



## ARAŞTIRMA MAKALESİ

### **Finansal Analist Tahmin ve Tavsiyelerinin Vadeleri ve Tavsiye Türleri Açısından Değerlendirilmesi\***

Öğr. Gör. Dr. Yaşar ŞAHİN, Trabzon Üniversitesi, Beşikdüzü Meslek Yüksekokulu, Trabzon, e- posta: [yasarsahin@trabzon.edu.tr](mailto:yasarsahin@trabzon.edu.tr)  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5205-3054>

#### **Öz**

Tasarruflarını finansal piyasalarda değerlendirmek isteyen yatırımcılar için potansiyel yatırım araçları hakkında bilgi sahibi olmak büyük öneme sahiptir. Finansal piyasada yer alan finansal analistler, yatırım araçları hakkında bilgi toplama, analiz etme ve yorumlama kabiliyetleri açısından yeterli bilgi ve deneyime sahip olmayan yatırımcılar için önemli bir başvuru kaynağı niteliğine sahiptirler. Elde etmiş oldukları bilgileri yorumlayarak yatırım araçlarının gelecekteki değeri hakkında tahminler oluşturmakta ve yatırımcılara sundukları tavsiyeler yoluyla yönlendirici olmaktadır. Çalışmada, finansal analistlerin Ocak 2010 - Ocak 2018 döneminde Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan pay senetlerine yönelik 14.560 hedef fiyat tahmini ve finansal tavsiyeleri analiz edilmiştir. Veriler öncelikle genel açıdan ele alınmış, tahminlerin vadeleri açısından hedeflenmiş fiyatlara ulaşma düzeyleri ve finansal tavsiye türlerine göre performanslarının analiz edilmesi amaçlanmıştır. Pay senetlerinin gerçekleşmiş fiyatları ile analistlere ait fiyat tahminleri arasındaki ilişki korelasyon analizleriyle ele alınmış, iki değişken arasındaki ilişkinin gücü açısından değerlendirilmiştir. Bulgular, çalışma kapsamındaki veriler için finansal analistlerin hedef fiyat tahminlerinde genel olarak başarılı olduğunu göstermiştir. Analist fiyat tahminlerinin kısa vadede (tahmin yapıldıktan sonraki bir hafta içinde) daha başarılı oldukları, satın alma yönündeki tavsiyelerde en yüksek performansa sahip oldukları görülmüştür.

\* Bu çalışma, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde yapılan doktora tez çalışmasından üretilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Analist, Finansal Tavsiye, Finansal Tahmin, Tahmin Başarısı, Borsa İstanbul.

**Makale Gönderme Tarihi:** 01.07.2022

**Makale Kabul Tarihi:** 04.09.2022

#### **Önerilen Atıf:**

Şahin, Y. (2022). Finansal Analist Tahmin ve Tavsiyelerinin Vadeleri ve Tavsiye Türleri Açısından Değerlendirilmesi, *Sosyal, Beşerî ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(9): 1219-1234.



**Journal of Social, Humanities and  
Administrative Sciences**

2022, 5(9): 1219-1234. DOI:10.26677/TR1010.2022.1072

ISSN: 2667-422X Dergi web sayfası: [www.sobibder.org](http://www.sobibder.org)



**RESEARCH PAPER**

**Evaluation of Financial Analyst Forecasts and Recommendations in Terms of  
Duration and Recommendation Types**

Dr. Yaşar ŞAHİN, Trabzon University, Beşikdüzü Vocational School, Trabzon, e-mail:  
[yasarsahin@trabzon.edu.tr](mailto:yasarsahin@trabzon.edu.tr)  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5205-3054>

**Abstract**

For investors who want to value their savings in financial markets, it is of great importance to have information about potential investment instruments. Financial analysts in the financial market are an important source of reference for investors who do not have sufficient knowledge and experience in terms of their ability to gather, analyze and interpret information about investment instruments. By interpreting the information, they have obtained, they make predictions about the future value of investment instruments and guide the investors through the advice they offer. In the study, 14,560 target price forecasts and financial recommendations of financial analysts for stocks traded in Borsa İstanbul between January 2010 and January 2018 were analyzed. First of all, the data were handled in general terms, and it was aimed to analyze the performance of the forecasts in terms of their maturities, their level of reaching the targeted prices and the types of financial advice. The relationship between the realized prices of the stocks and the price predictions of the analysts was handled by correlation analysis and evaluated in terms of the strength of the relationship between the two variables. The findings showed that financial analysts were generally successful in target price predictions for the data within the scope of the study. It has been seen that analyst price forecasts are more successful in the short term (within a week after forecasting) and have the highest performance in buying recommendations.

**Keywords:** Financial Analyst, Financial Recommendation, Financial Forecast, Forecast Accuracy, Borsa İstanbul.

**Received:** 01.07.2022

**Accepted:** 04.09.2022

**Suggested Citation:**

Şahin, Y. (2022). Evaluation of Financial Analyst Forecasts and Recommendations in Terms of Duration and Recommendation Types, *Journal of Social, Humanities and Administrative Sciences*, 5(9): 1219-1234.

## GİRİŞ

Finansal piyasalar, bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını güvenli bir ortamda değerlendirebilmelerine olanak sağlayan platformlardır. Piyasada yer alan yatırım araçları; risk, getiri, vade gibi pek çok açıdan birbirinden farklı özelliklere sahip olup pay senedi yatırımları da yatırımcılar için önemli yatırım alternatiflerinden biridir. Ancak pay senedi yatırımlarının sabit getiri sunmamakta olması ve finans piyasalarındaki hareketliliğin pay senedi değerlerini ve dolayısıyla yatırımcıların elde edebilecekleri getiri miktarını etkilemekte olması, yatırımcıların olabildiğince hızlı şekilde en uygun pozisyonu almalarını gerektirmektedir.

Özellikle bireysel yatırımcılar için piyasayı sürekli takip etmek ve pay senetlerinin potansiyelini öngörebilmek için analizler yapmak oldukça zordur. Pay senetlerinin gelecekteki değeri hakkında öngörü yapabilmek; genel ekonomik trend, pay senetlerinin ait olduğu şirket, bulunduğu sektör, şirketlerin pazardaki konumu gibi pek çok bilgiye sahip olmayı gerektirmektedir. Bu noktada sahip oldukları bilgi ve tecrübeleri ile yatırım araçlarını ayrıntılı şekilde değerlendirerek yatırımcılara belli bir ücret karşılığında, üyelik şartıyla ya da kamuya açık olacak şekilde raporlar sunan finansal analistler ve analist raporları önemli bir kaynak olarak ortaya çıkmaktadır (Altınkılıç vd., 2013: 2550).

Finansal analistler yatırım araçları hakkında çeşitli kaynaklardan topladıkları geniş çaplı bilgileri harmanlayarak analiz eden, yatırım aracının gelecekteki değeri hakkında tahminlerde bulunarak yatırımcılara pozisyon almaları yönünde tavsiyelerde bulunan piyasa aktörleridir. Finansal analistler pay senetleri hakkındaki analizlerini pay senetlerine ait hedef fiyat tahminleri sunarak gerçekleştirmekte ayrıca pay senetlerine yönelik finansal tavsiyeler sunarak da raporlamaktadırlar (Brauer ve Wiersema, 2018: 220). Finansal tavsiye, bir ya da daha fazla yatırım aracı için; kamu, yatırım bankaları ya da aracı kurumlar tarafından hazırlanmış, yatırım aracının mevcut ya da gelecekteki değerine yönelik bir yatırım stratejisi öneren bilgi ve araştırmalar topluluğu olarak adlandırılmaktadır (Altındaş, 2008: 3). Analistler, raporları doğrultusunda kategorilere ayrılmış; satın al, elde tut ve sat şeklinde tavsiyelerde bulunarak hem yatırım kararı almak için yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcıların bilgi açığının kapanmasına yardımcı olmakta hem de tavsiyeleri doğrultusunda yatırımların yönlendirilmesini ve yatırımcıların daha fazla getiri elde etme imkânına kavuşmasını sağlamaktadırlar (Martinez, 2010: 90). Ayrıca gerçekleştirmiş oldukları analizler doğrultusunda pay senetlerinin muhtemel hedef fiyatları için tahminler oluşturmakta, bu tahminler yoluyla yatırımcılar için niceliksel bir değer ortaya koymaktadırlar.

Finansal analistlere ait tavsiyeler yatırımcı kararları ve dolayısıyla elde edebilecekleri getiri miktarı üzerinde önemli etkiye sahiptir. Finansal piyasadaki pek çok yatırımcı, finansal analistlerin piyasadaki tecrübesi, birikimi ve yatırım araçları konusunda uzmanlıkları nedeniyle analistlerin portföy seçimlerine ve pay senetlerine yönelik tavsiyelerine güvenerek yatırımlarını şekillendirmektedirler. Bu doğrultuda analist tavsiyelerinin başarı düzeyi hem yatırımcılar hem de finansal tavsiyelerin performansı açısından önem arz etmekte olup yatırımların etkinliği açısından da değerlendirilmesini gerekli kılmıştır (So, 2013: 615).

Çalışmada finansal analistler tarafından Borsa İstanbul'da işlem gören pay senetlerine yönelik Ocak 2010 - Ocak 2018 dönemini kapsayan finansal tahmin ve tavsiyeler ele alınarak analiz edilmiştir. Finansal analist tahmin ve tavsiyelerine ait başarı seviyesi genel itibarıyla ve analistlerin satın al, sat ya da tut şeklinde ifade ettikleri tavsiye türleri açısından ele alınarak belirtilen dönemde hangi yöndeki tavsiyelerinin daha başarılı olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca çalışmada ele alınan finansal tavsiyelere ait başarı düzeyi vadeleri açısından da ele alınarak finansal analistlere ait hedef fiyat tahminlerinin hangi vadelere gerçekleşmekte olduğu, çalışma kapsamındaki veriler doğrultusunda incelenmiştir.

Çalışma kapsadığı dönem, verilerin büyüklüğü, elde edildiği aracı kurum ya da finansal analistlerin çeşitliliği açısından Borsa İstanbul'da yer alan pay senetlerine yönelik tahmin ve tavsiyeleri ele alan çalışmalardan ayırım göstermektedir. Literatürde Borsa İstanbul örneğine ait az sayıda çalışma yer almakta olup bu çalışmada tahminlerin gerçekleşme vadesi, tavsiye türlerindeki başarı seviyesi ele alınmış, finansal analistlerin hangi vadelerde ve tavsiye türlerinde daha başarılı olduğunun tespitine katkı sağlanması amaçlanmıştır.

## LİTERATÜR

Finansal analist tahmin ve tavsiyelerine ait çalışmalar başta analist tavsiyelerinin tutarlılığı, yatırımcıların getiri beklentilerinin karşılanma düzeyi olmak üzere çeşitli yönleri ile ele alınmıştır. Çalışmalarda hedef fiyat tahminlerinin başarısı ve tavsiyelerin yatırımcı getirilerine etkisi ön planda yer almış, tahmin ve tavsiyelerin fiyatlar üzerindeki etkisi, analistlere ait özellikler gibi etkenler açısından da incelenmiştir. Çalışmanın literatür kısmı analistlerin tahmin ve tavsiyelerinin yatırımcı getirilerine etkisi, analist beklentilerindeki genel eğilimler, tahmin ve tavsiyelerin başarı düzeylerine ait çalışmalar çerçevesinde ele alınmıştır.

Analist raporları doğrultusunda yapılan yatırımların ve tavsiyelerin performansının değerlendirildiği çalışmalarda Givoly ve Lakonishok (1979), finansal analistlere ait tahmin ve tavsiyeleri New York Borsası'nda işlem gören pay senetleri için analiz etmişlerdir. Çalışmada analistlere ait finansal tavsiye ve tahminlerin yatırımcıların piyasa üstünde getiri elde etmesinde katkı sağladığını görülmüş, analistlerin performansının fiyatları tahmin etmede başarılı olduğu ifade edilmiştir. Benzer sonuçlara sahip başka bir çalışmada Womack (1996), ABD'deki büyük aracı kurumlarda yer alan finansal analistlere ait tavsiye ve fiyat tahminlerini Fama ve French üç faktör modelini kullanarak ele almış, analist tavsiyelerine uygun yatırımların anormal getiri sağladığını tespit etmiştir.

1997-1999 dönemine ait finansal tahmin ve tavsiyeleri Fama ve French üç faktör modeli ve regresyon analiziyle ele alan Brav ve Lehavy (2003), analist tahmin ve tavsiyelerine uygun yatırımların özellikle kısa vadede anormal getiri elde edebilmekte olduğunu ifade etmiştir. Finansal analist önerilerine uygun portföylerin getirisini analiz eden Barber vd. (2006), 1996-2003 yılları arasındaki finansal tavsiyeleri ele aldıkları çalışmalarında, finansal tavsiyelerin yatırımcıların anormal getiri elde etmesinde etkili olduğunu ifade etmişlerdir. He (2009), Avustralya borsasındaki pay senetlerine yönelik analist tavsiyelerinin yatırımcılara sağladığı getirinin değerini 1997-2007 dönemi verileri üzerinden Black-Litterman modeli ile analiz etmiştir. Çalışmasında özellikle satın alma yönündeki tavsiyelere uygun portföylerin piyasadandan daha yüksek getiri elde etmeyi sağladığını ifade etmiştir.

Satın alma yönündeki tavsiyelerin performansı ile paralellik gösteren başka bir çalışmada Farooq ve Ali (2014) MENA bölgesi verilerini ele almışlardır. Çalışmada MENA bölgesinde faaliyet gösteren finansal analistlerin alış tavsiyelerinin anormal getiri sağlamakta iken satış tavsiyelerinde başarılı olmadıklarını ifade etmişlerdir. Crawford vd., (2012) ABD borsasında faaliyet gösteren analistlerin 2008-2010 dönemine ait tahmin ve tavsiyelerini, Franck ve Kerl (2013) 2005-2009 döneminde Avrupa borsalarındaki pay senetlerine yönelik veriler ile ele almışlardır. Her iki çalışmada da finansal analist tavsiyelerinin yatırımcılara avantaj sağladığı ve anormal getiri elde etme imkânı sağladığını ifade etmişlerdir.

Finansal analist tahminlerinin etkinliği yanında analistlerin tahmin ve tavsiyelerde ortaya koydukları genel eğilimler de çalışmalarda ele alınan konulardan biri olmuştur. Genel itibarı ile tavsiyelerin hangi yönde oluşturulmuş olduğunun analiz edildiği çalışmalarda analistlerin tahmin ve tavsiyelerdeki genel eğilimleri dikkate alınmıştır. Womack (1996) çalışmasında

analistlerin satış tavsiyelerini daha az sayıda kullanılmış olduğunu tespit etmiş, analistlerin olumlu ve iyimser tahminler sunmakta olduğunu ifade etmiştir. Satın alma yönündeki tavsiyelerin ise daha başarılı olup, kısa vadede yatırımcılara piyasa üstünde getiri sağlamakta olduğunu ifade etmiştir.

Keane ve Runkle (1998), 1983-1991 dönemleri arasındaki verileri analist yanlılığını tespit etmek amacıyla tahmin hatası yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada finansal analist tavsiyelerinin büyük kısmının alışı yönlü eğilim içinde olduğu, tavsiyelerin yatırımcı kararlarında etkili olduğu ve analistler tarafından elde edilen verilerin pay senetlerinin piyasa değerini tahmin etmede etkili bilgilerden derlenmiş olduğunu ifade etmişlerdir. Benzer şekilde Easterwood ve Nutt (1999), 1982-1995 dönemine ait verileri tahmin hatası yöntemiyle ele almış, finansal analist tavsiyelerinin iyimserlik göstermekte olduğunu tespit etmişlerdir.

Michaely ve Womack (1999), analist tavsiyelerini finansal analistlerin bünyesinde yer aldıkları aracı kurumlar lehine gösterecekleri yanlılık açısından ele almışlardır. Çalışmada analistlerin kişisel gelirlerini ve kurum çıkarlarını gözeterek hareket etmekte olduklarını, tahmin ve tavsiyelerde tarafsız davranmadıklarını tespit etmişler, olumlu ve iyimserlik içeren tahminler oluşturma eğilimi gösterdiklerini ifade etmişlerdir. Benzer sonuçlara sahip çalışmalarda Brav ve Lehavy (2003), Coen ve Desfleurs (2004), Agrawal ve Chen (2005), Cowen vd. (2006), Ljungqvist vd. (2007) analist tahminlerinde iyimser bir olgunun varlığını tespit etmişlerdir. 1988-2005 dönemindeki Finlandiya borsası verilerini ele alan Rothovius (2007), 1995-2003 dönemine Brezilya borsası verilerini analiz eden Martinez (2010), finansal analistlerin tavsiyelerinin performansını örnek olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Elde edilen bulgular tavsiyelerin büyük kısmının satın alma yönünde olduğunu, analist tahmin ve tavsiyelerinin büyük ölçüde iyimserlik içerdiğini göstermiştir.

Analistler tarafından ortaya koyulmuş hedef fiyat tahminlerinin ne vadede gerçekleşmekte olduğu da finansal analist performanslarının değerlendirilmesinde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Analist tahminlerinin vadeleri açısından ele alındığı çalışmalarda Martinez (2010), analist hedef fiyat tahminlerinin tahmin süresinden sonraki 30 gün boyunca oldukça iyi performansa sahip olduğunu tespit etmiştir. Crawford vd., (2012), ABD borsasına ait verileri, Leela ve Shanmugham (2014), Hindistan borsasındaki analist tavsiyelerinin etkisini örnek olay çalışması yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmalarda tavsiyelerinin özellikle kısa vadede yüksek performansa sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Arand vd., (2015), İsviçre ABD, Japonya ve EU5 ülkeleri ve borsalarındaki analist raporlarının etkinliğini korelasyon ve regresyon analizi yöntemleriyle ele almış, finansal analistlerin kısa vadede daha yüksek performans gösterdiklerini ifade etmişlerdir. Bedelova vd., (2017), Borsa İstanbul'da yer alan pay senetlerine yönelik analist tavsiyelerini piyasa etkinliği açısından ele almışlar, elde edilen bulgularda analist tavsiyelerinin kısa vadede etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Literatürde analistlere ait tahmin ve tavsiyelerin yatırımcı getirileri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmadığını ifade eden çalışmalar da yer almaktadır. Fjeldsted (2005), finansal tavsiyelerin etkinliğini, Danimarka 2002-2005 dönemi finansal tavsiyeleri kullanarak örnek olay çalışması yöntemiyle analiz etmiştir. Araştırmada, analistlerin ve yazılı basında yer alan tavsiyelerin piyasa üstünde bir getiri sağlamada etkili olmadığı, tavsiyelerin kısa vadede yatırımcılara anormal getiri sağlamakta olsa bile uzun vadede piyasa düzeyinde kaldığını tespit etmiştir. Erdogan vd., (2010), Borsa İstanbul'da sanayi sektöründe yer alan pay senetlerine yönelik analist tavsiyelerinin etkinliğini ele almış, tavsiyelerin dikkate değer ölçüde anormal getiri sağlamadığını ifade etmişlerdir. Antonio vd., (2015), analistlere tavsiyelerine uygun portföy ile anormal getiri elde etme potansiyelini, Brezilya piyasası verileri üzerinden zaman serileri analizi ile incelemişlerdir.

Çalışmada tavsiyeler doğrultusunda oluşturulan portföy getirilerinin anormal getiri içermediği tespit edilmiştir.

## YÖNTEM

Finansal analistlerin performansı, yatırım araçlarının gelecekte ortaya çıkması beklenen fiyat tahminleri ve finansal tavsiyelerin yatırımcılara sağladığı fayda açısından önem arz etmektedir. Pay senetleri yatırımlarına yönelik analist tavsiyelerinin ve fiyat tahminlerinin etkinliği, analist tavsiyelerinden sonraki pay senedi gerçek değerlerinin tahmin değerlerine yakınlığı açısından değerlendirilmektedir. Araştırmanın amacı, finansal analist pay senedi fiyat tahminlerinin ve finansal tavsiyelerinin gerçekleşmiş fiyatlara ne ölçüde yakın veya uzak olduğunun, bu yakınlık veya uzaklığın performansının genel açıdan tespit edilmesi, finansal tavsiyenin türü açısından ve finansal tavsiyenin yapıldığı tarih ile hedef fiyat tahmininin gerçekleştiği vade açısından değerlendirilmesidir.

Çalışmada analistlere ait fiyat tahmin değerleri ile pay senetlerinin gerçekleşen fiyatları arasındaki ilişki ve uyum, korelasyon analizleri yöntemi ile ele alınmıştır. Sayısal ve sürekli yapıya sahip değişkenler arasında yapılan karşılaştırmalar istatistiksel olarak en yaygın şekilde korelasyon testleriyle incelenmektedir. Ya da iki sürekli değişkenin birbirileri ile ilişki içinde olup olmadığını, her iki değişken değerlerinin azalış ve artışlarda eş yönlü ve beraberce hareket edip etmemekte olduğunu (kovaryans) belirlemektedir (Field vd., 2012: 206). İki değişken arasındaki standartlaştırılmış kovaryans, korelasyon katsayısı olarak tanımlanmış, nasıl hesaplanmakta olduğu aşağıda sunulmuştur.

$$r = \frac{\text{cov}_{xy}}{s_x s_y} = \frac{\sum(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{(N-1)s_x s_y} \quad (1)$$

Formülde,  $\text{cov}_{xy}$ ; pay senedinin tahmini değeri ( $x$ ) ile gerçekleşmiş pay senedi değeri ( $y$ ) arasındaki kovaryansı,  $s_x$ ; pay senedinin tahmini değeri ( $x$ ) standart sapması,  $s_y$ , pay senedi gerçekleşmiş değerine ait ( $y$ ) standart sapmasıdır. Bu doğrultuda bir pay senedinin ait tahmin edilen değer ( $x$ ) ile o pay senedine yönelik tahmin tarihi sonrasındaki gerçek değer ( $y$ ) arasında hesaplanan korelasyon değeri, her iki değere ait kovaryansının, bu iki değerlerin standart sapmalarının çarpımına bölünmesiyle elde edilebilmektedir.

Çalışmada ele alınan pay senetlerinin tahmin edilen değerleriyle gerçekleşen değerleri arasındaki ilişki, elde edilen korelasyon katsayılarının ve bu katsayılara ait değerlerin  $p < 0.005$  düzeyinde anlamlı olmasına bakılarak ele alınmış, finansal analistlere ait fiyat tahminleri ve tavsiyeler genel açıdan, tavsiyenin türü ve her iki değişken arasındaki uyumun vadesi açısından ayrı ayrı incelenmiştir.

## BULGULAR

Çalışmada Borsa İstanbul bünyesinde yer alan, Ocak 2010 - Ocak 2018 dönemi arasında finansal analistler tarafından kesintiye uğramadan hakkında tahmin ve tavsiyelerde bulunulmuş pay senetlerine ait veriler ele alınmıştır. Çalışmada ele alınan veriler, analistlere ait haftalık tavsiye listelerinden oluşan raporlardan ve pay senetlerinin aynı tarihlerdeki gerçek fiyatlarından oluşmaktadır.

Tablo 1'de ilgili dönemde finansal analistlere ait, ilgili dönemde pay senetleri için yapılmış tahmin değerleri genel olarak yer almakta, tavsiye türlerinin toplam içindeki sayıları ve payları görülmektedir.

**Tablo 1.** Veri Setinde Yer Alan Finansal Tahmin ve Tavsiyelerin Genel Görünümü ve Dağılımı

SEKTÖR	ÖNERİ TÜRÜ (Miktar ve Toplam İçindeki Payı)			TOPLAM
	SAT	AL	TUT	
Bankacılık	209	1446	1257	2912
	37.25 %	19.01 %	19.67 %	20 %
Holding	14	1413	237	1664
	2.5 %	18.57 %	3.71 %	11.43 %
GYO	0	664	168	832
	0 %	8.73 %	2.63 %	5.71 %
Sanayi	338	4084	4730	9152
	60.25 %	53.69 %	74 %	62.86 %
TOPLAM	561	7607	6392	14560
	100 %	100 %	100 %	100 %

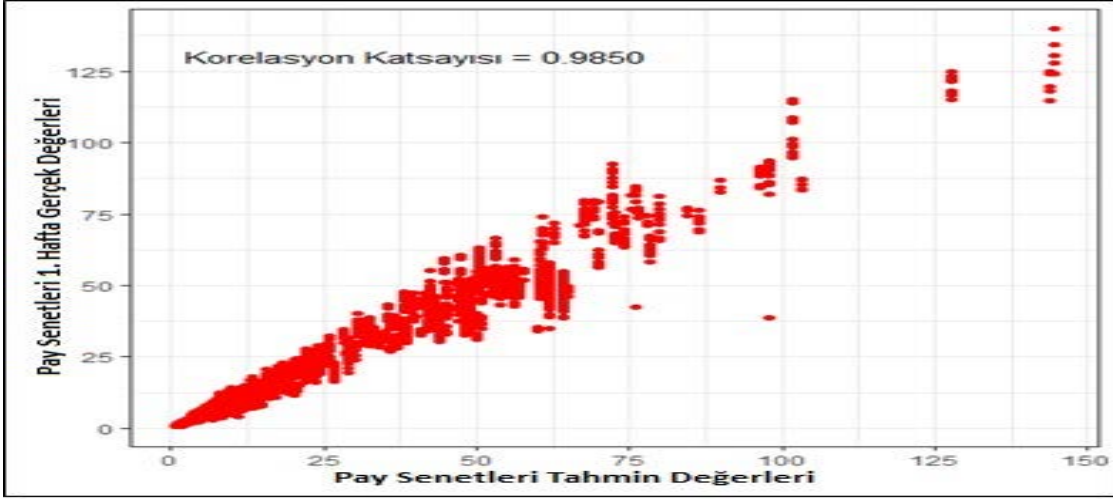
Tablo 1’de görüldüğü üzere, finansal analistler 2010 - 2018 döneminde farklı sektörlerde yer alan 35 şirkete ait pay senetlerine yönelik 14.560 hedef fiyat tahmini ve finansal tavsiye gerçekleştirmiştir. Analistlere ait tahminlerin 7.607 tanesi pay senetlerinin satın alınmasına yönelik olumlu içeriğe sahip olup, 6.392 tanesi pay senetlerinin elde tutulmasını önermektedir. Olumsuz içeriğe sahip 561 tavsiye ise pay senetlerinin satılmasını önermekte olup örneklem içinde en az paya (%3,85) sahip olduğu görülmektedir. Çalışmada kullanılan verilerde sanayi sektörü dışındaki tüm sektörlerde satın alma yönündeki tavsiyeler en yüksek paya sahip iken, sanayi sektöründe de yine olumlu bir görüş barındıran elde tutma tavsiyesi en yüksek payı oluşturmaktadır.

### Finansal Analist Tavsiyeleri ve Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki İlişkinin Vadesi Açısından Analizi

Çalışmanın temel amaçlarından biri finansal tavsiyelerin ve hedef fiyat tahminlerinin tahmin tarihinden ne kadar sonra gerçekleştiğinin tespiti, analist tahminlerinin gerçekleşmiş fiyatlara ne ölçüde yaklaşmış olduğunun belirlenmesidir. Dolayısıyla yatırımlarını analist tavsiyeleri doğrultusunda gerçekleştirmiş yatırımcıların hedef getiri seviyesine ne kadar süre içinde ya da ne ölçüde yaklaşmış olduğunu tespit etmek amaçlanmıştır.

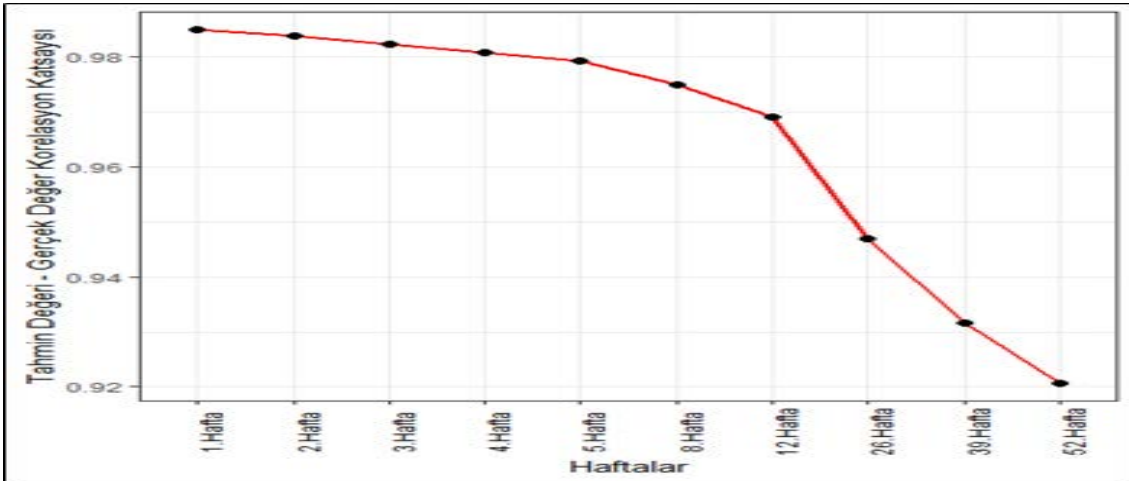
Çalışma kapsamında yer alan dönem ve tavsiye türü ayrımı yapılmaksızın, analist hedef fiyat tahminleri ve pay senetlerinin gerçek fiyatları arasındaki ilişki öncelikle genel açıdan ele alınmıştır. Çalışma kapsamında kullanılan verilerin tamamı tavsiye türü, dönem ya da sektör ayrımı yapılmaksızın ele alınarak hedef fiyat tahminleri ve pay senetlerine ait gerçekleşmiş fiyatlar arasındaki ilişki incelenmiştir. Analizde tahminden sonraki pay senedi gerçek değerleri bir hafta sonrasına ait gerçek değerler ve 52 hafta sonrasına ait gerçek değerlere kadar, çalışma kapsamındaki haftalar süresince analiz edilmiş, iki değişken arasındaki ilişkinin en yüksek olduğu vade tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yapılan korelasyon testleriyle, çalışma kapsamındaki ilk hafta için finansal analistlerin pay senetlerine yönelik hedef fiyat tahminleri ile tahminler yayınlandıktan bir hafta sonraki gerçek değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı, pozitif ve güçlü değerde korelasyon ilişkisinin var olduğu görülmüştür ( $r=0.985$ ,  $p<0.001$ ). Bu bağlamda analist hedef fiyat tahminlerinin pay senetlerine ait gerçekleşen fiyatlar ile oldukça yakın ilişki içinde olduğu, eş yönlü hareket etmekte olduğu anlaşılmaktadır. Analist tahminleri ve pay senetlerinin 1’inci hafta gerçek değerleri arasındaki korelasyon ilişkisi Şekil 1’de yer almaktadır.



Şekil 1. Pay Senetlerine Ait Tahmini Değerler ve Gerçek Fiyatlar Arasındaki 1. Haftaya Ait Korelasyon İlişkisi

Şekil 1’de pay senetlerinin tahmin değerleri arttıkça ya da azaldıkça bir hafta sonraki gerçek değerlerin de eşgüdümlü hareket ettiği anlaşılmaktadır. Tahminden sonraki ilk hafta için hesaplanan bu ilişkinin ilerleyen haftalardaki ilişki seviyesini analiz etmek üzere analistlere ait tahmin değerleri sadece tahminden bir sonraki hafta değeri ile değil, kendisinden sonraki ikinci, üçüncü hafta, bir ay, iki ay, altı ay, dokuz ay ve bir yıl sonraki değerleri ile de ele alınmıştır. Süreci analiz etmenin amacı tahmin değerleri ile gerçekleşen değerleri arasındaki ilişkinin en güçlü olarak hangi vadede ortaya çıkmakta olduğunun tespitidir. Yapılan analizde hafta sayısı yani tahminden sonraki vade uzadıkça, tahmin değerleri ile gerçekleşen fiyat arasındaki korelasyon ilişkisinde sistematik olarak düşüş yaşandığı görülmüştür. Pay senetlerine yönelik tahmin fiyatları ile tahminden bir hafta sonra gerçekleşen fiyat arasında ortaya çıkan korelasyon katsayısı 0,985 iken bir yıl sonra (52. Hafta) ise 0,921’e düşmektedir. Tahmin değerleri ve pay senetlerinin gerçekleşen fiyatları arasındaki korelasyon ilişkisinin haftalara göre değişimi Şekil 2’de görülmektedir.



Şekil 2. Vadeleri Açısından Tahmin Değerleri ile Gerçekleşen Fiyatlar Arasındaki Korelasyon Katsayılarının Değişimi

Şekil 2’de fiyat tahmini gerçekleştirilen haftadan sonra süre uzadıkça yapılan tahminlerin gerçekleşen fiyatlara yaklaşma derecesinin göreceli olarak gittikçe azalmakta olduğu tespit



edilmiştir. Bu doğrultuda analistlerin fiyat tahminlerinde en yüksek performansa kısa vadede sahip olduğu ifade edilebilmektedir.

Bulgular, finansal analistlere ait hedef fiyat tahminlerinin pay senetlerinin gerçekleşen fiyat seviyesine önemli derecede yaklaşmış olması ve benzer eğilime sahip olması açısından Givoly ve Lakonishok (1979), Womack (1996), Brav ve Lehavy (2003), Barber vd. (2006), He (2009), Farooq ve Ali (2014), Crawford vd., (2012) ve Franck ve Kerl (2013) tarafından yapılan çalışmalara ait sonuçlar ile uyumlu olduğunu göstermiştir. Ayrıca hedef fiyat tahminlerinde kısa vadedeki daha yüksek performansa sahip olmaları açısından Martinez (2010), Crawford vd., (2012), Leela ve Shanmugham (2014), Arand vd., (2015) ve Bedelova vd., (2017) tarafından yapılmış çalışmalardaki bulgular ile örtüşmektedir.

### **Finansal Analist Tavsiyeleri ve Gerçekleşen Pay Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Tavsiye Türü Açısından Analizi**

Finansal analistler yatırım kararı vermek isteyen yatırımcılar için pay senetlerine yönelik fiyat tahminleri sunmaları yanında yatırımın yönünü ifade eden tavsiyeler de sunmaktadır. Analist tavsiyeleri sayısal bir hedef belirlemekten ziyade yatırım aracının hedef fiyatlarına ait beklentinin yönünü ifade etmektedir. Genellikle satın alma, elde tutma ya da satma yönündeki bu tavsiyelerin başarısı, tavsiyeden sonraki dönemde ortaya çıkan gerçekleşmiş fiyatlarla tavsiyenin türü arasındaki ilişkinin farklılık gösterip göstermediği açısından finansal analistlerin performansının ve yatırımların etkinliğinin değerlendirilmesinde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Çalışma kapsamında kullanılan veri setinde pay senetlerine yönelik hedef fiyat tahminleri yanında 14.560 finansal tavsiye bulunmaktadır. Tavsiyelerin %52,25'lik kısmı satın alma yönünde olup olumlu bir içeriğe sahip olan elde tutma yönündeki tavsiyeler de %43,9'luk pay ile en fazla kullanılan tavsiye olarak ikinci sırada yer almaktadır. Pay senetlerinin satılmasına yönelik tavsiyeler de %3,85 oranında yer almakta olup Borsa İstanbul'daki pay senetlerine yönelik tavsiyelerde bulunan analistlerin iyimser görüşe ve oldukça olumlu beklentilere sahip olduğu görülmektedir.

Finansal analistlerin çalışma kapsamındaki verileri ele alındığında, iyimser görüşe sahip olması ve tavsiyelerin satın alma yönünde ortaya çıkan dağılımı açısından Womack (1996), Keane ve Runkle (1998), Easterwood ve Nutt (1999), Michaely ve Womack (1999), Brav ve Lehavy (2003), Coen ve Desfleurs (2004), Agrawal ve Chen (2005), Cowen vd., (2006), Ljungqvist vd., (2007), Rothovius (2007) ve Martinez (2010) tarafından yapılmış çalışmalarda elde edilen sonuçlar ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Finansal analistlerin hangi tavsiye türünde daha başarılı olduğu hem analist tavsiyelerindeki yanlılığın analizi hem de pay senetlerinin fiyat değişikliğindeki yönü öngörebilmeleri açısından önem taşımaktadır. Ayrıca finansal analistlere ait tavsiyeler analiz edilirken pay senetlerine yönelik satın al, sat ve elde tut tavsiyelerinin ayrı ayrı ele alınması yanında, olumlu içeriğe sahip satın al ve elde tut tavsiyeleri bir arada ele alınarak ayrıca değerlendirilmiştir. Tavsiye yapılan dönemden sonra ortaya çıkan pay senedi fiyatları arasındaki ilişki korelasyon testleri ile incelenmiş, tavsiye sonrasında pay senedinin tavsiye ile elde edilmesi beklenen fiyat yönü ile en ölçüde uyumlu hareket etmiş olduğu hesaplanmıştır.

Tavsiye türü ve gerçekleşmiş fiyatlar arasındaki analiz sonuçlarına ilişkin verilerin kısa ve uzun vadede ortaya çıkan ilişkisi Tablo 2'de görülmektedir.

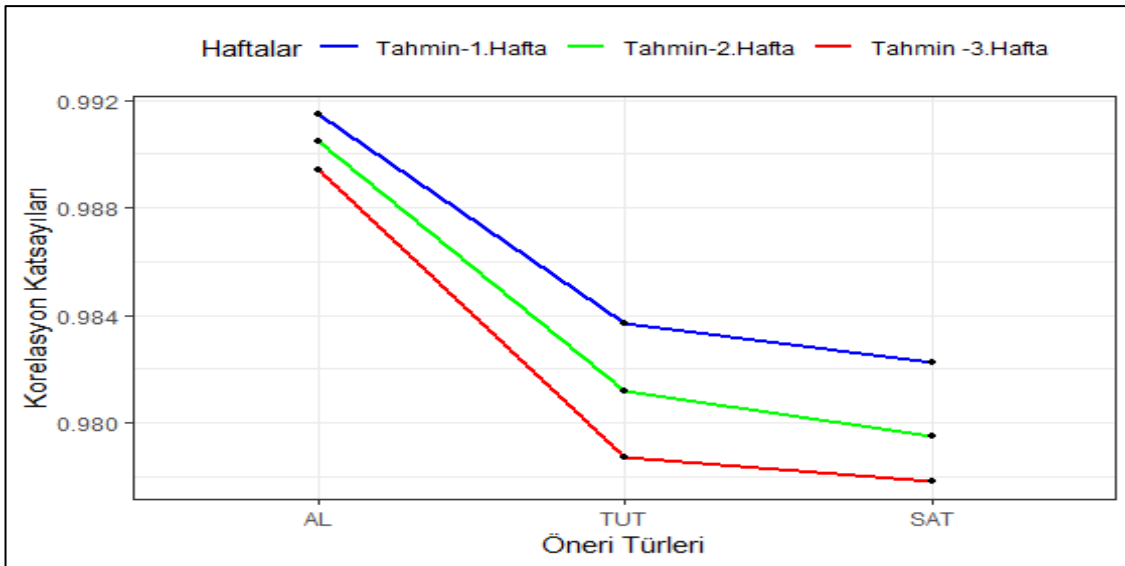
**Tablo 2.** Tahmin Değerleri ile Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki Uyumun Tavsiye Türü ve Vadeleri Açısından Korelasyon Değerleri

Tavsiye Türü	Fiyat Tahmini - Gerçekleşen Fiyat									
	1. Hafta	2. Hafta	3. Hafta	4. Hafta	5. Hafta	8. Hafta	12. Hafta	26. Hafta	39. Hafta	52. Hafta
Al	0.991	0.990	0.989	0.988	0.987	0.984	0.980	0.965	0.950	0.939
Sat	0.982	0.979	0.978	0.977	0.976	0.974	0.975	0.958	0.945	0.938
Tut	0.984	0.981	0.979	0.976	0.974	0.967	0.958	0.926	0.910	0.898
Al + Tut	0.986	0.984	0.982	0.981	0.979	0.975	0.969	0.947	0.931	0.920

Tablodaki değerlere ait anlamlılık düzeyleri  $p < 0.001$  düzeyindedir.

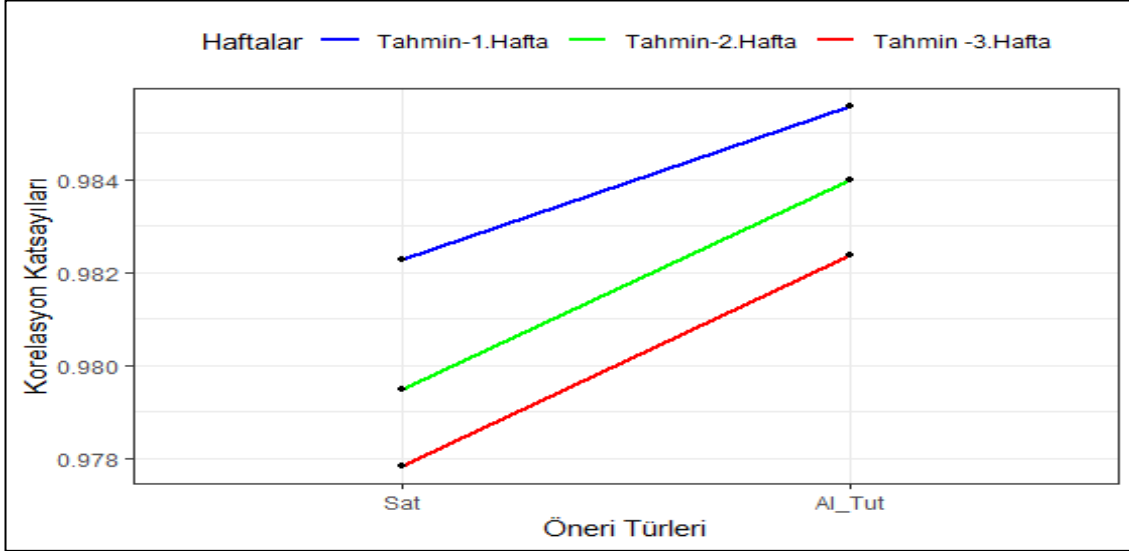
Tablo 2’de bulunan korelasyon katsayılarına ait ilk hafta değerleri ele alındığında pay senetlerine yönelik en yakın fiyat tahminlerinin, satın alma yönündeki tavsiye türünde ortaya çıktığı ( $r=0.991$ ,  $p < 0.001$ ) anlaşılmaktadır. Sat yönündeki tavsiyelerin ise en düşük korelasyon katsayısına sahip olması nedeniyle göreceli olarak en düşük performansa sahip olduğu ( $r=0.982$ ,  $p < 0.001$ ) görülmektedir. Elde edilen korelasyon değerlerinin, tavsiyenin oluşturulmasından sonraki dönemden itibaren vade uzadıkça kademeli olarak zayıfladığı da görülmektedir. Tahmin değerleri ile gerçekleşmiş fiyatlar arasındaki korelasyon değerleri her üç tavsiye türü için de azalmakta olup, hedef fiyat tahminleri vade uzadıkça gerçekleşen fiyatlardan gittikçe uzaklaşmakta, tavsiyenin gücü zayıflamaktadır.

Analistlere ait fiyat tahminleri ile pay senetlerine ait gerçekleşen fiyatlar arasındaki korelasyon değerlerinin çalışma kapsamındaki döneme ait ilk üç haftalık dağılım Şekil 3’te yer almaktadır.

**Şekil 3.** Tahmin Değerleri ile İlk 3. Haftaya Ait Gerçekleşmiş Fiyatlara Arasındaki Korelasyon Değerlerinin Tavsiye Türleri Açısından Dağılımı

Şekil 3’te tahmin değerleri ile gerçekleşmiş fiyatların ilişki seviyesinin en yüksek olduğu tavsiye türü pay senetlerinin satın alınması yönündeki tavsiyelerde görülmekte olup, sat yönlü tavsiyelerde en düşük uyum ilişkisi görülmektedir. Ayrıca Şekil 3’te satın alma yönündeki finansal tahminler ile gerçekleşmiş fiyat arasında ortaya çıkan uyum benzer seviyede ilerlemekte iken, elde tut ve sat türündeki tavsiyelerde haftalar ilerledikçe fiyat tahminleri ile gerçekleşmiş fiyatlar arasındaki ilişkinin gücünün giderek zayıfladığı görülmektedir.

Şekil 4'te, her ikisi de olumlu içeriğe sahip satın al ve elde tut tavsiyelerinin beraberce ele alınmış hali ile sat yönlü tavsiyeleri yer almaktadır. Şekilde hedef fiyat tahminleri ile pay senetlerinin gerçekleşmiş fiyatları arasındaki ilişkiye ait korelasyon katsayılarının karşılaştırılmış hali analiz kapsamındaki ilk üç hafta için görülmektedir.



**Şekil 4.** Tahmin Değerleri ile Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki Korelasyon İlişkilerinin Tavsiye İçeriği Açısından 1., 2. ve 3. Hafta Dağılımı

Şekil 4'te satın al ve elde tut tavsiyeleri bir grupta ele alınıp, olumsuz içeriğe sahip sat yönlü tavsiyeler ile karşılaştırılmıştır. İyimser eğilime sahip (satın alma ve elde tutma) tavsiyelerdeki pay senedi fiyat tahminlerinin gerçekleşmiş fiyatlar ile uyum düzeyinin ( $r=0.985$ ,  $p<0.001$ ), olumsuz içeriğe sahip (satılması yönünde) finansal tavsiyelerden ( $r=0.982$ ,  $p<0.001$ ) daha güçlü olduğu görülmektedir. Özellikle pay senetlerinin satılması yönündeki tavsiyelerde finansal analistlerin göreceli olarak daha başarısız finansal tahminler gerçekleştirmiş olduğu da anlaşılmaktadır.

Elde edilen bulgular sonucunda, çalışma kapsamındaki veriler için satın alma yönündeki tavsiyelerin daha yüksek başarı düzeyine sahip olduğu tespit edilmiş, Womack (1996), Keane ve Runkle (1998), He (2009) ve Farooq ve Ali (2014) tarafından elde edilmiş sonuçlar ile uyumlu olduğu görülmüştür.

### Finansal Analist Tavsiyeleri ve Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki İlişkinin Yıllar ve Tavsiye Türü Açısından Analizi

Çalışmada ele alınan Ocak 2010 - Ocak 2018 dönemine ait yılların her biri ayrıca ele alınarak finansal analistlerin hangi yılda hangi tavsiye türünde daha başarılı olduğu da çalışma kapsamında ele alınmıştır. Finansal analistlere ait tavsiyeler, çalışma kapsamındaki yıllar için genel ekonomik trend, yıllar bazında ortaya çıkan gelişmeler bağlamında yıllık bazda ve tavsiye türleri açısından ele alınmış ve hangi tavsiye türünün hangi yılda daha yüksek performansa sahip olduğu da ayrıca analiz edilmiştir.

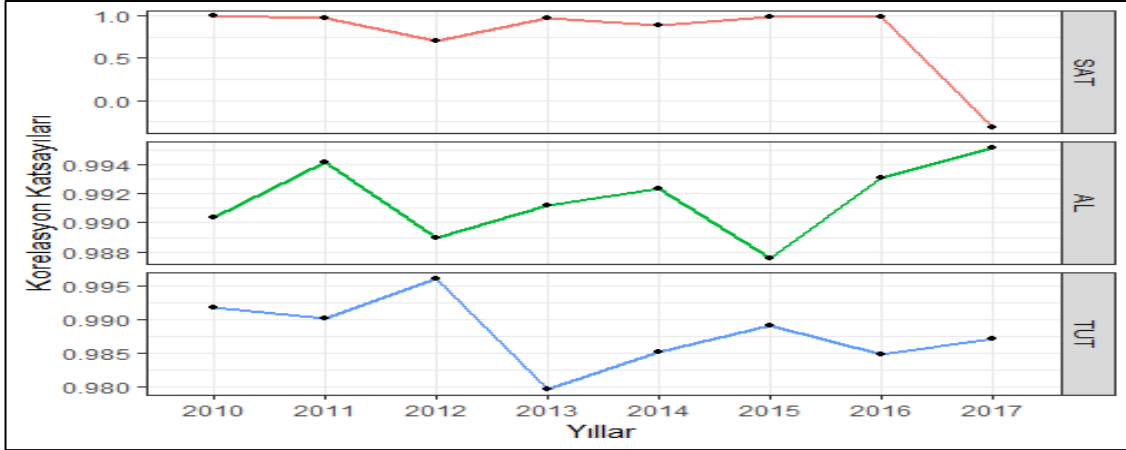
Tablo 3'te finansal analistlere ait hedef fiyat tahminlerinin, tavsiye türleri açısından bir hafta sonra oluşan gerçekleşmiş fiyatlara yaklaşma düzeyini yıllık bazda gösteren korelasyon sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 3.** Yıllar ve Tavsiye Türleri Açısından Tahmin Değerleri ile Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki Korelasyon Değerleri

TAHMİN DEĞERİ	YILLAR	TAVSİYE	r	TAVSİYE	r	TAVSİYE	r
		2010	Satın Al	0.990	Sat	0.993	Elde Tut
	2011	Satın Al	0.994	Sat	0.971	Elde Tut	0.990
	2012	Satın Al	0.989	Sat	0.695	Elde Tut	0.996
	2013	Satın Al	0.991	Sat	0.966	Elde Tut	0.979
	2014	Satın Al	0.992	Sat	0.892	Elde Tut	0.985
	2015	Satın Al	0.988	Sat	0.983	Elde Tut	0.989
	2016	Satın Al	0.993	Sat	0.983	Elde Tut	0.985
	2017	Satın Al	0.995	Sat	-0.315	Elde Tut	0.987

2017 yılı sat tavsiyesi dışındaki ( $r = -0,315, p = 0,024$ ) tüm katsayıların anlamlılık düzeyi  $p < 0,001$  düzeyindedir.

Tablo 3'teki bulgular ele alındığında satın alma yönündeki tavsiyelerin bir hafta sonraki gerçek fiyata en yüksek seviyede yaklaştığı ya da başarılı şekilde tahmin ettiği yılın 2017 yılı en başarısız tahminlerin gerçekleştiği yılın ise 2015 yılı olduğu görülmektedir. Elde tut yönündeki tavsiyelerin bir hafta sonra ortaya çıkan fiyatı en etkili şekilde tahmin ettiği yıl 2012, en başarısız tahminlerin gerçekleştiği yıl ise 2013 yılı olduğu görülmektedir. Pay senetlerinin satılması yönündeki tavsiyelerin gerçek fiyatı en yakın olacak şekilde tahmin ettiği yıl 2010 yılı, tahmin değerinden en uzak şekilde tahmin ettiği yıl ise 2017 yılı olarak ortaya çıkmıştır. Bulgular doğrultusunda 2017 yılında sat yönlü tavsiyeler için hedef fiyat tahminleri ile pay senetlerinin gerçekleşen fiyatların zıt yönde hareket etmekte oldukları tespit edilmiş, 2017 yılında satın alma yönündeki tavsiyeler en yüksek başarıya sahip iken sat yönlü tavsiyeler en düşük performansa sahip olmuştur. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da yer alan çalışma kapsamındaki pay senetleri için 2017 yılının yükselmekte olan bir trende sahip olduğu ifade edilebilmektedir. Hedef fiyat tahminleri ile gerçekleşen fiyatlar arasındaki ilişki yıllar ve tavsiye türleri bağlamında gruplandırılmış grafiği Şekil 5'te görülmektedir.

**Şekil 5.** Yıllar ve Tavsiye Türleri Açısından Analist Tahminleri ile Gerçekleşmiş Fiyatlar Arasındaki Korelasyon Değerleri

Şekil 5'te sat yönündeki tavsiyeler ve gerçekleşmiş fiyatlar arasındaki korelasyon değeri  $r=0,9$  düzeyinde bir trende sahip iken 2012 döneminde  $r=0,695$  seviyesine gerilemiş, daha sonraki dönemlerde tekrar  $r=0.9$  düzeyinde yer almış ancak 2017 yılında çok sert bir şekilde ve negatif bir korelasyon değerine sahip olacak şekilde ( $r=-0,315$ ) azalma göstermiştir. Tavsiye türleri açısından süreç boyunca en istikrarlı görünüme sahip tavsiye türü satın alma yönündeki tavsiyeler olup fiyat tahminlerinin gerçekleşen fiyatlara yaklaşma seviyesi  $r=0,988$  (2015 yılı) ve

$r=0,995$  (2017 yılı) arasında değişiklik göstermektedir. Sonuçlar çalışma kapsamındaki dönemde pay senetleri fiyatlarının ve genel ekonominin yükselmekte olan bir trende sahip olduğunu da göstermektedir.

## SONUÇ

Çalışmada, pay senetlerine yönelik yatırım tavsiyeleri ve hedef fiyat tahminleri sunan finansal analistlerin Borsa İstanbul verileri doğrultusunda performanslarının analizi amaçlanmıştır. Çalışma kapsamında, finansal analistler tarafından takip edilen şirketlerin pay senetleri için yayınlamış oldukları fiyat tahminleri ve finansal tavsiyeleri analiz edilerek, vade ve tavsiye türü açısından gerçekleşmiş fiyatlar ile uyumu ve analist performansları değerlendirilmiştir. Finansal analistlerin Ocak 2010 ve Ocak 2018 tarihleri arasındaki halka açık ya da üyelik yoluyla sundukları finansal tavsiyeler ve hedef fiyat tahminleri çalışmada ele alınmıştır. Kapsadığı dönem boyunca kesintisiz olacak şekilde dört farklı sektörden 35 şirkete ait pay senetlerinin ele alındığı bu çalışma hem verilerin büyüklüğü ve verilerin sağlandığı kaynakların çeşitliliği açısından, hem de elde edilen verilerin çeşitli kriterler ele alınarak analiz edilmesiyle Borsa İstanbul bünyesindeki yatırımlarda analistlerin etkinliğini analiz etmesiyle farklılık göstermektedir.

Çalışmada öncelikle finansal analistler tarafından raporlanmış fiyat tahminleri ve tavsiyelerin büyük bir kısmının satın alma yönündeki tavsiyelerden oluştuğu görülmüştür. Pay senetlerinin satılması yönündeki tavsiyelerin sadece %3,85'lik kısımda yer almış olması, çalışma kapsamında analiz edilen pay senetleri için tahmin ve tavsiyelerde bulunan finansal analistlerin genel olarak iyimserlik davranışı içinde olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda elde edilen bulguların Womack (1996), Keane ve Runkle (1998), Easterwood ve Nutt (1999), Michaely ve Womack (1999), Brav ve Lehavy (2003), Coen ve Desfleurs (2004), Agrawal ve Chen (2005), Cowen vd., (2006), Ljungqvist vd., (2007), Rothovius (2007) ve Martinez (2010) tarafından elde edilmiş sonuçlar ile örtüştüğü görülmüştür.

Analistlere ait pay senedi hedef fiyat tahminlerinin gerçekleşmiş fiyatlara ne ölçüde yaklaşmakta olduğu da çalışmada ele alınarak analiz edilmiştir. Finansal analistlerin hedef fiyat tahminlerinde ne ölçüde başarılı bir performans gösterdiğinin tespiti amacıyla değişkenler arasındaki ilişki korelasyon analizleri ile hesaplanmış, veri setinde yer alan tüm veriler ve tüm dönemler açısından genel olarak ele alınmıştır. Bulgular doğrultusunda, gerçekleşmiş fiyatlar ile hedef fiyat tahminleri arasında tahmin gerçekleştirildikten bir sonraki hafta dikkate alındığında pozitif yönlü, çok güçlü ve istatistiksel açıdan anlamlı ( $r=0,985$ ) korelasyon değeri elde edilmiştir. İki değişken arasındaki korelasyon katsayısının vade ilişkisi de dikkate alındığında korelasyon değerlerinin gittikçe azalmakta olan trende sahip olduğu görülmüş, bu bağlamda hedef fiyat tahminlerinin pay senedi gerçek fiyatları ile uyumunun kısa vadede daha güçlü olduğu, vade uzadıkça göreceli olarak daha düşük performansa sahip olduğu tespit edilmiştir.

Bulgular, finansal analistlere ait fiyat tahminlerinin gerçekleşen fiyatlara yaklaşma seviyesi açısından Givoly ve Lakonishok (1979), Womack (1996), Brav ve Lehavy (2003), Barber vd., (2006), He (2009), Farooq ve Ali (2014), Crawford vd., (2012) ve Franck ve Kerl (2013) tarafından yapılmış çalışmalarla uyum göstermiştir. Hedef fiyat tahminlerinin kısa vadede daha yüksek performansa sahip olması açısından ele alındığında ise Martinez (2010), Crawford vd., (2012), Leela ve Shanmugham (2014), Arand vd., (2015) ve Bedelova vd., (2017) tarafından yapılmış çalışmalar ile uyumlu olduğu görülmüştür.

Finansal analistler tarafından yatırımlara yön vermek üzere sunulan tavsiyelerin hangi türlerde daha başarılı olduğu, analistler tarafından sunulan satın al, sat ve elde tut tavsiyeleri açısından

ayrıca ele alınmış, pay senetlerine ait gerçek fiyatlar ile fiyat tahminleri arasındaki ilişkinin en güçlü olduğu tavsiye türünün satın alma yönündeki tavsiyeler olduğu görülmüştür. Elde edilen bulgularda analistlerin satın alma yönündeki tavsiyelerinin elde tut ve sat yönlü tavsiyelerden daha yüksek performansa sahip olması Womack (1996), Keane ve Runkle (1998), He (2009) ve Farooq ve Ali (2014) tarafından yapılmış çalışmalara ait bulgular ile uyumlu olduğunu göstermiştir.

Bulgular doğrultusunda analist tahmin ve tavsiyelerinin iyimserlik içermesi, tasarrufların finansal piyasaya yönelmesini sağlamak, daha güçlü ve etkin bir piyasanın oluşmasını organize etmek açısından önem arz etmektedir. Finansal piyasanın tasarruf sahipleri açısından cazip bir yatırım alanı haline gelmesi hem finansal analistlere olan ihtiyacı hem de finansal analistlerin kişisel ya da kurumsal getirileri artırması açısından önemlidir. Dolayısıyla analistlerin piyasa lehinde pozitif görüşe sahip olmaları kaçınılmazdır. Ayrıca analistlerin özellikle satın alma yönündeki tavsiyelerinin çokluğunun ve satın alma yönündeki tavsiyelerin daha yüksek performansa sahip olmasının, Türkiye ekonomisinde yıllık büyüme oranlarının en yüksek olduğu dönemlerde gerçekleşmesi, finansal analistlerin dışsal faktörleri de analiz ederek raporlarına yansıtabilmiş olmaları açısından önem arz etmektedir.

Çalışmada kullanılan veriler doğrultusunda elde edilen sonuçlar, Borsa İstanbul'daki şirketlere ait pay senetleri hakkında tahmin ve tavsiyelerde bulunan finansal analistlerin yatırımcıların getiri elde etmelerinde faydalı olduklarını ve ortaya çıkması beklenen fiyatı tahmin etmede başarılı olduklarını göstermektedir. Sonuçlar finansal analistlerin özellikle tahmin gerçekleştirildikten sonraki bir hafta içinde (kısa vadede) gerçekleşen fiyata en etkili şekilde yaklaşmış olduklarını ve satın alma yönündeki tavsiyelerde başarılı olduklarını göstermiş, analist tahmin ve tavsiyelerinin genel anlamda başarılı bir performansa sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Sonuçlar doğrultusunda, finansal analistlere ait raporların daha fazla kullanıcıya ulaşmasının sağlanması, sistematik şekilde kayıt ve yayın sistemine sahip olması halinde yatırım potansiyeline sahip ancak yeterli tecrübesi ve güveni bulunmayan yatırımcılara ait fonların finansal piyasalara yönlendirilmesi mümkün hale gelebilecektir. Sonraki çalışmalarda finansal tahminlerin şirketlerin yer aldığı sektör, konum, sermaye miktarı, pazardaki büyüklüğü gibi faktörler açısından sınıflandırılarak ele alınması da finansal analist raporlarının değerlendirilmesinde ayrı bir bakış açısı katacaktır. Yeterli miktarda veri elde edilebilmesi halinde, bir aracı kurum bünyesinde faaliyet gösteren finansal analistler ile bağımsız şekilde faaliyet gösteren analistlere ait raporların karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi, analist tahminlerindeki yanlılık ve analist kararlarını etkileyen faktörlerin tespiti açısından literatüre katkı sağlayacaktır.

## KAYNAKÇA

Agrawal, A. and Chen, M. A. (2005). Analyst Conflicts and Research Quality. *Robert H. Smith School Research Paper No. RHS, 06-042*.

Altındaş, Ş. Ö. (2008), *Finansal Tavsiyede Bulunanların Sorumluluğu Yeterlik Etüdü*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yayını.

Altinkılıç, O., Balashov V. S. and Hansen R. S. (2013). Are Analysts' Forecasts Informative to The General Public?. *Management Science*, 59(11), 2550-2565.

Antonio, R. M., Lima, F. G. and Junior, T. P. (2015). Stock Recommendations and Investment Portfolio Formation: A Study in the Brazilian Market. *Contaduría y Administración*, 60(4), 874-892.

- Arand, D., Kerl, A. and Walter, A. (2015). When Do Sell-Side Analyst Reports Really Matter? Shareholder Protection, Institutional Investors and the Informativeness of Equity Research. *European Financial Management*, 21(3), 524-555.
- Barber, B. M., Lehavy, R., McNichols, M. and Trueman, B. (2006). Buys, Holds, and Sells: The Distribution of Investment Banks' Stock Ratings and the Implications for The Profitability of Analysts' Recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 87-117.
- Barniv, R. R., Chen, M. and Li, W. (2020). The Market Reaction to Analyst Stock Recommendation and Earnings Forecast Consistency: International Evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 39, 1-18.
- Bedelova, L., Yıldız, Y. ve Karan, M. B. (2017). Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (74), 97-118.
- Berkman, H. and Yang, W. (2019). Country-Level Analyst Recommendations and International Stock Market Returns. *Journal of Banking and Finance*, 103, 1-17.
- Brav, A. and Lehavy, R. (2003). An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-Term Informativeness and Long-Term Dynamics. *The Journal of Finance*, 58(5), 1933-1967.
- Brauer, M. and Wiersema, M. (2018). Analyzing Analyst Research: A Review of Past Coverage and Recommendations for Future Research. *Journal of Management*, 44(1), 218-248.
- Coen, A. and Desfleurs, A. (2004). The Evolution of Financial Analysts' Forecasts on Asian Emerging Markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 335-352.
- Cowen, A., Groysberg, B. and Healy, P. (2006). Which Types of Analyst Firms Are More Optimistic?. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 119-146.
- Crawford, S., Gray, W. R., Johnson, B. and Price, R. A. (2012). Do Buy-Side Recommendations Have Investment Value?. In *AFA 2013 San Diego Meetings Paper*.
- Du, N. and Budescu, D. V. (2018). How (Over) Confident Are Financial Analysts?. *Journal of Behavioral Finance*, 19(3), 308-318.
- Easterwood, J. C. and Nutt, S. R. (1999). Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction Or Systematic Optimism?. *The Journal of Finance*, 54(5), 1777-1797.
- Erdogan, O., Palmon, D. and Yezegel, A. (2010). Performance of Analyst Recommendations in The Istanbul Stock Exchange. *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, 3(3), 23-27.
- Farooq, O. and Ali, L. I. (2014). Value of Analyst Recommendations: Evidence from The Mena Region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7(3), 258-276.
- Field, A., Miles, J. and Field, Z. *Discovering Statistics Using R* (2012). *Great Britain: Sage Publications, Ltd*, 958.
- Fjeldsted, J. (2005). *Do Analysts and Financial Journalists Provide Value-Added Information to Private Investors*. Aarhus: Business School of Aarhus Working Paper.
- Franck, A. and Kerl, A. (2013). Analyst Forecasts and European Mutual Fund Trading. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2677-2692.
- Givoly, D. and Lakonishok, J. (1979). The Information Content of Financial Analysts' Forecasts of Earnings: Some Evidence on Semi-Strong Inefficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 165-185.

- He, P. W. (2009). *The Investment Value of Australian Security Analyst Recommendations: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*. Sydney: The University of Sydney Business School.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D. and Lee, C. M. (2004). Analyzing The Analysts: When Do Recommendations Add Value?, *The Journal of Finance*, 59(3), 1083-1124.
- Keane, M. P. and Runkle, D. E. (1998). Are Financial Analysts' Forecasts of Corporate Profits Rational?. *Journal of Political Economy*, 106(4), 768-805.
- Leela, M. L. and Shanmugham, R. (2014). A Study on Analysts' Recommendations and Stock Price Performance: An Empirical Study. *International Research Journal of Business and Management*, 3, 11-31
- Lin, M. C. (2018). The Effect of 52 Week Highs and Lows on Analyst Stock Recommendations. *Accounting and Finance*, 58(1), 375-422.
- Ljungqvist, A., Marston, F., Starks, L. T., Wei, K. D. and Yan, H. (2007). Conflicts of Interest in Sell-Side Research and The Moderating Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 420-456.
- Martinez, A. L. (2010). Analysts' Recommendations and Stock Performance: An Empirical Study of Brazilian Public Companies. *Available at SSRN 1621013*.
- Michaely, R. and Womack, K. L. (1999). Conflict of Interest and The Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *The Review of Financial Studies*, 12(4), 653-686.
- Park, S. J. and Park, K. Y. (2019). Can Investors Profit from Security Analyst Recommendations?. *Finance Research Letters*, 30, 403-413.
- Rothovius, T. (2007). Analyst Self-Confidence and Forecast Rationality. *Available at SSRN 967419*.
- So, E. C. (2013). A New Approach To Predicting Analyst Forecast Errors: Do Investors Overweight Analyst Forecasts?. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 615-640.
- Şahin, Y. (2020). *Finansal Analist Hedef Fiyat Tahminleri ve Finansal Tavsiyelerin Analizi: Borsa İstanbul Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Womack, K. L. (1996). Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?. *The Journal of Finance*, 51(1), 137-167.