



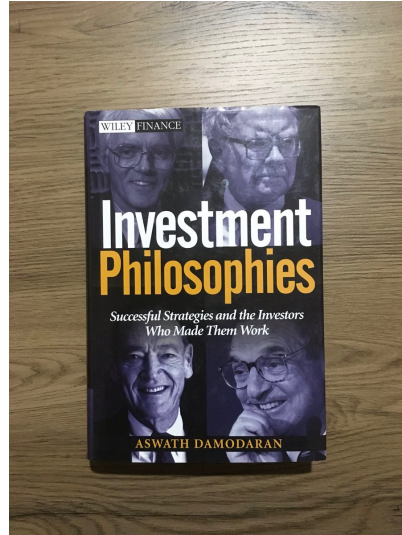
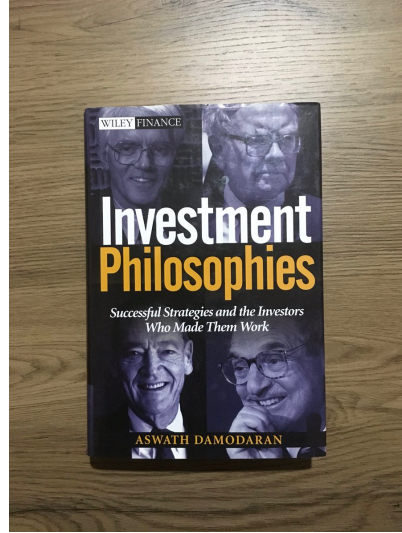
İbrahim Balkış

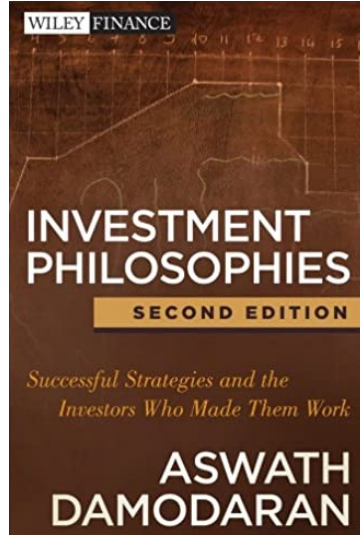
@ibrahimbalkisfi

24-12-2020

16:44

1) Selamlar herkese, bugün, okumayı yeni bitirdiğim, Damodaran hocanın kallavi kitaplarından Investment Philosophies'den biraz bahsetmek istiyorum. Aslında okuma öncesi beklentime göre çok farklı bir kitap çıktı. Ben yatırım gurularının stillerinin incelenip, buna göre bir





2) strateji oluşturma hususu üzerinde duran bir kitap beklerken, ders kitabına yakın, akademik literatürle desteklenmiş, çok boyutlu ve derin bir kitap çıktı. Fotoğrafta ilk edisyonu var fakat ben ikinci ve güncel olan edisyonu okudum. Biraz da yoruldum. Çünkü 600 sayfalık

3) hacimli bir eser. 14 bölümden oluşan kitap; yatırım felsefesi, risk nedir, muhasebenin temelleri, değerleme, alım/satım masrafları ve vergiler, yatırım stratejilerinin test edilmesi, fiyat örüntüleri ve hacimler, değer yatırımcılığı, büyüme yatırımcılığı, bilgi odaklı

4) yatırımcılık, arbitraj, piyasalarda zamanlama, endeks fonları ve yatırım felsefesinin seçimi alt başlıklarına sahip. Aslında bu kitabı tam analiz edebilmek için belki de 500 tweetlik çok uzun bir seri yapmam gerekirdi, ancak hem okuma zorluğu hem de fazla detaya boğulmamak

5) adına bir miktar kısa tutmaya çalıştım, lakin bu haliyle bile biraz uzun oldu. :) Öncelikle şunu belirteyim, anlatımda bölüm sonlarında bulunan yatırımcılara dersler kısmı üzerinden gittim, gerek gördüğüm yerlerde bölüm içi eklemeler yaptım. şimdi başlayalım. İlk kısım

6) yatırımcının, başka yatırımcıların ne yaptığını bilmesinden ziyade, kendini bilmesi gerektiği vurgusuyla başlıyor. Kitabın ismi olan "Yatırım Felsefesi" kısaca piyasalar hakkında tutarlı bir yolla düşünebilme yetisi ve bunu yaparken de piyasa işleyişini (zaman zaman da

7) işlemeyişini) anlamak ve hatalı yatırımcı davranışlarının farkına varmak. Burada strateji yoksunluğu, yatırımcıyı günümüz hızla değişen yatırım dünyasında oradan oraya savrulabileceğini, bunun da, bugünlerde bizim Twitter'da olduğu gibi, şarlatanların suistimaline daha açık

8) hale getireceği, muhtelif stratejiler arası geçişler yüzünden olası portföy ayarlamaları sebebiyle artan işlem maliyetleri ile vergilerin artabileceği ve risk algınız, yatırım amaçlarınız ve kişisel özelliklerinize uygun olmayan stratejilere bir kayma yaşayabileceğiniz

9) hususlarına değinilmiş. Yatırım felsefesinin kategorizasyonu; piyasa zamanlaması vs. fiyat

odaklı varlık seçimi (ucuz hissenin bulunup, asıl değerine ulaşmasının beklenmesi.), aktivist vs pasif yatırımcılık, kısa vs uzun vade yatırımcılığı şeklinde yapılıyor. Damodaran Hoca

10) kendimiz için bir strateji geliştirirken 3 aşamalı bir model öneriyor. 1. Risk ve Değerleme konularının temellerini anlamak 2. Piyasanın nasıl çalıştığına ve nerede bozulduğuna dair bir bakış açısı geliştirmek, 3. ve son aşamada risk algısına, portföy büyüklüğüne, yatırım

11) vadesine ve vergi durumuna en uygun yatırım felsefesini oluşturmak. Tüm bunları yaparken de kendi güçlü ve zayıf yönlerimizin farkına vararak, bunlara göre hareket etmek. 2. bölümde "risk" anlatılmış. Risk finansta temel olarak beklediğimiz miktardan sapan getiriye

12) niteleyen bir ilişki olarak tanımlanıyor. Tabi burada bu ilişki hem aşağı hem yukarı yönlü olduğu için riskin simetrik varsayıldığı konusu da belirtiliyor. Risk firmaya özgü (yalnızca ilgili şirketi ilgilendiren) ve piyasa geneli (hemen hemen tüm şirketleri

13) ilgilendiren) olmak üzere ikiye ayrılıyor. Bu kısımda firmaya özgü riskin çeşitleme (diversification) ile azaltılabileceği üzerinde duruluyor. Mesela 15+ hisselik bir portföyde, tekil bir hissenin genele negatif etkisi kısıtlı olacaktır. Bu da sizi, beklenmedik şirket bazlı

14) düşüşlerde pek fazla etkilemeyecektir. Bu bağlamda, tanımı gereği simetrik olan risk yeterince iyi çeşitlendirilmiş portföyde minimize edilecektir. Bu da küçük yatırımcıların şirket bazlı risklerden kendisini koruyabileceği anlamına gelmektedir. Buna karşın, maalesef

15) etki edemeyeceğimiz ve "non-diversifiable" olarak nitelenen; bütünü etkileyen piyasa riski (market risk) kavramı var. Bunu ölçmek için meşhur "Capital Asset Pricing Model" kullanılıyor. Modelde; beklenen getiri "Risksiz getiri + β x Risk Primi" olarak tanımlanıyor.

16) Burada en önemli metrik oynaklığı (volatility) yani riski ölçen β . Piyasanın kendi β 'sı 1 kabul edilirken, 1'den büyük β 'ya sahip hisseler görece riskli, 1'den küçük olanlar görece risksiz olarak sınıflandırılıyor. Burada β ile ilgili şu hususları da vereyim, kendisi

17) tekil (overall) riskin ölçütü değil, hissenin makroekonomik riske karşı ölçütü. β her ne kadar regresyon analizi ile ölçülse de istatistiksel bir ölçüt değil, şirketin makroekonomik riske maruz kalan temellerinin (fundamentals) ölçütüdür. β görece bir risk ölçümüdür ve

18) hakikat (fact) değil, tahmindir. Son olarak yatırımın kalitesini değil, "riski" ölçer. Burada, özellikle vermek istediğim ve temerrüt (default) riskini ölçen bazı muhasebe oranları var. Bunlar FAVÖK/Satışlar, ROIC, Faiz Karşılama Oranı, FAVÖK/Faiz Giderleri,

19) (Faaliyet Karı+Amortisman)/Borç, Serbest Nakit Akışları/Borç, Borç/FAVÖK, Borç/Özkaynak, İndirgenmiş Nakit Akışları/Borç. 3. bölüm temel muhasebe tablolarını anlatıyor. Bu kısımda bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosunun genel çerçevesi çizilmiş.

Bilançonun

20) geçmişin bir aynası olduğu, fakat yatırımcının amacının geleceği tahmin etmek olduğu hususu, muhasebenin firmalar tarafından suistimal edilebileceği, firmalar yaşlandıkça bilançodaki varlıkların defter değerinin gerçekçiliğini kaybettiği hususu, şirketlerin bilanço dışı

21) yükümlülüklerinin kritik önemde olduğu, bilhassa buradaki borçların dikkatle izlenmesi gerektiği ve finansal tablolarındaki dipnotların tabloların kendinden daha fazla önem arz ettiği vurgulanmış. 4. bölüm değerlemeye ayrılmış. Bu kısmın güzel yanı şu; yalnızca hisse

22) senetleri değil bono ve tahvil değerlemesi de mevcut. Tabi buraya formülasyonları tek tek almak akışı çok uzatacağı için ben bazı önemli noktalara değinmek istiyorum. İlk konu: Nakit akışı üreten her varlığın riskine bağlı indirgeme oranıyla değerlemesinin yapılabileceği

23) konusu. Firma değerlemesinin varolan yatırımlardan üretilecek nakit akımları, bu akımların ekonominin genelinden daha hızlı büyüyeceği zamanın tahminlenmesi, büyümenin yavaşlayarak uzun vadeli ekonominin büyüme hızına düştüğü yılların belirlenmesi ve nakit akışlarının ne

24) kadar riskli olduğuyla ilgili 4 farklı değişkene bağlı olduğu anlatılmış. Buna ek olarak, piyasaki diğer şirketlere bakarak mukayeseli bir yaklaşımla rölatif şirket değerlemesi aktarılmış. 5. bölüm masraf ve vergileri açıklamak (ABD özelinde) üzerine kurulu.

25) Bu kısım genelde göz ardı edilmesine rağmen mutlaka dikkat edilmesi gereken zımni masraf/giderlere de vurgu yapıyor. Bunlar alım-satım makası ve portföy büyüklüğüne göre hisse fiyatına olası etki ihtimali (fiyatı yukarı çekme ihtimali de diyebiliriz.) 6. bölüm yatırım

26) stratejilerinin test edildiği bölüm. O yüzden buraya biraz daha fazla zaman ayırmak istedim. Burada ilkin etkin piyasalar hipotezi anlatılıyor. Tanımı: piyasanın bir hisseye her zaman doğru değer (true value) biçemeyeceği ancak bu yanlış değer piyasadaki rastgele

27) bulunabileceği anlamını taşıyor. Buna bağlı olarak bu hipotez; yatırımcıların piyasada bulunan hisseler arasından esas değerinden düşük ya da yüksek değerde olanları sürekli şekilde tespit edemeyeceğini savlıyor. E tabi bu sebeplerle, değerlendirme yapmanın, endeks dışı

28) portföy kurmanın ve al/sat yapmanın beyhude olduğunu vurguluyor. :) Şimdi geldik bu hipotezin en büyük meydan okuması olan davranışsal finansa. Burada Shiller'in Irrational Exuberance kitabından alınan çok güzel psikolojik deneyler var, bunlara bir miktar girmek istiyorum.

29) (Bu kısımdaki tabirlerin bazılarını maalesef iyi şekilde Türkçeleştiremedim, o sebeple olduğu gibi aktaracağım.) İlk sırada The Need for Anchors denen insan doğasının karar

verirken tanıdığı/bildiği şeyleri referans alıp ona göre hareket ettiği davranış biçimi var.

Kahneman

30) ve Tversky insanlara 1 ile 100 arasında değer alan bir çarkifelek çevirtiyorlar ve çarkifelekten bağımsız zor bir soru soruyorlar. Örneğin Antik Mısır'da et yeme oranı nedir? Deneyde çarkifelekte gelen rakam 10 olduğunda cevaplar %15 - %20 civarı çıkarken, çarkifelek 60

31) gelirse cevap %45 - %50 arası oluyor. Shiller bu konuyla ilgili açıklamasında halka açık şirketlerin değerlemesi yapılırken piyasa fiyatına yakın değer bulmaya eğilimin bu davranış biçiminden geldiğini savunuyor. İkinci deney Hikayenin Gücü (The Power of Story). Burada

32) Tversky ve arkadaşları tarafından yapılan deneyde, deneklere 2 farklı aile, çeşitli özellikleriyle birlikte aktarılıyor ve çocuğun velayetinin hangi aileye verilmesi gerektiği soruluyor. Burada ilk aile her haliyle ortalama olarak aktarılırken, ikinci ailenin hem pozitif hem

33) negatif yönleri vurgulanarak anlatılıyor. Deneklerin %64'ü 2. aileyi seçiyor. Benzer özelliklere sahip bir başka gruba aynı şekilde aile bilgileri aktarılıyor ve çocuğun velayetinin kime verilmemesi gerektiği soruluyor. El cevap, yine 2. aile :). Yani sayısal gerçeklerden

34) ziyade güçlü hikayeler insanlar arasında daha çok yer ediniyor. :) 3. bir davranışsal eğilim Fazla Özgüven ve İçgüdüye Bağlı hareket etme (Overconfidence and Intuitive Thinking). Buna göre insanlar arkadaşları, akrabaları ve tanıdıklarıyla konuşurken çok iyi bilmedikleri

35) konular hakkında dahi özgüven patlamasıyla ve içgüdülerine fazla güvenerek hareket etme eğiliminde. Slovic ve arkadaşları tarafından yapılan bir deneyde insanlara net cevapları olan hakikate (fact) dayalı sorular soruluyor ve insanlar sürekli şekilde tahmin yeteneklerini

36) abartıp ona göre cevap veriyorlar. Aslında doğru olarak düşündükleri şeylerin %20'sinde tamamen yanılığın içindeler. 4. bir davranış biçimi Sürü Psikolojisi/Davranışı (Herd Behavior). Burada insanların kalabalıkla birlikte hareket etmeye meyilli oluşu anlatılıyor. Asch bu

37) konuyla ilgili çok güzel bir deney yapmış. Bir deneğe grup içinde cevabı aşikar olan bir soru soruyor, grubun diğer üyeleri bilerek yanlış cevap veriyor. Bunları gören denek her 3 sorudan 1'inde doğru bildiği şeye kalabalığa uyararak yanlış cevap veriyor. Bu davranışsal eğilim

38) piyasalarda en sık görülen tür bence. Halka arzlardan tutun, spekülasyon hisselerin şişmesine kadar hemen her alana sızmış vaziyette. 5. davranışsal finans başlığı hataların kabulünde isteksizlik (Unwillingness to Admit Mistakes). Burada insanlar başarılarıyla görünür olmayı

39) hatalarıyla yüzleşmekten çok daha fazla istemesi irdeleniyor. Bu konuda Shefrin ve Statman çok güzel bir araştırma yapmışlar. Çalışmada yatırımcıların kayıplarını uzun süreyle tuttukları, kazançlarını ise kısa sürede ellerinden çıkardıkları sonucu ortaya çıkmış. Bir başka

40) çalışma da yatırımcılar bir yıl içinde kayıplarının %9.8'ini realize ederken, kazançlarının %14.8'ini realize ettikleri bulgusuna ulaşmış. Bu konuyu biz de Bizim borsa üstadlarından iyi biliyoruz, taban giden hisseyi sahiplenen hiç görmedik, lakin tavanlar herkesin dilinde.

41) Burada Framing, Loss Aversion, House Money Effect, Break-even Effect ismiyle bilinen ve davranışsal finansın değirmenine su taşıyan diğer yatırımcı davranış biçimleri de mevcut fakat çok uzatmamak adına isimlerini yazıp geçiyorum. Bu bölümde konu farklılaşıyor ve performans

42) ölçümüne geliyor. Burada "Ortalama Getiri/Standart Sapma" işlemiyle ölçülen ve alınan riske karşılık edinilen kazancı ölçen Sharpe Oranı anlatılıyor. Bu oran yükseldikçe başarı iyileşiyor, çünkü alınan risk başına kazanç artıyor demek. Buna ek olarak Treynor Endeksi var.

43) Bu da (Getiri-Risksiz Getiri Oranı)/Beta formülüyle bulunuyor. Bu formül alınan riske göre sağlanan ek getiriyi (excess return) ölçmemizi sağlıyor. Bir örnek vermek gerekirse; Ortalama piyasa getirisi %11 ve risksiz getiri oranı %4 iken, %12 getiri elde eden ve 1.2 β 'ya

44) sahip bir portföyün Treynor Endeksi $(0.12-0.04)/1.2 = \%6,67$ olur. Piyasanın Treynor endeksi ise $(0,11-0.04)/1 = \%7$ olarak hesaplanıyor ve buna göre portföy piyasaya göre kötü performans göstermiş yorumu yapılıyor. Burada bir stratejiye nasıl şüpheli yaklaşmak gerektiği adım

45) adım anlatılmış. Şöyle ki strateji test edilip uygulanabilir mi? Test adil mi? (Yani yalnızca piyasa yukarı giderken değil de aşağı giderken de analiz edilebilir mi?) İstatistiksel olarak anlamlı mı? Ekonomik olarak anlamlı mı? Daha önce denenmiş mi? sorularına cevaplar

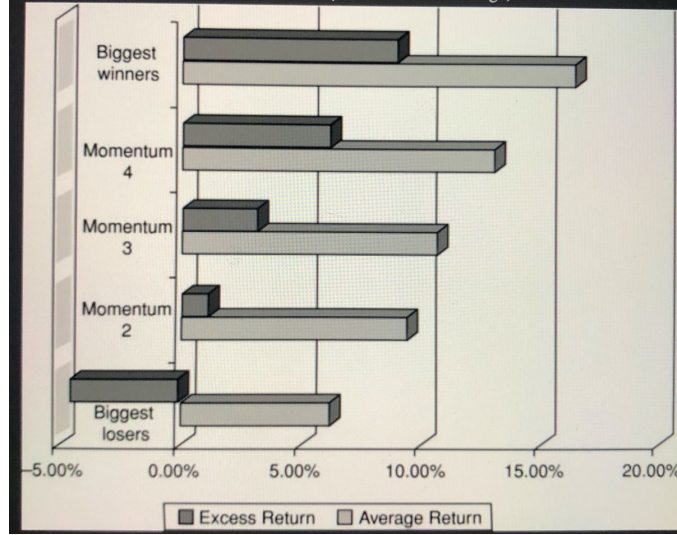
46) bulmak gerektiği vurgulanmış. Bu bölümün derslerinde: Etkin olmayan piyasanın daha az likidite ve kullanılabilir bilginin daha az olduğu zamanlarda daha fazla ortaya çıktığı belirtilmiş. Ayrıca etkin olmayan piyasanın olduğu durumlarda piyasada esas değerinden düşük kalan ve

47) aşırı değerlendirilen şirketlerin bulunabileceği gibi hususlar var. 7. Bölüm, fiyat örüntüleri, hacimler ve teknik analize ayrılmış durumda. Burada bahsedilen çok kısa vadeyi es geçiyorum. Orta vadede fiyat momentumu olarak bilinen; geçmiş yılın getirisiyle içinde bulunulan yılın

48) getirisi arasında pozitif korelasyon olduğunu tespit eden çeşitli çalışmalar var. Mesela Jegadeesh ve Titma tarafından yapılan bir çalışma son 6 ayda yükselen hisselerin yükselmeye

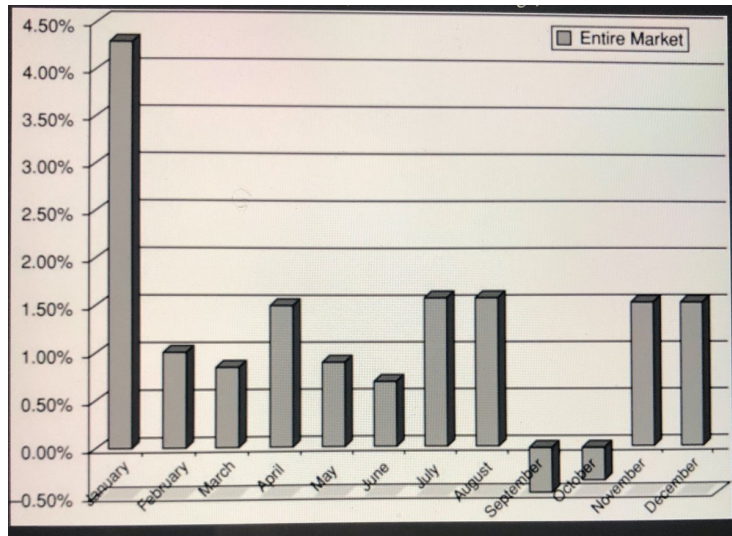
devam ettiği, son 6 ayda düşen hisselerin ise düşmeye devam ettiği şeklinde bir sonuca ulaşmış.

49) 1927 - 2010 yılları arasında Amerikan hisse senetleri üzerinde yapılan bir diğer araştırma önceki yıl performansının sonraki yıl performansını tahmin edebildiği sonucuna ulaşmış. Şekilden de görüldüğü üzere geçen sene en çok yükselenler, bu sene de en fazla ek getiri



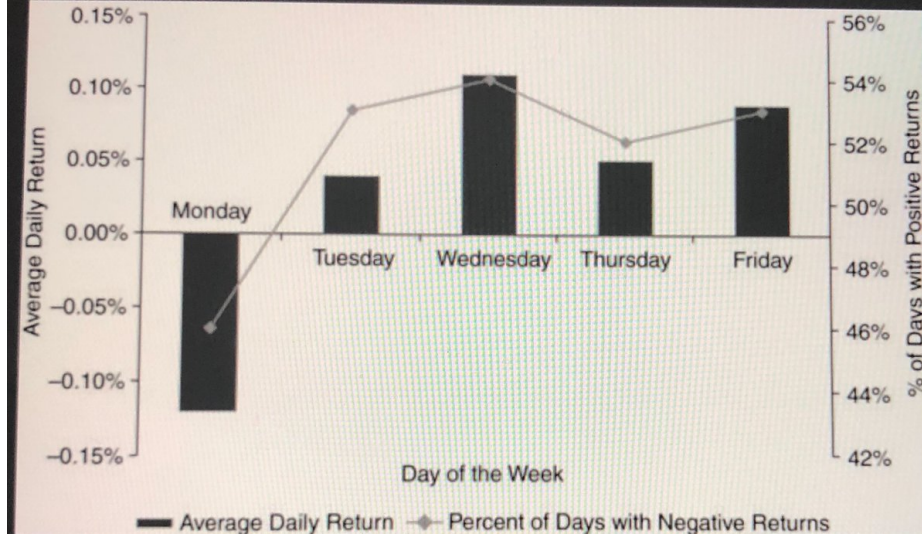
50) sağlayanlar. Uzun vadede ise durum değişiyor. Bu sefer 5 yıllık yapılan analize göre Fama ve French hisse getirileri arasında negatif korelasyon buluyorlar, özellikle de düşük piyasa değerine (small cap) sahip hisselerde bu durum daha da negatif. Bir diğer husus Ocak Etkisi

51) (January Effect) diye bilinen ve şekilde de görülen getirilerin (yaklaşık %4) Ocak ayında diğer aylara göre çok daha fazla olması. Burada yine düşük piyasa değerine sahip hisselerde bu getiriler (yaklaşık %10) daha ciddi. Yaz Baygınlığı (Summer Swoon) denen bir diğer olgu var



52) Buna göre Yaz aylarında (Mayıs - Ekim) getiriler Kış aylarına (Kasım - Nisan) göre daha düşük. Haftasonu Etkisi (Weekend Effect): Pazartesi günü getirilerinin, şekilde görüldüğü üzere, diğer günlere göre daha fazla negatif olması. 8. Bölüm Değer Yatırımcılığına

odaklanıyor.



53) Burayı önceki birçok akışımda aktardığım için bir miktar kısa geçeceğim. Yalnız Graham'ın Security Analysis kitabında vurguladığı, değeri düşük kalmış hisseleri bulurken kullandığı 10 temel kurala değinmek istiyorum. 1. Kazanç/Fiyat oranı AAA notlu bono getirisini en az ikiye

54) katlamalı. 2. F/K oranı geçmiş 5 yıldaki ortalama F/K'nın %40'ından daha düşük olmalı. 3. Kârpayı getirisi, AAA notlu bononun 2/3'ünden fazla olmalı. 4. Piyasa Değeri, Defter Değeri-Maddi Olmayan Duran Varlıklar'ın 2/3'ünden az olmalı. 5. Piyasa Değeri Net Dönen Varlık

55) Değerinin 2/3'ünden düşük olmalı 6. Borç/Özkaynak oranı 1'den küçük olmalı. 7. Dönen Varlıklar Kısa Vadeli Yükümlüklerin 2 katından fazla olmalı. 8. Borç Net Dönen Varlıklardan daha az olmalı. 9. 10 yıllık hisse başına kâr büyümesi %7'den fazla olmalı. 10. 2 yıldan daha fazla

56) kâr düşüşü olmamalı. (Bu kriterlerin 1930lardan kalma olduğunu da belirteyim. Yani biraz zor olabilir bunlara uyan hisse bulmak.) Buna ek olarak iyi değer yatırımcılarının orta/uzun vadeli yatırım (en azından 3 yıl) yapması gerektiği ve kısa vadeli fiyat oynaklıkları ile kötü

57) haberlere dayanabilecek sabırlarının olması gerektiği dersleri var. 9. bölüm büyüme hisselerine ayrılmış durumda. Ders olarak; tahminleme yetkinliği ve buna bağlı fiyatlamının çok önemli olduğu ve büyüme döngülerinin (growth cycles) tespitinin çok faydalı olacağı hususu

58) aktarılmış. 10. bölüm haber bazlı alım/satım yapma fikri üzerine kurulu. Burada güvenilir kaynağın bulunması, sınırları ve içeriği iyi belirlenmiş bir strateji kurulması, disiplin ve al/sat maliyetlerine azami dikkat edilmesi hususları aktarılmış. 11. bölüm Arbitrajı

59) anlatıyor. Bu konu burada anlatabilmek için bir miktar derin, o sebeple detay vermeden es geçeceğim. 12. bölüm piyasada zamanlama ile ilgili. Bu konuyla ilgili attığım bir tweet serisi vardı, onu buraya alıyorum. Brinson tarafından yapılan bir çalışmada piyasa profesyonelleri

60) tarafından yönetilen fonların çeyreklik performans farklılıkları %93.6 oranında portföy içeriğindeki varlık tahsisine bağlı değişimle açıklanabiliyor. (Hisse, bono, emtia vb. artırıp, azaltma.) Yatırım ve emeklilik fonlarındaki getiri farklılıklarını açıklamada, varlık

61) tahsisinin %60, zamanlamanın %40 etkili olduğu belirleniyor. Bu bağlamda; zamanlama yapmak için her 3 girişimin 2'sinde başarılı olmak gerektiği, doğru zamanlama yapmayı başaran rol modellerin pek fazla olmadığı hususlarına da değinilmiş. 13. bölüm endeksleme üzerine kurulu.

62) Burada temelde endeksi takip eden bir fon alıp minimum eforla en azından endekse paralel getiri elde etme şansına erişiyorsunuz. Bu tip fonların avantajı, yönetim ücretleri oldukça düşük ve alım satım maliyetleri yapılan işlem sayısının azlığına koşul olarak oldukça az.

63) Yalnız ben, Türkiye'de Haydar Acun Bey'in de bir söyleşinde belirttiği gibi endekslemenin pek işe yaramadığını, hala hisse seçimi yapılabileceğini düşünüyorum. Bu bağlamda zaman ve emek harcamak istemiyorsanız hisse senedi yoğun fonlar araştırılabilir. Son bölüm ise yol

64) haritası çizmek ve doğru yatırım felsefesini seçmek üzerine kurulu. Burada öncelikle insanın kendini tanıması gerekiyor. Sabır, risk algısı, bireysel/grup odaklı düşünme, araştırmaya ayrılacak zaman ve yaş faktörleri ayrı ayrı öneme sahip. Buna ek olarak kişinin finansal

65) durumunu etkileyen parametreler de önem arz ediyor. Özellikle çalışılan işin devamlılığı, gelir miktarının artırılabilir olup olmaması, nakde olan ihtiyaç, vergi hususu ve kişinin piyasa algısı strateji oluştururken göz önünde bulundurulmalı. Mevzu bahis parametrelerin ortaya

66) konmasından sonra Damodaran hoca vade, sermaye ihtiyacı ve piyasa algısına en uygun strateji seçimi yapılmalıdır diyor ve burada bitiriyorum. Bu kitabı, Amerikan borsalarına yatırım yapmak isteyen herkese mutlaka öneririm, akademik çalışmalarla desteklendiği için çok ufuk

67) açıcı. Genel yatırımcı kitlesine başlangıç için bir miktar ağır gelse de orta/ileri düzey için gayet hoş bir kitap. Herkese iyi akşamlar diliyorum.

Tivitiko - The most beautiful shape of tweets!

Continue to read: <https://tivitiko.herokuapp.com/thread/0ejYgZ.html>