Satın al ve elde tut stratejisine göre önemli derecede karlılık artışı sağlamışlardır. Stratejilerden elde edilen getiriler işlem maliyetlerini de karşılamaktadır. Çalışma çoklu varlık sınıflarını incelemesi ve makro-ekonomik veriler ile firma temel göstergelerini ele alan bir endeksi gösterge olarak alması nedeniyle özgünlüğe sahiptir. Çalışmada oluşturulan portföylerin ulaştıkları en son değerler de karşılaştırılarak incelenen portföy değiştirme stratejisinin başarılı olduğu görülmüştür.

### **3. VERİ VE YÖNTEM**

#### **3.1. Araştırmanın Amacı**

Çalışmanın amacı, Türkiye'deki Gezi ve Rekreasyon Sektörü endekslerine yapılan yatırımlarla ilgili uygulanabilecek farklı portföy değiştirme stratejilerinin performanslarını karşılaştırmaktır. Oluşturulan stratejiler çeşitli sinyallere göre pay senedi yatırımları ile borç piyasası yatırımları arasında portföy değişimini önermektedir.

#### **3.2. Veriler**

Araştırmada, gezi ve rekreasyon sektörü endeksinde pay senedi yatırımları araştırılmıştır. Araştırmada 2011-2017 yılları arasındaki aylık verilerin analizi gerçekleştirilmiştir. Veriler DataStream veritabanı aracılığıyla temin edilmiştir. DataStream veri tabanında yer alan gezi ve rekreasyon sektörü firmalarının pay senetleri verileri üzerinden sektör endeksi türetilmiştir. İncelenen stratejiler araştırma dönemi boyunca değişen sinyaller doğrultusunda bu endeksin portföyde yer almasını ya da borç piyasasına geçilmesini ön görecektir. Araştırmada, borç piyasası göstergesi olarak Borsa İstanbul'un repo-ters repo pazarı verileri ele alınmıştır.

### **3.2. Araştırmanın Yöntemi**

Analizde; literatürde yer alan ve başarılı olarak görülen üç adet sinyale dayalı stratejiler test edilecektir. Bunlar, momentum faktörüne, para politikası kararlarına ve büyük fiyat değişimlerine dayalı sinyalleri esas almaktadır.

Birinci sinyal, momentum faktörüne dayalı stratejiyi tanımlamaktadır. Pay senedi getirilerinde negatif değişiklikler ve fiyat sürekliliği stratejilerine dayanmaktadır. Borsada olumsuz performanslar ortaya çıktığında ve pay senedi fiyatları artış yönünde genel eğilim göstermediğinde borç piyasasının daha avantajlı olabileceği beklenmektedir.

İkinci sinyal, merkez bankası politika kararlarında iskonto oranı değişikliklerinin sinyallerini izlemektir. Genişleyici olmayan politika dönemlerinde borç yatırımları avantaj sağlamaktadır. Para politikası kararlarına dayalı stratejiyi göstermektedir.

Üçüncü sinyal pay senedi fiyatlarında yaşanan değişimlerinin büyüklüğünün kısa vadeli öngörülebilirlik açısından yararlı bilgiler içerdiğini kanıtlayan çalışmalara göre oluşturulmuştur. Böylelikle, pay senedi fiyatlarında yaşanan anlık büyük miktardaki negatif değişimler borç piyasasına geçiş sinyali olarak kabul edilmekte, büyük fiyat değişimlerine dayalı stratejiyi ifade etmektedir.

Çalışmada incelenen stratejiler üç adet benchmark ile karşılaştırılmıştır. Bunlar borsa genel endeksi (BIST30), Gezi ve Rekreasyon Sektörü endeksi ile BIST repo ters repo pazarı olmaktadır. Bunlar, yatırımcıların uygulayabileceği satın al ve elde tut stratejilerinden elde edilen getirileri temsil etmektedir.

Araştırmada karşılaştırma amacıyla Sharpe (1966), Treynor (1965) ve Jensen (1968) çalışmaları doğrultusunda ortaya çıkmış olan Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri kullanılmıştır. Bu ölçütler finans alanında performansın ölçülmesine olanak tanıyan genel kabul görmüş araçlardır. Bhalla, (2008)'deki açıklamalara göre Sharpe ölçütü beta katsayısını, Treynor ölçütü standart sapmayı, Jensen ölçütü ise Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelindeki alfa'yı esas almaktadır. Analiz sonucunda araştırmada test edilen yatırım stratejilerinin performansı ortaya konulacak ve karşılaştırmalar gerçekleştirilecektir.

Bodie vd. (2003)'de belirtildiği üzere Sharpe ölçütü portföyün faiz oranı üzerindeki getirisinin portföyün standart sapmasına olan oranıdır. Treynor ölçütü ise portföyün faiz oranı üzerinde getirisinin portföyün beta katsayısına oranlanmasını ifade eder. Jensen ölçütü ise portföyün alfa katsayısıdır ve CAPM ile tahmin edilen ortalama getiriden farklılığı göstermektedir.

$$\text{Sharpe Ölçütü} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p}$$

$$\text{Treynor Ölçütü} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p}$$

$$\text{Jensen Ölçütü} = \bar{r}_p - \left[ \bar{r}_f + \beta_p (\bar{r}_m - \bar{r}_f) \right]$$

Formülde simgelerin üzerinde çizgi ortalamaların dikkate alındığını açıklamaktadır.  $\bar{r}_p$  ve  $\bar{r}_f$  portföyün getirisi ile risksiz getiri oranını ifade etmektedir.  $\sigma_p$  portföyün sahip olduğu standart sapmayı göstermektedir.  $r_m$  ve  $\beta_p$  piyasa getirisi ve portföy beta katsayısını açıklamaktadır.

#### 4. BULGULAR

Tablo 1’de araştırmada yer alan yatırım portföylerine dair tanımlayıcı istatistikler gösterilmektedir. Buna göre momentum faktörüne, para politikası kararlarına ve büyük fiyat değişimlerine bağlı olarak oluşturulan aktif stratejilerin benchmark olarak bulunan diğer satın ve elde tut stratejilerine göre daha fazla ortalama getiri sağladığı görülmektedir.

**Tablo 1.** Tanımsal İstatistikler

Tanımsal İstatistikler	Momentum faktörüne dayalı strateji getirileri	Para Politikası kararlarına dayalı strateji getirileri	Büyük fiyat değişimlerine dayalı strateji getirileri	Gezi ve Rekreasyon Sektörü Endeksi getirileri	BIST 30 Endeksi getirileri	Borsa İstanbul repo- ters repo piyasası getirileri
<b>Ortalama</b>	0.010511	0.009573	0.012976	0.00133	0.003878	0.007509
<b>Medyan</b>	0.008167	0.008917	0.008375	-0.00422	0.006928	0.007659
<b>Maksimum</b>	0.273514	0.273514	0.227656	0.300278	0.125622	0.010358
<b>Minimum</b>	-0.2619	-0.14401	-0.14401	-0.2619	-0.15298	0.004042
<b>Standart Sapma</b>	0.081059	0.059006	0.048233	0.116646	0.0533	0.001717
<b>Toplam</b>	0.735764	0.670079	0.90833	0.093079	0.271427	0.525664

Tablo 2.’de yatırım portföylerinin 2011-2017 yılları arasında ulaştıkları değerler karşılaştırılmıştır. 2011 yılındaki portföyün başlangıç değeri 100 olarak kabul edilmiştir. 2017

yılına gelindiğinde büyük fiyat değişimlerine dayalı stratejinin 228.8899 değerine ulaşarak en yüksek değeri sağladığı anlaşılmıştır.

**Tablo 2.** 2011- 2017 Yıllarında Portföylerin Ulaştığı Son Değerler

2011- 2017 Yıllarında Portföylerin Ulaştığı Son Değerler	Momentum faktörüne dayalı strateji	Para Politikası kararlarına dayalı strateji	Büyük fiyat değişimlerine dayalı strateji getirileri	Gezi ve Rekreasyon Sektörü Endeksi	BIST 30 Endeksi getirileri	Borsa İstanbul repoters repo piyasası
Portföyün Ulaştığı Değer	166.1928	173.6884	228.8899	68.66037	118.8214	168.8094

Çalışmada çeşitli sinyallere dayanan portföy değiştirme stratejilerinin başarısı belirlenmek istenmiştir. Ayrıca, uygulanabilecek stratejiler arasında da karşılaştırmalarda bulunmak amaçlanmıştır. Bununla ilgili bulgular Tablo 3’de ifade edilmektedir. Fiyat değişimlerinde büyüklüğü esas alan portföy değiştirme stratejisi en başarılı yatırım olarak diğer aktif portföy değiştirme stratejileri ve benchmark olan satın al ve elde tut stratejileri arasında öne çıkmıştır. Karşılaştırmalar Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerine göre oluşturulmuştur.

Sonuçlar, gezi ve rekreasyon sektörü endeksinde araştırılan stratejiler ile faiz oranı üzerinde getiri elde edilebileceğini göstermektedir. Geçmiş getirilerin büyüklüğünü izlemeye dayanan strateji analiz edilen diğer yatırım stratejilerinden daha yüksek getiri sunmakta, daha az risk oluşturmakta ve Treynor, Sharpe ve Jensen ölçütlerine göre daha iyi sonuçlar sağlamaktadır. Düşük beta katsayısı dolayısıyla genel piyasa ile korelasyonu olmayan getiriler elde edilebilmektedir.

Fiyat değişimlerinin büyüklüğünü esas alan strateji, performans ölçütleri ve sunduğu getiriye göre diğer stratejilere göre başarılı olmuştur. Fiyat değişimlerinin büyüklüğünü esas alan strateji’nin Treynor, Sharpe ve Jensen ölçütlerine göre de incelenen diğer yatırım alternatiflerine nazaran tercih edilmesinin gerekli olduğu saptanmıştır. İncelenen performans ölçütleri, riske göre ayarlama yapmaktadır. Fiyat değişimlerinin büyüklüğünü esas alan strateji, en fazla ortalama getiriyi sağlamanın yanı sıra riske göre de en uygun alternatiftir.

**Tablo 3.** Performans Ölçütleri

Performans Ölçütleri	Momentum faktörüne dayalı strateji getirileri	Para Politikası kararlarına dayalı strateji getirileri	Büyük fiyat değişimlerine dayalı strateji getirileri	Gezi ve Rekreasyon Sektörü Endeksi getirileri	BIST 30 Endeksi getirileri	Borsa İstanbul repoters repo piyasası getirileri
Treynor ölçütü	0.006919	0.01158	0.051714	-0.00429	-0.00251	-0.43933
Sharpe ölçütü	0.050101	0.053152	0.134593	-0.04278	-0.04651	0.641885
Jensen alfa	-0.00085	-0.00257	0.000416	-0.00846	-0.00639	-0.0053
Beta	0.586953	0.270842	0.125534	1.162733	0.985714	-0.00251
Standart Sapma	0.081059	0.059006	0.048233	0.116645	0.0533	0.001717

Bulgular; gezi ve rekreasyon sektörü yatırımcıları için izlenebilecek aktif yatırım stratejilerinin etkilerini ortaya koymuştur. Gezi ve rekreasyon sektörü pay senetlerine ilişkin finansal kararlarda piyasa sinyalleri izlenmeli ve stratejiler oluşturulmalıdır.

## 5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Araştırma, portföy değiştirme stratejilerinin genel piyasa endeksi negatif olduğu durumda pozitif faiz oranı üzerinde getiri sağlayabileceği bilgisini sunmuştur. Aktif stratejiler uygulandığında aylık ortalama getirilerde artış sağlanmaktadır. Düşük beta katsayısıyla genel piyasa ile korelasyonu olmayan getiriler elde edilebilmektedir.

Çalışmada çeşitli sinyallere dayanan portföy değiştirme stratejilerinin başarısını belirlemek amaçlanmıştır. Ayrıca, uygulanabilecek stratejiler arasında da karşılaştırmalar gerçekleştirilmiştir. Fiyat değişimlerinde büyüklüğü esas alan portföy değiştirme stratejisi en başarılı yatırım stratejisi olarak diğer stratejiler arasında öne çıkmıştır. Karşılaştırmalar Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerine esas alınarak gerçekleştirilmiştir.

Sonuçlar, gezi ve rekreasyon pay senedi endeksinde araştırılan stratejiler ile faiz oranı üzerinde getiri elde edilebileceğini kanıtlamıştır. Büyük fiyat değişimlerini izlemeye dayanan strateji analiz edilen diğer yatırım stratejilerinden daha yüksek getiri sunmakta, daha az risk oluşturmakta ve Treynor, Sharpe ve Jensen ölçütlerinde daha iyi sonuçlar vermektedir.

Değişen piyasa koşullarında, aktif yatırım stratejileri uygulanarak kâr yaratılabilmektedir. Yatırımcılar aktif stratejiler üzerine yoğunlaşmalıdırlar. Piyasa dalgalanmalarında getirilerin artırılması için pay senetlerinden borçlanma araçlarına yapılan portföy değişimi önemli olmaktadır. Finansal alanında etkin piyasalar görüşüne göre piyasa zamanlaması yapmak yatırımcılara fayda sağlamamaktadır. Ancak araştırma sonuçlarında elde edilen bulgulara göre piyasalarda halka açıklanan bilgileri kullanarak daha fazla kazanç elde etmek mümkün olabilmektedir.

Literatürde gezi ve rekreasyon sektörü üzerinde yapılan pay senedi piyasası araştırmaları sınırlı kalmaktadır. Bu çalışmada pay senedi piyasasındaki yatırım stratejileri ile gezi ve rekreasyon sektörünün incelenmesi özgünlük ortaya çıkarmaktadır. Literatürdeki araştırmalarda yatırım stratejilerinin klasik satın al ve elde tut stratejisini geçilebileceği sorgulanmaktadır. Bu çalışmada literatür ile uyumlu olarak strateji uygulanması sonucunda yüksek getiri sağlandığını ortaya koyulmuştur. Literatürde yatırım stratejilerinin incelendiği çalışmalar mevcut olmakta ancak genellikle tek bir stratejiye odaklanılmaktadır. Araştırmada farklı stratejilerin performanslarının karşılaştırılmasının yapılması araştırmacılara ve piyasa katılımcılarına fayda sağlayacak bilgiler sunmaktadır.

Gelecekteki çalışmalarda stratejilerin oluşturulmasında farklı piyasa anomalilerinden yararlanılabilir. Böylece, literatürde yer alan piyasa anomalilerinin varlık yatırımları arasında portföy değişimi stratejilerinde kullanılabilirliği test edilebilir. Bu amaçla kullanılacak yeni piyasa anomalilerinin varlığı araştırılabilir. Çalışmanın incelediği dönem itibariyle heterojen özellikler söz konusu olabilmektedir. Bu durum araştırmanın sınırlılığı olarak görülmektedir. Gelecek çalışmalarda farklı dönemler itibariyle değerlendirmeler gerçekleştirilebilecektir.

Yatırım stratejilerinin karşılaştırılmasında farklı aktif stratejiler analize dahil edilebilir. Portföy değiştirme stratejilerinin hangi dönemlerde ve hangi finansal varlıklar için daha iyi sonuçlar sağladığı konusu incelenebilir. Gelecekteki çalışmalarda, yatırım stratejileri kullanılarak Türkiye borsasının sektörel karşılaştırmaları gerçekleştirilebilir. Bu araştırmada analiz edilen stratejilerde, her sinyal için tek bir yöntem temel alınmaktadır. Gelecekteki araştırmalarda her sinyal için strateji yöntemleri artırılabilir.

## **KAYNAKÇA**

- Ahmad, W., & Adaoglu, C. (2019). Cash management in the travel and leisure sector: evidence from the United Kingdom. *Applied Economics Letters*, 26(7), 618-621.
- Al-Najjar, B. (2017). Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. *Tourism Management*, 60, 9-14.
- Alrabadi, D. W. H., & Aljarayesh, N. I. A. (2015). Forecasting Stock Market Returns Via Monte Carlo Simulation: The Case of Amman Stock Exchange. *Jordan Journal of Business Administration*, 11(3). 745-756.
- Andrikopoulos, A., Merika, A. A., & Merikas, A. G. (2016). Financial disclosure in the travel and leisure industry. *International Journal of Tourism Research*, 18(6), 612-619.
- Arshanapalli, B. G., Switzer, L. N., & Panju, K. (2007). Equity-style timing: A multi-style rotation model for the Russell large-cap and small-cap growth and value style indexes. *Journal of Asset Management*, 8(1), 9-23.
- Balvers, R., Wu, Y., & Gilliland, E. (2000). Mean reversion across national stock markets and parametric contrarian investment strategies. *The Journal of Finance*, 55(2), 745-772.
- Balvers, R., & Wu, Y. (2002). Stock Market Integration, Return Forecastability and Implications for Market Efficiency: A Panel Study (No. 112002). Hong Kong Institute for Monetary Research.
- Basistha, A., & Kurov, A. (2008). Macroeconomic cycles and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2606-2616.
- Bauer, R., Derwall, J., & Molenaar, R. (2004). The real-time predictability of the size and value premium in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(5), 503-523.
- Bhalla, V. K. (2008). *Investment Management*. S. Chand Publishing.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2003). *Investments* McGraw-Hill Irwin.
- Cave, J., Gupta, K., & Locke, S. (2009). Supply-side investments: An international analysis of the return and risk relationship in the Travel & Leisure sector. *Tourism Management*, 30(5), 665-673.
- Chen, S. S. (2009). Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 211-223.
- Chow, K. V., & Hu, O. (2004). Conditional Mean Dominance: Testing for Sufficiency of Anomalies. Department of Economics, West Virginia University Working Papers.
- Döpke, J., Hartmann, D., & Pierdzioch, C. (2008). Real-time macroeconomic data and ex ante stock return predictability. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 274-290.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of finance*, 23(2), 389-416..
- Gropp, J. (2004). Mean reversion of industry stock returns in the US, 1926–1998. *Journal of Empirical Finance*, 11(4), 537-551.
- Gumanti, T. A. G. A., Savitri, E., Nisa, N. W., & Utami, E. S. (2018). Event Study on the Crash of Airasia Plane: A Study on Travel and Leisure Companies Listed at Malaysian Stock Market. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 20(1), 20-26.
- Ioannidis, C., & Kontonikas, A. (2008). The impact of monetary policy on stock prices. *Journal of policy modeling*, 30(1), 33-53.

- Kim, H., & Ryu, D. (2015). Measuring the speed of convergence of stock prices: A nonparametric and nonlinear approach. *Economic Modelling*, 51, 227-241.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Polat, A., Turker, Y., & Kose, H. (2016). Abnormal Returns after Large Increases in Stock Prices. A Comparison between Turkish Sport Index and Turkish Banks. *Business, Management and Economics Research*, 2(11), 180-185.
- Rolph, D. S., & Shen, P. (1999). Do the spreads between the E/P ratio and interest rates contain information on future equity market movements?. Research Division, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Sevil, T., & Polat, A. (2015). Macro-economic determinants of travel and leisure sector: A co-integration analysis from Turkey. *Res. J. Finan. Account*, 6, 213-223.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of business*, 39(1), 119-138.
- Shen, P. (2003). Market timing strategies that worked. *The Journal of Portfolio Management*, 29(2), 57-68.
- Simon, S. (2002). Momentum effects and mean reversion in real estate securities. *Journal of Real Estate Research*, 23(1-2), 47-64.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard business review*, 43(1), 63-75.
- Wu, Y. (2011). Momentum trading, mean reversal and overreaction in Chinese stock market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(3), 301-323.