



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe ve Finans

**ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ DEĞERİ
ÜZERİNE ETKİSİ**

Leyla BADALOVA

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2016

ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ

Leyla BADALOVA

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

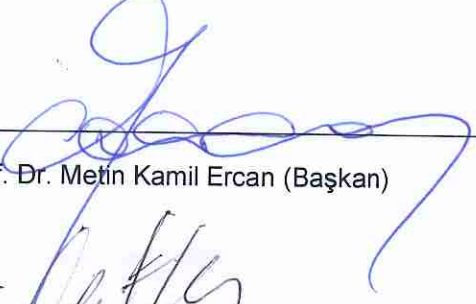
Muhasebe ve Finans

Yüksek Lisans Tezi

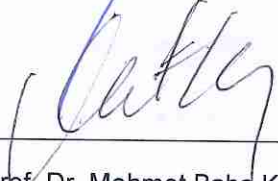
Ankara, 2016

KABUL VE ONAY

Leyla Badalova tarafından hazırlanan "Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi" başlıklı bu çalışma, 19.12.2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.




Prof. Dr. Metin Kamil Ercan (Başkan)



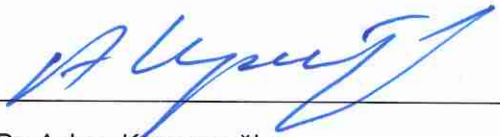
Prof. Dr. Mehmet Baha Karan (Danışman)



Prof. Dr. Mustafa Ömer İpci



Doç. Dr. Gökner Büyükara



Doç. Dr. Ayhan Kapusuzoğlu

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.

Prof. Dr. Sibel Bozbeyoğlu

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

19.12.2016



Leyla BADALOVA

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kâğıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

- Tezimin/Raporumun tamamı dünya çapında erişime açılabilir ve bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir.**
(Bu seçenekle teziniz arama motorlarında indekslenebilecek, daha sonra tezinizin erişim statüsünün değiştirilmesini talep etmeniz ve kütüphane bu talebinizi yerine getirirse bile, teziniz arama motorlarının önbelleklerinde kalmaya devam edebilecektir)
- Tezimin/Raporumuntarihine kadar erişime açılmasını ve fotokopi alınmasını (İç Kapak, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) istemiyorum.**
(Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir, kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir)
- Tezimin/Raporumun.....tarihine kadar erişime açılmasını istemiyorum ancak kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisinin alınmasını onaylıyorum.**
- Serbest Seçenek/Yazarın Seçimi**

23 / 01 / 2017



Leyla BADALOVA

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu, Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.



Leyla BADALOVA

ÖZET

BADALOVA, Leyla. *Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2016.

Çalışmanın amacı, hisse senetleri BİST`de işlem gören şirketlere yönelik aracı kurumların yaptığı öneri ve tavsiyelerin hisse performansına etkisini incelemektir. Mevcut çalışmada hedeflerden biri de söz konusu etki üzerinden piyasanın yarı güçlü formda etkin olup olmadığını ortaya koymaktır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan analizde aracı kurumların hisse alım satımı ile ilgili tavsiyeleri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişkinin olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Açıklama sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını göstermektedir. Ayrıca, bazı durumlarda açıklama öncesi anormal getirilerin mevcut olması tavsiyelerin daha önce kullanılarak yatırımların yönlendirildiği ihtimalini doğurmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Piyasa Etkinliği, Aracı kurumlar, Olay Çalışması, Anormal Getiri.

ABSTRACT

BADALOVA, Leyla. *The Impact Of Brokerage Houses` Recommendations On Stock Prices*, Master`s Thesis, Ankara, 2016.

The purpose of this study is to examine the impact of announced analysts` recommendations on the BİST traded companies` stock performances. The other goal of this study is to investigate whether the market is semi-strong form efficient. For the data analysis event study is used. As a result of calculations, it is determined positive reaction between brokerages` recommendations and stock prices. Also investors can obtain abnormal returns before and after of event day. It shows that existence of abnormal returns after disclosure, market is not efficient at semi-efficient form in terms of market efficiency. Besides, the existence of abnormal returns before the event day reveals that, there is a possibility that the recommendations have been used before to direct investments.

Key Words: Market Efficiency, Brokerage Houses, Event Study, Abnormal Return.

İÇİNDEKİLER

| | |
|-------------------------------|------|
| KABUL VE ONAY | i |
| BİLDİRİM | ii |
| ÖZET | iii |
| ABSTRACT | iv |
| İÇİNDEKİLER | v |
| TABLolar LİSTESİ | viii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | ix |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİNE GENEL BİR BAKIŞ VE ETKİN OLMAYAN PİYASADA KARŞILAŞILAN ANOMALİ TÜRLERİ

| | |
|---|----|
| 1.1. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ | 3 |
| 1.1.1. Zayıf Formdaki Piyasa Etkinliği | 4 |
| 1.1.2. Yarı-Güçlü Formdaki Piyasa Etkinliği | 5 |
| 1.1.3. Güçlü (Kuvvetli) Formda Piyasa Etkinliği..... | 6 |
| 1.2. ANOMALİLER | 7 |
| 1.2.1. Takvimsel Anomaliler | 7 |
| 1.2.1.1.Gün Anomalileri..... | 8 |
| 1.2.1.1.1.Haftanın Günleri veya Hafta Sonu Anomalisi..... | 9 |
| 1.2.1.1.2.Gün İçi Etkisi..... | 12 |

| | |
|---|----|
| 1.2.1.2.Aylara İlişkin Anomaliler | 12 |
| 1.2.1.2.1.Ocak Ayı Anomalisi | 13 |
| 1.2.1.2.2.Ay İçi Anomalisi | 16 |
| 1.2.1.2.3.Ay Dönümü Anomalisi | 17 |
| 1.2.1.2.4.Yıl Dönümü Anomalisi | 18 |
| 1.2.1.3.Tatil Anomalileri..... | 19 |
| 1.2.2. Firma Anomalisi..... | 20 |
| 1.2.2.1.Firma Büyüklüğü Anomalisi..... | 21 |
| 1.2.2.2.İhmal Edilmiş Firma Anomalisi | 22 |
| 1.2.3. Fiyat Anomalileri..... | 23 |
| 1.2.3.1.Aşırı Tepki (Reaksiyon) Anomalisi | 23 |
| 1.2.3.2.Düşük Tepki (Reaksiyon) Anomalisi..... | 25 |

İKİNCİ BÖLÜM

ARACI KURUMLAR VE ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

| | |
|---|----|
| 2.1. YABANCI ÜLKELERDEKİ PİYASALARA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR..... | 28 |
| 2.2. TÜRKİYEYE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR..... | 36 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİNİ ÖLÇMEK İÇİN YAPILAN OLAY ÇALIŞMASI

| | |
|---------------------------------------|----|
| 3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI..... | 43 |
|---------------------------------------|----|

| | |
|--|-----------|
| 3.2. ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ VE YÖNTEM..... | 44 |
| 3.3. ÇALIŞMADA KULLANILAN HİPOTEZLER..... | 46 |
| 3.4. BULGULAR VE DEĞERLENDİRME..... | 48 |
| SONUÇ..... | 61 |
| KAYNAKLAR..... | 65 |

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Öneri Listesine Eklenen Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

Tablo 2. Öneri Listesinden Çıkan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

Tablo 3. Önerilmeyen Listesine Eklenen Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

Tablo 4. Önerilmeyen Listesinden Çıkan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Önerilen Hisse Senetleri Listesine Dahil Edilen Hisse Senetlerinin Kümülatif Anormal Getirisi [-15,+15]

Şekil 2. Önerilen hisse senetleri listesinden çıkartılan hisse senetlerinin Kümülatif Anormal Getirileri [-15,+15]

Şekil 3. Önerilmeyen hisse senetleri listesine dahil edilen hisse senetlerinin Kümülatif Anormal Getirileri [-15,+15]

Şekil 4. Önerilmeyen Hisse Senetleri Listesinden Çıkartılan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi [-15,+15]

GİRİŞ

Yatırım yaparken hangi hisse senetlerinin para kazandırıp kazandırmayacağını tahmin etmek son derece önemlidir ve bu yolda yatırımcılara yol gösterici olan unsurlardan biri de analizcilerin verdikleri öneri ve tavsiyelerdir. Literatürü incelediğimiz zaman bu tavsiyelerin yatırımcılar tarafından önemsendiyi ve önerileri kullanarak yatırımcıların normalin üzerinde getiri sağladığı görülmüştür. Çalışmalardaki bu sonuçlardan konunun ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır.

Hisse senetleri BİST`de işlem gören şirketlere yönelik aracı kurumların yaptıkları öneri ve tavsiyelerin bu hisse senetlerinin fiyatlarını nasıl etkilediğini konu alan, tespit edilebildiği kadarıyla literatürde 1999 senesine ait Alper Ercan tarafından yazılan bir tez çalışması bulunmuştur. Bu çalışmanın eski çalışma olması ve güncel tarihi içermemesi dolayısıyla, literatüre katkı sağlaması ve sonraki çalışmalara ışık tutması açısından konunun yeniden araştırılıp yeni çalışma yapılması gerektiği kanaatine varılmıştır.

Çalışmanın amacı aracı kurumların hisse senetlerine yönelik verdikleri öneri ve tavsiyelerin bu hisse senetlerinin fiyatlarına bir etkisinin olup olmadığını belirlemektir. 2007-2015 yılları arasında yapılan duyuruların ele alındığı çalışmada etkinin ortaya konulması için olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Bilindiği üzere olay çalışması, bir olay gerçekleştiğinde piyasanın bu olaya verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan yaklaşımdır. Diğer bir ifade ile, olay çalışması bir olayın hisse senedinin performansını uzun veya kısa dönemde nasıl etkilediği konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan ve piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan bir yöntemdir. Olağandışı getiriler olay çalışmasının çıkış noktasını oluşturmaktadır.

Çalışmada 4 hipotez oluşturulmuştur. Öneri listesine eklenen hisse senetlerinden pozitif anormal getiri elde edildiğini ifade eden H_1 hipotezi, öneri listesinden düşülen senetlerden negatif getiri elde edildiğini ifade eden H_2 hipotezi ve önerilmeyen listeye giren hisse senetlerinin fiyatında düşüş yaşanacağını savunan H_3 hipotezi kabul

görmüş, önerilmeyen listeden düşülen senetlerin fiyatında yükseliş yaşanacağını ifade eden H_4 hipotezi ise reddedilmiştir.

Üç bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde Etkin Piyasalar Hipotezinden bahsedilmiştir. Fama tarafından ortaya atılan bu hipoteze göre, piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Ayrıca piyasanın etkin olmadığını kanıtlayan anomali türlerine ve literatürde bu anomalilerin saptandığı bazı çalışmalara da yer verilmiştir. Örneğin, Jaffe ve Westerfield 1951-1986 dönemi verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmanın sonuçlarına göre, eğer piyasa önceki hafta düşük performans sergilemişse onu takip eden Pazartesi günlerinde de düşüş yaşanacağı ve eğer önceki hafta ortalamanın üzerinde getiri sağlanmışsa Pazartesi günlerinde de yüksek getirinin ortaya çıkacağı görülmektedir. Bildik (2000) senesinde yaptığı çalışmasında BİST`de Ocak ayının günlük getirilerinin diğer aylara göre dört kat fazla olduğunu tespit etmiştir.

İkinci bölümde, aracı kurum kavramı, aracı kurumların faaliyetleri ile ilgili bilgiler yer almakta olup aracı kurumlara yönelik çalışmalardan ve yatırımcıların aracı kurum seçiminde nelere dikkat ettiğini gösteren araştırmalardan da bahsedilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmını oluşturan üçüncü ve son bölümde ise, her bir hisse senedi için duyurudan 15 gün öncesi ve 15 gün sonrası olmak üzere toplam 31 günlük ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmış ve t test istatistiği kullanılarak hesaplanan değerlerin anlamlılıkları ölçülmüştür. Ardından ortaya çıkan rakamlar tablo haline getirilmiş ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİNE GENEL BİR BAKIŞ VE ETKİN OLMAYAN PİYASADA KARŞILAŞILAN ANOMALİ TÜRLERİ

1.1. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

"Etkin piyasa" terimi, ilk olarak 1961 yılında Fama tarafından "piyasanın yeni bilgilere hızlı uyumu" şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım, daha sonra yine Fama tarafından "varlık fiyatlarının etkin piyasada mevcut tüm bilgileri yansıtması" şeklinde genişletilmiştir (Fama, 1991, s.1575).

Hisse senedi piyasalarında arz ve talep eşitlenerek sermaye piyasası doğrusu üzerinde fiyatları oluşturur. Bu doğru piyasadaki tüm yatırımcıların görüş birliğini temsil eden bir denge noktasıdır. Etkin Piyasalar Hipotezi, menkul kıymet fiyatlarının pazara ulaşan tüm bilgileri yansıttığını söylemektedir. Bu hipoteze göre, piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Adı geçen teori etkin bir piyasada bir yatırımcının anormal getiri elde etmesinin mümkün olmadığını söylemektedir. Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre hisse senedi fiyatı, herkes tarafından ulaşılabilen bilgiyi yansıtır. Bu hipotezin sadece hisse senetleri piyasasında değil, tüm piyasalarda geçerli olduğu savunulur (Karan, 2013, s. 277).

EPH'nin varsayımları aşağıda özetlenmektedir (Kurtay, 2007,s.72):

- a) Piyasada likidite düzeyi oldukça yüksektir.
- b) Piyasada etkin bir bilgi akışı vardır.
- c) Piyasaların kurumsal yapıları çok gelişmiştir.
- d) Piyasada işlem maliyeti yoktur.
- e) Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- f) Yatırımcılar beklenen getirilerini en çoklamaya çalışan rasyonel kişilerdir.
- g) Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki her türlü değişiklik piyasaya derhal yansır.

EPH kapsamındaki etkinliği üç bölüme ayırabiliriz (Karan, 2013, s.278):

1. Faaliyet Etkinliği (Operational Efficiency): Faaliyet etkinliği veya işlemsel etkinlik piyasada fon arz ve talep edenlerin işlemlerini minimum maliyetle gerçekleştirdiklerini göstermektedir.
2. Bilgisel Etkinlik (Informational Efficiency): Bilgisel etkinlik, hisse senetleri fiyatlarının mevcut bütün bilgileri yansıttığını kabul etmektedir. Buna göre, bir bilginin kullanılarak piyasadan aşırı kazanç elde edilmesi mümkün değildir.
3. Kaynak Dağıtım Etkinliği (Capital Allocational Efficiency): Kaynak dağıtım etkinliği kaynakların yatırımcılar arasında etkin (optimum) dağıtımını hedeflemektedir.

Fama tarafından 1970 yılında yazılan bir makaleden sonra, bilgisayar etkinliğinin zayıf form, yarı güçlü form ve güçlü form etkinlik olmak üzere üç dereceye ayrılarak incelenmesi gelenek haline gelmiştir. Ancak, Fama 1991 yılında yayımlanan makalesinde, hisse senedi fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi yansıtacağı yönündeki ifadesinin çok güçlü ve genel bir söylem olduğunu belirterek bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin olması nedeniyle EPH'nin bu yorumunun yanlış olduğunu kabul etmiş ve özellikle zayıf form etkinlik derecesinin içeriğini genişleterek derecelerin isimlerinde değişiklikler yapmıştır (Fama, 1991, s.1575-1617).

1.1.1. Zayıf Formdaki Piyasa Etkinliği

Hipotezin en düşük derecesini ifade eden zayıf form piyasa etkinliğine göre geçmiş fiyat hareketlerinden ve işlem hacim verilerinden yararlanılarak normalin üstünde getiri elde edilemez. Yani teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin kullanılmasının bir faydası yoktur (Karan, 2013, s.279).

Louis Bachelier 1900 senesinde Fransa'da mal fiyatlarının oluşumu üzerine gerçekleştirdiği çalışmada, malın o günkü fiyatının o malın gelecekteki fiyatının belirlenmesinde hiç bir yarar sağlamadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu "rassal yürüyüş" (random walk) terimine uygun gelmektedir. Bu terim ilk kez 1953 senesinde Maurice

Kendall tarafından hisse senetlerinin fiyat hareketlerini araştırdığı sırada bulunmuştur. Kendall fiyat dalgalanmalarının düzenli olmasıyla ilgili bir kanıt bulmaya çalışırken aslında fiyatların rastgele değişme eğiliminde olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Sonuç itibariyle Rassal Yürüyüş Teorisi fiyat değişikliklerinin önceden tahmin edilemeyeceğini ne süren bir yaklaşımdır. Diğer bir ifade ile bu teoriye göre, hisse senedi fiyat değişimlerinin geçmiş fiyat değişimleri ile hiçbir ilgisi yoktur (Karan, 2013, s.280).

Zayıf formda piyasa etkinliği serisel korelasyon, zaman serileri, koşu testi, filtre testi gibi yöntemlerle test edilmektedir.

1.1.2. Yarı-Güçlü Formdaki Piyasa Etkinliği

Zayıf formda etkinlikte sadece şirketle ilgili tarihi bilgiler kullanılarak aşırı getiri elde edilemez iken yarı güçlü formda etkinlikte ekonomi, sektör ve ortaklıkla ilgili kamuya açıklanan bütün bilgilerin fiyatlara yansıdağı kabul edildiğinden, bu bilgilerin kullanılması suretiyle işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra aşırı getiri elde edilmesinin mümkün olamayacağı ifade edilmektedir (Kurtay, 2007, s.75).

Yarı-güçlü formda etkin olan piyasada temel ve teknik analiz yöntemlerini kullanılması ile aşırı getiri sağlanamamaktadır. Ancak içeriden öğrenilen bilgini kullanarak (insider trading) yatırım yapıldığında yatırımcıların normalin üstünde getiri elde etmeleri mümkündür.

Fama, Fisher, Jensen ve Roll 1969 senesinde hisse bölünmesini (stock split) konu olarak yaptıkları araştırmada, kamuya ilan edilen bir bilginin kullanılmasıyla kar etmenin mümkün olmadığı vurgulanmıştır. Ball ve Brown ise 1968 yılında yaptıkları çalışmada, fiyatlara yansıtılan bir kazanç ilanının kullanılarak anormal getirinin elde edilemeyeceğini belirtmişlerdir.

Piyasanın yarı-güçlü formda etkin olup olmadığını değerlendirmek için hisse senedi bölünmeleri testi, yıllık kazanç duyuruları testi, aracı kurum önerileri testi gibi etkinlik testleri yapılmaktadır.

1.1.3. Güçlü (Kuvvetli) Formda Piyasa Etkinliği

Hisse senedi fiyatlarının henüz kamuya açıklanmamış ama kısa süre içinde kamuya açıklanacak olan özel bilgileri veya içeriden öğrenenlerin sahip olduğu bilgileri yansıttığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, içeriden öğrenenler dahil hiç kimsenin henüz kamuya açıklanmamış bu bilgileri kullanarak sistematik olarak aşırı kazanç sağlaması mümkün değildir. Güçlü formda etkin bir piyasada teknik analiz ve temel analiz geçerli olmadığı gibi, içeriden öğrenilen bilgilerle kazanç sağlama imkanı da bulunmamaktadır. Kamuya açıklanmış veya açıklanmamış her türlü bilginin kullanılması suretiyle aşırı getiri elde edilemeyeceğinden bu piyasaların devamlı dengede olması beklenmektedir (Kurtay, 2007, s.77).

Piyasanın kuvvetli formda etkinliği içeriden öğrenenlerin ticaretine yönelik testler ve yatırım fonları ve büyük portföylerin yöneticilerine yönelik etkinlik testleri ile değerlendirilmektedir.

Piyasada bilgisel etkinliğin farklı derecelerini ifade eden zayıf form etkinliği, yarı-güçlü form etkinliği ve güçlü form etkinliği birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için zayıf formda da etkin olması gerekmektedir. Aynı şekilde, piyasada güçlü form etkinliğinden söz edebilmemiz için hem zayıf hem de yarı güçlü formda etkinliğin olması gerekir. Aksi halde fiyatların ilgili tüm bilgileri içerdiği söylenemez (Karan, 2013, s.279).

Grossman ve Stiglitz'e göre, bilgisel anlamda etkin işleyen piyasaların bulunması mümkün değildir. Çünkü eğer fiyatlar bütün bilgiyi taşırsa herkes buna maliyetsiz olarak sahip olabileceğinden, piyasada bilgi üretmenin getirisi kalmaz. Bilgi üretilmeyince de fiyatların bilgi taşıma fonksiyonu sona erer. Ayrıca, EPH'nin

varsayımlarından yatırımcıların beklentilerinin aynı olması mümkün değildir. Zira, finansal piyasalarda işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için yatırımcıların beklentilerinin birbirinden farklı olması gereklidir. Aksi takdirde, herkes aynı bilgi setine sahip olmaktan dolayı gelecek hakkında aynı beklenti ve öngörülere sahip olursa, herkes aynı yönde yatırım yapmak isteyeceğinden arz ve talebin karşılaşması mümkün olmayacaktır. Finansal piyasalarda işlem yapılamamasını doğuran bu soruna çözüm olarak, kamunun gerektiğinde özel bilgi üretilmesini sağlaması veya kendisinin bilgi üretmesi suretiyle piyasaya katılması önerilmektedir (Kurtay, 2007, s.79).

1.2. ANOMALİLER

Eugene Fama tarafından 1965 senesinde ortaya konulan Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), menkul kıymet fiyatlarının piyasadaki bütün bilgileri yansıttığını ileri sürmekte ve piyasada işlem yapan yatırımcıların çeşitli teknikler yardımıyla normalin üstünde getiri elde edemeyeceklerini savunmaktadır. Fakat ERP'nin bu varsayımları ile çelişen bulgular elde edilmiştir ve hipotez ile uyuşmayan diğer bir ifade ile hipoteze ters düşen bu bulgulara normalden sapma anlamına gelen anomali (anomaly) adı verilmiştir. Anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimidir, bir başka deyişle "çelişki"dir (Özmen, 1997, s.11) Bu anomaliler piyasa etkinliğinin test edilmesinde de kullanılmaktadır.

Yaptığımız çalışmada anomaliler üç ana başlık altında ele alınmıştır. Bunlar; takvimsel anomaliler, firmalarla ilişkili anomaliler ve fiyat anomalileridir.

1.2.1. Takvimsel Anomaliler

Menkul kıymetlerin normal dönemlerde gösterdiği performansdan farklı olarak herhangi bir dönemde devamlı bir şekilde iyi ya da kötü performans sergilemesine takvimsel anomali ismi verilmektedir. Bu durum Etkin Piyasalar Hipotezine aykırı

olarak yatırımcılara geçmiş fiyat hareketlerinden yola çıkarak aşırı getiri elde etme olanağı vermektedir.

Takvimsel anomaliler de kendi içinde sınıflandırılmaktadır:

- Gün anomalileri;
 - o Haftanın günü/günleri veya hafta sonu anomalisi,
 - o Gün içi anomalisi,
- Ay anomalileri;
 - o Ocak ayı anomalisi,
 - o Ay içi anomalisi,
 - o Ay dönümü anomalisi,
 - o Yıl dönümü anomalisi,
- Tatil anomalileri.

1.2.1.1. Gün Anomalileri

Günlere ilişkin anomalilerde, haftanın belirli gün veya birkaç gününde haftanın diğer günlerine kıyasla düzenli olarak yüksek veya düşük getiri elde olunmasının mümkünlüğü belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yönde en çok bilinen anomaliler haftanın günü ve Pazartesi etkisidir.

Günlük getirilerin birbirinden farklılıklar göstereceği fikrini ilk kez Fields 1931 senesindeki çalışmasında ortaya atmıştır. Çalışmasında araştırdığı temel hipotez Cumartesi günündeki fiyatların düşük olması gerektiğidir. Bunun sebebi olarak da hafta sonlarındaki belirsizlikten dolayı riskin artacağı varsayımıyla, yatırımcıların portföylerini boşaltacaklarını düşünmüştür. Fakat yaptığı analiz ve değerlendirmeler sonucu Cumartesi fiyatlarının yükselme eğiliminde olduğunu saptamıştır. Çalışmada son işlem gününün Cumartesi olarak yer alması 1953 senesine kadar borsada Cumartesilerinde de işlem yapılmasıdır.

1.2.1.1.1. Haftanın Günleri veya Hafta Sonu Anomalisi

Piyasalar üzerine yapılan araştırmalar haftanın bazı günlerinin istatistiksel olarak anlamlı pozitif veya negatif getiri sağladığını ortaya koymaktadır. Bu çalışmalarda en çok dikkat çeken gün de Pazartesi olmuştur (Karan, 2013, s.288). Pazartesi günlerinin sürekli negatif getiri sağlamasından dolayı bu etki Pazartesi etkisi olarak da bilinmektedir.

Cross 1973 yılındaki çalışmasında, Standart and Poors Endeksinde bulunan 1953-1970 seneleri verilerini ele alarak Pazartesi kapanış fiyatlarının Cuma günlerinkinden daha düşük olduğunu ve haftanın ilk gününün getirilerinin negatif olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yaptığı çalışmasında Pazartesi getiri ortalamasını - %0.18, Cuma getiri ortalamasını ise %0.12 olarak bulmuştur (Cross, 1973, s.67-69).

French ise (1980), aynı endekste 1953-1977 dönemi verilerini ele alarak Pazartesinin negatif, Çarşamba ve Cuma günlerinin ise pozitif yüksek getirili olduğunu bulmuştur. Aynı çalışmasında tatil sonrası Pazartesi günlerinin normal Pazartesi günlerine göre daha fazla negatif getirili olduğunu belirtmiştir (Barak, 2006, s.127).

Rogalski (1984) Pazartesi açılış fiyatının Cuma kapanış fiyatından daha düşük olduğunu, diğer bir ifade ile negatif getirinin hafta sonunda ortaya çıktığını belirterek bu anomaliye hafta sonu etkisi adını vermiştir. Bu etkinin nedeni henüz bilimsel olarak açıklanamamakla beraber, genellikle kötü haberlerin Pazartesi verilmesinin bu etkiye neden olduğu ileri sürülmektedir (Karan, 2013, s.288).

Jaffe ve Wsterfield (1985), ABD, Avustralya, İngiltere, Japonya ve Kanada borsalarında haftanın günü anomalisini araştırmış, Japonya ve Avustralya`da haftanın Salı gününün, diğer ülkelerde ise Pazartesi gününün en düşük getirili gün olduğunu, Cuma gününün ise en yüksek getiri sağlayan gün olduğunu bulmuşlar. Japonya ve ABD borsalarındaki bu etkinin farklı günlerde yaşanmasının sebebi

olarak iki ülkenin farklı zaman dilimlerinde olması ve aralarındaki saat farkı gösterilmiştir (Jaffe, 1985, s.261-272).

Jaffe ve Westerfield`in (1989), aynı ülkelerin borsalarında yaptıkları bir diğer araştırmanın sonuçlarına göre, eğer piyasa önceki hafta düşük performans sergilemişse onu takip eden Pazartesi günlerinde de düşüş yaşanacağı ve eğer önceki hafta ortalamanın üzerinde getiri sağlanmışsa Pazartesi günlerinde de yüksek getirinin ortaya çıkacağı görülmektedir (Jaffe, 1989, s.237-244).

Wong, Hui ve Chan`ın 1992 senesinde Singapur, Hong Kong, Tayland, Malezya ve Tayvan`da gerçekleştirdikleri araştırmada Tayvan istisna olmakla adı geçen ülkelerin hepsinde haftanın günü anomalisini saptamışlardır. Araştırmaya konu olan ülkelere Pazartesi günündeki negatif getiri durumunun Salı günü de sürdüğü görülmüştür. Ayrıca Cuma günlerinde yüksek getirinin ortaya çıktığı saptanmıştır (Ergün, 2009, s.24).

Agrawal ve Tandon (1994), 19 ülke için Aralık ayı 1981 senesi ile Ocak ayı 1983 senesi arasındaki dönemin borsasını araştırmış ve bu ülkelerin on sekizinde en yüksek ve istatistiksel açıdan anlamlı getirilerin Cuma gününde ortaya çıktığını, iki ülkenin borsasında Cumaya ilaveten Çarşamba gününde de yüksek getirinin görüldüğünü gözlemlemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre sadece bir ülkede en yüksek getiri Salı günü gerçekleşmiş ve negatif ve ortalamanın altındaki getiriler Pazartesi ve Salı günleri ortaya çıkmıştır (Erdoğan ve Elmas, 2010, s.4).

Chen, Kwok ve Rui (2000), Çin hisse senedi piyasasına yönelik yaptıkları ve 1992-1997 senelerini kapsayan çalışmada Salı günü negatif getirilerin ortaya çıktığını belirtmişlerdir (Abdioglu ve Değirmenci, 2013, s.58-59).

Ariss, Rezvanian ve Mehdian (2011), 2008-2011 dönemi günlük kapanış verilerinden yararlanarak Körfez ülkelerindeki hisse senetlerine ait getirilerin Cuma günlerinde pozitif ve anlamlı olduklarını saptamışlardır (Abdioglu, Değirmenci, 2013, s.58).

Haftanın günü etkisi üzerine BİST`e yönelik çok sayıda çalışma yapılmıştır. Karan (1994), Aydoğan (1994), Balaban (1995), Özmen (1996), Bildik (2000), Demirer ve Karan (2000), Karan ve Uygur (2001) tarafından gerçekleştirilen araştırmalarda en yüksek ve anlamlı getirilerin Cuma günü ortaya çıktığı saptanmış, negatif getirilerin ise Pazartesi ve Salı günlerinde görüldüğü, fakat istatistiksel açıdan anlamlı çıkmadığı bulgularına ulaşılmıştır (Karan, 2013, s.289-290).

Aybar, 1993 senesinde gerçekleştirdiği çalışmada BİST`de haftanın günü etkisine rastlamadığını belirtmiştir (Aybar, 1993, s.157-168). Tunçel (2007) ise Ocak 2002–Haziran 2005 dönemini ele alarak her bir yıla ait günlük getiriler arasında anlamlı bir farklılığın olmadığını saptamıştır (Tunçel, 2007, s.252-265).

Haftanın günleri etkisi ile ilgili en ilginç sonuç Demirer ve Karan (2001)`ın yaptığı çalışmada ortaya konulmuştur. Bu araştırma ile BİST`de hafta başı etkisinin varlığı öne sürülmüştür. Yani pozitif getiri ile başlayan haftanın ortalama getirisi pozitif, negatif getiri ile başlayan haftanın ortalama getirisi de negatif olacaktır. Bu sonuca göre pozitif bir getiri ile başlayan haftada yatırımcının pozitif getiri alma ihtimali yüksektir (Karan, 2013, s.292).

Berument, İnamlık ve Kıymaz (2004), 1986-2004 dönemini kapsayan çalışmalarında GARCH modelini kullanmışlar ve günlük getirilerin ve riskin haftanın günlerinden bağımlı olduğunu ve etkilendiğini ortaya koymuşlardır (Berument ve Kıymaz, 2004, s.91-102).

Dicle ve Hassan (2007), 1987-2005 dönemi için BİST`de haftanın günü etkisini araştırmış, Pazartesi günlerinin negatif, Perşembe ve Cuma günlerinin ise pozitif getiri sağladığı yönünde bulgular elde etmişlerdir (Dicle ve Hassan, 2007, s.1-27).

Çinko ve Avcı (2009) yaptıkları çalışmada 1986-2008 döneminde BİST`de negatif Pazartesi ve pozitif Perşembe ve Cuma anomalilerinin olduğunu saptamışlardır (Çinko ve Avcı, 2009, s.45-50).

1.2.1.1.2. Gün İçi Etkisi

Gün içinde belli bir saatte veya zaman diliminde diğer saatlere veya zaman dilimlerine oranla devamlı şekilde yüksek veya düşük getiri sağlanması durumunu ifade eden anomali türüdür.

Wood, Mcinich ve Ord (1985), NYSE'deki araştırmada, seansın ilk otuz dakikası ile son bir dakikasında elde edilen getirilerin toplam getirinin üçte ikisini oluşturduğunu bulmuşlar. Ayrıca getirilerin ilk yarım saati ve son beş dakikası göz önünde bulundurulmadığı durumda, getiri dağılımının yaklaşık aynı olduğunu saptamışlardır. Bu da gün içerisinde meydana gelen dalgalanmaların genel olarak açılış sonrasındaki ve kapanış öncesindeki otuz dakikalık sürede gerçekleştiğini göstermektedir (Wood ve Ord, 1985, s.723-739).

Harris (1989), NYSE'deki çalışmasında, yapılan işlemleri göz önünde bulundurarak hisse senetleri getirilerini değerlendirmeye tabi tutmuş ve ilk üç işlemde ortaya çıkan getirinin diğerlerine oranla oldukça yüksek miktarda olduğunu bulmuştur. Buna ilave olarak, seansın son işlem getirisi ile sondan bir önceki işlem getirisi arasında 5-10 kat fark bulunduğunu saptamış ve bu vaziyetin düşük fiyatlandırılmış senetlerde daha kabarık olarak ortaya çıktığını ifade etmiştir (Harris, 1989, s.29-45).

Özmen (1997), BİST'de seanslara yönelik yaptığı araştırmada, en kötü seansın haftanın ilk günündeki ikinci seans olduğunu ve genel olarak ilk seansların ikincilere göre daha fazla getiri temin ettiklerini tespit etmiştir (Barak, 2006, s.135).

1.2.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Aylara ilişkin anomalilerin tespiti için yapılan araştırmalar, hisse senetlerinin getirilerinin yılın herhangi bir ayında veya ayın farklı dönemlerinde yüksek getiri kazanılıp kazanılmayacağını araştırmaktadır. Bu anomalilerden en yaygını ise Ocak ayı anomalisidir.

Aylara ilişkin anomaliyi test eden ilk kişi Pandey (2002) olmuştur. Pandey, 1992-2002 seneleri arasındaki verileri kullanarak Malezya hisse senedi piyasasına yönelik mevsimselliği araştırırken, Şubat ve Aralık aylarındaki getirilerin yılın diğer aylarına göre daha yüksek ve pozitif olduğunu bulmuştur (Pandey, 2002, s.37-44).

1.2.1.2.1. Ocak Ayı Anomalisi

Hisse senetlerinin yılın Ocak ayında diğer aylara kıyasla daha iyi performans sergilediklerini belirten anomali türüdür. Araştırmalar sonucu uluslararası bir anomali olduğu görülmektedir.

Bu anomaliye yönelik ilk çalışma Wachtel (1942) tarafından Amerikan hisse senetleri piyasasında yapılmıştır ve araştırma sonucu ABD hisse senedi piyasasında yılın bu ayında başka aylara kıyasla daha fazla getiri elde edildiği ve bu getirinin özellikle küçük piyasa değerine sahip hisse senetlerinde görüldüğü tespit edilmiştir (Wachtel, 1942, s.184-193).

Rozeff ve Kinney (1976) tarafından 1904-1974 dönemi New York borsasını kapsayan çalışmada, Ocak ayında yılın diğer aylarına oranla fazla getiri sağlandığı, Ocak ayı getirisinin %3.5 olduğu ve adı geçen ayda ortaya çıkan getirinin yıllık getirilerin 2/3'ünü kapsadığı sonucuna ulaşılmıştır (Özmen, 1997, s.33).

Dyl (1977), araştırmasında Ocak ayı anomalisini tespit etmiş ve bunun vergiden kaynaklandığını söylemiştir. Ayrıca bu anomali türünün küçük firmalarda daha çok ortaya çıktığını saptamıştır. Dyl, sermaye kazançları vergisinin yatırım yapanların yıl sonu portföy kararlarına etki ettiğini ve bu durumun da Aralık ayında işlem hacminin artışına neden olduğunu ve artan işlem hacminin de Ocak ayı anomalisini ortaya çıkardığını belirtmiştir (Ergün, 2009, s.25-26).

Givoly ve Ovadia (1983), Ocak ayı etkisinin geçmiş yıllarda zarar eden işletmelerden ve küçük firmalardan kaynaklandığını ve bilhassa ayın ilk haftasında ortaya çıktığını ileri sürmüşler (Givoly, 1983, s.171-186).

Rogalski (1984), Ocak ayı ve hafta sonu anomalisini araştırmış ve Ocak ayında beklenenin tersine hafta sonu etkisinin varlığını saptayamamıştır, yani Pazartesi getirilerinin pozitif olduğunu bulmuştur (Rogalski, 1984, s.1603-1614).

Jaffe ve Westerfield (1985), Ocak ayı getirilerinin diğer aylardan daha fazla olduğunu tespit ederek Japonya`da Ocak ayı etkisinin varlığını ispatlamışlardır. 1970-1983 Ocak ayı günlük getirilerini de analiz ederek 0,0013 bulmuşlardır. Bu diğer aylardaki getiri oranı olan 0.00035`ten daha yüksektir (Jaffe ve Westerfield, 1985, s.261-272).

Santessmases (1986), çalışmasında Madrid borsasını analiz etmiş ve sektörel bazda incelemeye tabi tuttuğu sanayi hisselerinin Aralık ayında en düşük getiriyi sağladığını, en yüksek getirinin ise Ocak ayında gerçekleştiğini bildirmiştir (Santesmases, 1986, s.267-276).

Corhay, Hawaii ve Michel (1987), 1970-1983 dönemi Brüksel, Londra, New York ve Paris borsalarını ele almışlardır. Gerçekleştirdikleri çalışmanın bulguları en yüksek getirinin Ocak ayında ortaya çıktığını ifade etmektedir (Corhay, 1987, s.49-68).

Lakonischok ve Smidt (1988), Dow Jones Sanayi Endeksi verilerini ele aldıkları çalışmada Ocak Ayı etkisinin varlığını kanıtlayan bulguya rastlamamışlardır (Lakonischok, 1988, s.403-425).

Ho (1990), Avustralya, Japonya, Kore, Hong Kong, Malezya, Yeni Zelanda, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland, İngiltere ve ABD borsalarında yaptığı araştırmada değerlendirmeye alınan ülkelerden sadece Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayvan, İngiltere ve ABD`de Ocak ayı anomalisine rastlamıştır (Ergün, 2009, s.26) .

Mills ve Couts (1995), Londra Borsası`nda 1986-1992 dönemini ele alarak takvimsel anomalileri araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, Ocak ayı etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Arsad ve Couts (1997), ABD hisse senedi piyasasında 1935-1994 dönemini içeren çalışmada da Ocak ayı etkisini saptamışlardır (Ergün, 2009, s.27).

Zafar ve diğlerleri (2010), Pakistan Karaçi borsasında 1991-2007 dönemine ilişkin yaptıkları çalışmada Ocak ayı etkisinin Mayıs ayında görüldüğünü belirtmişlerdir (Tunçel, 2012, s.10).

BİST`e yönelik yapılan çalışmalardan ilkini gerçekleştiren Balaban (1995), 1988-1993 dönemini araştırarak Ocak, Haziran ve Eylül aylarında diğler aylara oranla daha yüksek getiri elde edildiğini tespit etmiştir. En yüksek getirinin Ocak ayında elde edilebileceğini ve Ocak ayının %22 daha fazla kazandırdığını ileri sürmüştür. Balaban, bu etkinin yatırımcılar arasında mevcut olan asimetric bilgiden kaynakladığını ifade etmiştir.

Özmen (1997), Ocak 1988-Mayıs 1996 dönemini içeren çalışmasında, Ocak ayının %29.89 ile en yüksek getiri sağlayan ay olduğunu ve bu ayı Haziran ve Eylül aylarının izlediğini, negatif getirilerin ise Ekim ayında ortaya çıktığını vurgulamıştır.

Bildik (2000), BİST`de 1988-1998 dönemindeki endeksin günlük değışim oranlarını hesaplamış, günlük ortalama getirilerin Ocak ayında diğler ayların dört katı olduğunu, yüksek getirilerin Haziran, Eylül ve Aralık aylarında da devam ettiğini, en düşük ortalama getirinin ise Ağustos ayında görüldüğünü gösterir bulgular elde etmiştir.

Karan ve Uygur (2001), BİST`de haftanın günleri ve Ocak ayı anomalisi ile firma büyüklüğü ilişkisini incelemiş ve BİST`de tüm portföyler açısından yüksek ve anlamlı getirilerin Cuma gününde ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Ayrıca, BİST`deki endekse göre oluşturulan portföylerde Ocak ayı etkisinin varlığına rastlanılmıştır. Bu etkinin firma büyüklüğünden kaynaklandığı ve BİST`de sadece büyük firmalar için geçerli olduğu ifade edilmiştir (Ege ve diğlerleri, 2012, s.179).

Özer ve Özcan (2002), Ocak ayı anomalisini test etmek için 1988-1997 dönemini ele aldıkları çalışmada bu anomalinin varlığını tespit etmişlerdir, fakat bunun süreklilik arz etmediğini saptamışlardır. Ayrıca, bu etkinin firma büyüklüğünden kaynaklanmadığını, yatırımcıların Aralık ayında düşmüş hisse senetlerine yatırım yaparak büyük tutarda getiri elde ettiklerini gözlemlemişlerdir.

Atakan (2008) tarafından GARCH (1,1) modelinin kullanıldığı BİST Bileşik-100 Endeksi'nin 1987-2008 seneleri arasında yer alan ve toplam 5157 günlük veriden yola çıkarak yapılan araştırmada, BİST`de Ocak ayındaki getirilerin yılın diğer aylarından anlamlı düzeyde farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır (Karan, 2013, s.294).

Çinko (2008), 1989-2006 dönemine ait 215 aylık getirini analiz ettiği çalışmasında BİST`de Ocak ayı etkisini araştırmış ve bu etkinin varlığını gösterir herhangi bir kanıta ulaşamamıştır.

Sonuç olarak, Ocak ayı anomalisini tetikleyen nedenler olarak, yatırımcıların yılın sonunda vergiden kaçmak için satış yapmaları ve avantajı yakaladıktan sonra tekrar alış yapmaları gösterilebilir. Ayrıca farklı bir neden de, kurumsal yatırımcıların yıl sonu bilançosunu daha iyi göstermek amacıyla, sene boyunca portföylerine aldıkları hisse senetlerinden yıl içinde düşük performans sergileyenlerini Aralık ayında portföylerinden düşmeleridir (Karan, 2013, s.293).

1.2.1.2.2. Ay İçi Anomalisi

Hisse senetlerinin ayın birinci yarısının ikinci yarısına oranla veya ikinci yarısının birinci yarısına oranla daha farklı bir getiri getirmesini ifade eden anomali türüdür.

Bu görüş ilk defa Ariel (1987) tarafından ortaya atılmıştır ve hisse senetlerinin ayın ilk yarısında ikinci yarısına oranla yüksek kazanç sağladığını ifade etmektedir. Ariel, New York Borsasında 1963-1981 dönemi verilerini ele alarak, ayın ilk ve son dokuz gününün ortalama getirilerini hesaplamış ve ilk dokuz günün getirilerinin daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Yaptığı çalışmasında bundan ziyade bu anomalinin Ocak ayı anomalisinden kaynaklanmadığını, bu durumun başka aylarda da sürdüğünü ifade etmiştir (Barak, 2006, s.139).

Barone (1989), İtalyan borsasına yönelik yaptığı çalışmasında, Japon borsasına paralel sonuçlar elde ederek, ayın birinci kısmında getirilerin düşüş gösterdiğini, ikinci kısmında ise yükselişe geçtiğini gözlemlemiştir (Tunçel, 2012, s.9).

Mills ve Coutts (1995), Londra Borsasına ilişkin çalışmasında 1986-1992 dönemi verilerini ele alarak ay içi anomalisinin mevcut olduğunu saptamışlardır.

Özmen (1997) ve Bildik (2000), BİST'e yönelik çalışmalarında ay içi anomalisinin BİST'de bulunduğunu tespit etmişlerdir (Barak, 2006, s.141).

Çalışmalarda bu anomalinin nedeni olarak, ücret ödemelerinin ayların birinci yarısında olması ve dolayısıyla pazara nakit girişinin yapılması şeklinde gösterilmektedir.

1.2.1.2.3. Ay Dönümü Anomalisi

Geçerli ayın sonu ile onu takip eden ayın başında diğer dönemlere kıyasla daha yüksek kazanç sağlanması durumu ay dönümü anomalisi olarak bilinmektedir. Bu konuda yapılan birçok araştırmanın bulgularına göre, ayların birinci günü ile dördüncü günü, aynı zamanda son günü ile dördüncü günü arasında ortaya çıkan getiriler diğer dönemlerdeki getirilerden daha fazladır (Barak, 2006, s.142).

Lakonischok ve Smidt (1988), kendi araştırmalarında Dow Jones Sanayi Endeksi'nin 90 senelik günlük verilerini ele alarak, ayların ilk ve son dört gününde elde edilen getirilerin normal günlerdeki getirilerden daha fazla olduklarını saptamışlardır.

Barone (1990), Milano Borsası'na yönelik yaptığı çalışmada 1975-1989 yılları arasındaki verileri kullanarak, ayın son iki günü %0,49 ve %0,37 oranında kazanç sağlandığını saptamıştır.

Lauterbach ve Ungar (1992), Tel Aviv Borsasına yönelik yaptıkları ve 1977–1990 dönemi verilerini ele alarak gerçekleştirdikleri araştırmada, ayın ilk ve son günlerinde

diğer günlere kıyasla bir farklılık olduğunu, bunun da ay dönümü anomalisinden kaynaklandığını tespit etmişlerdir (Barak, 2006, s.143-144).

Bildik (2000), BİST’de 1988–1998 dönemine yönelik yaptığı analizin neticesine göre, ayın başlanğıcı olarak ayın birinin ya da on beşinin seçilmesinin bir önem taşımadığını, ele alınan dönemde kaydadeğer ölçüde ay dönümü anomalisinin varlığını tespit etmiştir (Barak, 2006, s.144).

1.2.1.2.4. Yıl Dönümü Anomalisi

Geçerli senenin son günleri ile onu takip eden yılın ilk günlerinde diğer günlere nazaran daha fazla kazanç sağlanması durumu yıl dönümü anomalisi olarak bilinmektedir. Başka şekilde ifade edildiğinde, Aralık ayının son, Ocak ayının ise ilk birkaç gününün ortalamasının üzerinde kazanç getirmesi durumudur.

Bergess, McConnel, Shlarbaum (1984), 1951-1980 döneminde Kanada Borsası`nda yıl dönümü anomalisini tespit etmiş ve nedeninin küçük firmalardan kaynaklandığını iddaa etmişlerdir.

Lakonischok ve Smidt (1988), kendi araştırmalarında Dow Jones Sanayi Endeksi`nin 90 senelik günlük verilerini ele alarak bu etkinin varlığını saptamışlardır.

Lautterbach ve Ungar (1992), Tel Aviv Borsasına yönelik yaptıkları ve 1977–1990 dönemi verilerinden faydalanarak gerçekleştirdikleri çalışmada, Aralık ayının son işlem günüyle Ocak ayının ilk işlem gününde getirinin %0,770 olduğunu bularak bunun normal zamanlardaki getiriden (%0,271) çok daha fazla olduğunu bulmuşlardır. Aynı çalışmada İsrail’de sermaye geliri vergisinin yokluğu, bu anomali türünün ortaya çıkmasında verginin etkisinin olmadığına kanıt gösterilmiştir.

1.2.1.3. Tatil Anomalileri

Resmi, dini ve hafta sonu tatillerinde ortalamanın üzerinde getirilerin elde edilmesi tatil anomalisi olarak bilinmektedir. Yani bu anomalinin konusu, tatil günlerinden önce ve sonra hisse senedi fiyatlarındaki olağandışı değişimlerdir. Bu etki ilk kez Fields tarafından 1934 senesinde araştırılmıştır.

Roll (1983), tatil etkisine yönelik gerçekleştirdiği çalışmasında Aralık ayının son gününde ve Noel tatili öncesinde hisse senetleri getirilerinin aşırı düzeyde arttığını belirtmiştir.

Rogalski (1984), hafta sonu tatil getirileri ile resmi tatil getirileri arasında önemli düzeyde farklılıklar saptamış ve bu farklılıkların haftanın günlerinden ve firma büyüklüğünden kaynaklandığını bildirmiştir (Rogalski, 1984, s.1614).

Lakonicshok ve Smidth (1988), tatil anomalisinin varlığını Dow Jones Sanayi Endeksinin 90 senelik verilerinden yola çıkarak tespit etmiş ve normal günlere nazaran tatilden önceki günlerde 23 kat daha fazla getiri sağlandığını belirtmişlerdir.

Pettengill ve Jordan (1988), yaptıkları çalışmalarında, tatil sonrası getirilerin çok fazla olduğunu ve tatil öncesi getirilerin küçük kapsamlı şirketler için, tatil sonrası getirilerin ise büyük kapsamlı şirketler için önemli olduğunu belirtmişlerdir (Pettengill ve Jordan, 1988, s.50).

Yen ve Shy (1993), 1976-1990 dönemi Asya borsasında yeni yıl etkisinin varlığını tespit ederken, hisse senedi getirilerinin yeni yıldan önce artan, yeni yıldan sonra ise azalan yönde eğilim gösterdiklerinin şahidi olmuşlardır.

Özmen (1997), BİST`de tatil anomalisine rastlayarak, tatil öncesi iki günün sağladığı getirinin tatil sonrası iki günden on dört kat daha fazla olduğunu, ayrıca normal günlerdeki getirilerin ise 5.5 katını teşkil ettiğini ortaya koymuştur (Özmen, 1997, s.131-138).

Couts ve Sheiikh (2002), Güney Afrika'nın Johannesburg borsasında 1987-1997 seneleri arasındaki verilerden yola çıkarak, tatil anomalisinin yanı sıra, hafta sonu etkisini ve Ocak ayı anomalisinin varlığını tespit etmeye yönelik yaptıkları çalışmalarında bu anomalilerin varlığı ile ilgili bulgulara rastlamamışlardır.

Meneu ve Pordo (2004), İspanya borsasında tatil anomalisini tespit etmek amacı ile üç farklı borsada (İspanyol, Alman, Amerikan) aynı anda işlem gören hisse senetlerinin davranışlarını inceleyerek, bu hisse senetlerinde sadece İspanya'da tatil anomalisinin varlığını saptamışlardır.

Zehra Abdioğlu ve Nurdan Değirmenci (2013), BİST`de gün içi, haftanın günü, Ocak ayı, ay içi, ay dönümü, yıl dönümü ve tatil etkilerini test etmişlerdir. Araştırmanın sonuçlarına göre haftanın günü etkisi sadece kriz öncesi dönemlerde istatistiksel olarak anlamlı getiri farklılığı sergilemekte ve Pazartesi ve Cuma günleri ön plana çıkmaktadır. Çalışmada Ocak ayı etkisinin sadece kriz dönemlerinde ortaya çıktığı, diğer zamanlarda süreklilik arz etmediği tespit edilmiştir. Ayrıca ay içi etkisi test edilmiş, ayın birinci kısmı ile ikinci kısmı arasında herhangi bir fark bulunamamıştır, yani ay içi etkisi mevcut değildir. Aynı zamanda ay dönümü ve yıl dönümü etkisini de rastlanamamıştır. Tatil anomalisi de araştırılmış ve tatil öncesi ve sonrası getiriler arasında farklılık bulunamamıştır. Sonuç olarak, ay içi etkisi, ay dönümü etkisi, yıl dönümü etkisi ve tatil etkisi tespit edilememiştir.

1.2.2. Firma Anomalisi

Firma anomalisi, firma büyüklüğü anomalisi ve ihmal edilmiş firma anomalisi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.2.2.1. Firma Büyüklüğü Anomalisi

Küçük pazar değerine malik hisse senetlerinin ortalamanın üstünde kazanç sağladığını gösteren anomalidir. Firma büyüklüğü, yani firmaların piyasa değeri, küçük firmaların hisse senetlerinin büyük firmalara oranla daha yüksek getiri kazandırdığını ifade etmektedir.

Önemli araştırmalardan biri Banz (1981) tarafından yapılmıştır. Banz, firmaları büyüklüklerine göre beş gruba ayırmış, en küçük firma grubunun, en büyük firma grubuna oranla %19.8`lik yüksek getiri sağladığını saptamıştır. Araştırmanın sonucu olarak, büyük ölçekli firmaların farklı dönemlerde daha iyi performans sergilediği, fakat bütün dönemler göz önünde bulundurulduğunda küçük ölçekli işletmelerin daha iyi performans gösterdiği ortaya çıkmıştır. Bu bulguları göz önünde bulundurarak, yatırımcıların piyasa değeri küçük olan firmalara yatırım yapacakları halde daha fazla getiri elde edeceklerini belirtmiştir ve durumun Etkin Piyasalar Hipotezi`nden sapma olduğunu savunmuştur (Karan, 2013, s.300).

Reinganum (1982), 1964-1978 dönemini kapsayan çalışmasında 10 ayrı portföy oluşturarak firma büyüklüğünü analiz etmiş ve piyasa değeri az olan hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirilerinin daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Herrera ve Lockwood (1994), 1987-1992 yıllarını kapsayan verileri kullanarak Meksika borsasında araştırma yapmış ve hisse senedi ortalama getirilerinin firma büyüklükleri ile negatif ilişkide olduğunu kanıtlamışlardır.

Demir, Küçükkiremitçi, Pekkaya ve Üreten (1996), BİST`e yönelik 1990-1996 yıllarını kapsayan çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşarak, firma büyüklüğü etkisinin varlığını ispatlamışlardır.

Karan ve Uygur (2001), BİST`e yönelik 1991-1998 dönemini kapsayan, haftanın günü ve Ocak ayı etkisinin firma büyüklüğü ile olan ilişkisini araştırmaya yönelik çalışmalarında, BİST`de istatistiki açıdan anlamlı Cuma günü etkisinin ve Ocak ayı

etkisinin olduğunu ve endeks getirilerine göre hazırlanan portföylerde ortaya çıkan Ocak ayı etkisinin firmaların büyüklüğünden kaynaklandığı neticesine ulaşmışlardır.

Özer ve Özcan (2003) tarafından yapılan BİST`de 1991-2000 seneleri arasındaki aylık getirileri veri olarak aldıkları çalışmanın bulgularına göre, ele alınan dönemi içeren 10 ve 5 yıllık periyotlarda firma büyüklüğü etkisinin bulunduğu, ay etkilerinden bağımsız olduğu ve süreklilik arz ettiği görülmektedir (Karan, 2013, s.302).

1.2.2.2. İhmal Edilmiş Firma Anomalisi

İşlem sayısı düşük olan hisse senetlerinin diğer hisse senetlerine nazaran daha çok getiri sağlamasını anlatan anomali türüdür. Yani yatırımcılar dikkatten uzak kalmış hisse senetlerine yatırım yaparak normalin üstünde getiri elde edebilirler.

Bauman (1964), ihmal edilmiş firma anomalisinin unutulmuş veya dikkatten uzak kalmış firmaların senetlerinin düşük değerlendirilmesinden kaynaklandığını ileri sürmüştür (Karan, 2013, s.302).

Karan (1999) tarafından BİST`de 1996-1998 döneminde aylık datalara dayanarak popüler, normal ve ihmal edilmiş olarak sınıflandırılan hisse senetlerinin sistematik riskleri, firma büyüklükleri ve anormal getirileri hesaplanmıştır. İhmal edilmiş hisse senetlerinin sistematik risklerinin diğer gruplardan daha az olduğu, anormal getirilerinin ise normal ve popüler senetlerden fazla olduğu da belirlenmiştir. Ayrıca ihmal edilen senetlerin genellikle küçük pazar değerine sahip hisse senetlerinden, popüler senetlerin ise piyasa değeri büyük olan senetlerden oluşmasına karşın, BİST`de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden daha güçlü bir anomali olduğu ve ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden büyük ölçüde bağımsız olduğu görülmüştür (Karan, 2013, s.302).

1.2.3. Fiyat Anomalileri

Etkin Piyasalar Hipotezine karşı yürütülen bir diğer anomali, yatırımcıların piyasada ortaya çıkan haberlere karşı verdikleri tepkidir ki bu tepkiler de aşırı reaksiyon ve zayıf reaksiyon olmak üzere bölünmektedir.

1.2.3.1. Aşırı Reaksiyon Anomalisi

De Bondt ve Thaler (1985), 1933-1980 dönemini içeren bilgileri ele alarak New York Borsası'nın etkinliğini ölçmek adına gerçekleştirdikleri çalışmada piyasanın etkinliğini bozan anomali türü saptamışlardır. Bu anomalini Aşırı Tepki Hipotezi olarak isimlendirmişlerdir. Bu hipoteze göre, yatırımcılar hisse senedi fiyatlarını değerlendirdikleri zaman iyi veya kötü haberlere (özellikle kar ilanları) aşırı tepki vermektedirler ve bu tepki 3-5 yıl gibi uzun bir zaman diliminde düzeltilebilmektedir. Yatırımcıların aşırı tepki göstermesi ile fiyatlar ya çok yükselmekte ya da çok düşmektedir. Bu tepki ile fiyatlar sonraki dönemde ters yönde hareket eder, yani geçmişte değer kaybeden (değeri artan) hisse senetlerinin fiyatı sonradan artacak (azalacak) ve getirileri de yüksek (düşük) olacaktır.

De Bondt ve Thaler 1985 senesinde gerçekleştirdikleri çalışmada portföyleri önceden kazandıranlar ve önceden kaybettirenler olarak sınıflandırmışlar ve önceden en düşük getiri veren senetlerin sonradan piyasaya nazaran en yüksek getiri sağladıklarını ve yüksek performans gösterdiklerini belirlemişlerdir. Bu durumda da önceden en yüksek getiri sağlayan hisse senetlerinin sonradan düşük performans sergilediklerini söyleyebiliriz. Araştırma sonucu olarak, önceden aşırı düşük değerlendirilmiş hisse senetlerinin %25 oranında daha fazla getiri sağladıkları ortaya çıkmıştır. Ve araştırmacılar bunun sebebi olarak, deneyimsiz yatırımcıların yeni haberlere eski haberlerden daha çok ilgi gösterdiklerini ve değer verdiklerini göstermişlerdir.

Howe (1986) yaptığı çalışmada, hisse senetlerini iyi ve kötü haberli olarak ikiye ayırmış ve hisse senetlerinin elli haftalık getirilerini inceleyerek aşırı tepki anomalisinin varlığını kanıtlayan sonuçlara ulaşmıştır.

Adı geçen araştırmacıların 1990 senesinde yaptıkları başka bir çalışmada ise sadece deneyimsiz yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların bile yeni bilgilere eski bilgilerden daha fazla önem verdikleri görülmüştür (Şerafettin ve diğerleri, ss.23-40).

Kahneman ve Tversky (1990), aşırı ve zayıf reaksiyonun oluşmasında psikolojik faktörleri göz önünde bulundurarak, insanların çok iyi veya kötü haberlere gerekenden fazla veya zayıf tepkiler verdiklerini söyleyerek, bu durumun insanları doğru karar verme şeklinden saptırabileceğini ifade etmektedirler (Güngör, 2003, s.119).

Seyhun (1990), 1987 yılındaki Amerika krizini konu alan çalışmasında, yatırımcıların kriz zamanında aşırı tepki verebildiklerini ve bu tepkinin krizin büyümesinde etkili olduğunu saptamıştır.

Lehmann (1990), NYSE ve AMEX`te 1982-1986 dönemi haftalık verilerini kullanarak aşırı tepki hipotezini test etmiştir. Zıtlık stratejisini uygulayarak, yani bir önceki haftada kaybeden hisse senetlerini alıp kazananları satarak piyasa ortalaması üzerinde getiri elde edilebileceğini kanıtlamıştır.

Chopra, Lakonishok ve Ritter (1992), De Bondt ve Thaler`in ulaştığı bulguları ele alıp yeniden analiz ederek yaptıkları çalışmada önceden aşırı kaybettiren hisse senetlerinin aşırı kazandıran hisse senetlerine oranla iyi performans sergiledikleri ve %5-10 oranında daha fazla getiri sağladıkları sonucuna varılmıştır.

Griffin ve Tversky (1992), çalışmalarında bilgini gücüne (haber olumlu veya olumsuz olmasını) ve ağırlığına (haber istatistiksel açıdan güvenilebilirliği) göre ayırarak insanların daha çok bilginin gücüne önem verdiklerini ileri sürmüşlerdir. Bilginin gücünün yüksek, ağırlığının ise düşük olduğu durumlarda aşırı reaksiyon

oluşurken, bilginin gücünün düşük, ağırlığının yüksek olduğu durumlarda zayıf reaksiyon ortaya çıkmaktadır.

Bloomfield, Libby ve Nelson (2000), aşırı ve zayıf tepki hipotezini zayıf ve yarı-güçlü formda etkinlik açısından ele alarak incelemiştir. Geçmişteki tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı zayıf formda etkin piyasalarda aşırı reaksiyonun, kamuya açıklanan tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı yarı-güçlü piyasalarda ise zayıf reaksiyonun ortaya çıktığı gözlemlenmiştir.

BİST'e yönelik yapılan çalışmalardan olan, 1989 Ekim – 2000 Eylül dönemini kapsayan ve Ülkü (2001) tarafından gerçekleştirilen çalışmada aşırı tepki anomalisinin varlığı ortaya konulmuştur.

Durukan (2004), BİST'de 1988-2003 senelerine ait verileri ele alarak yaptığı çalışmada aşırı reaksiyon anomalisine ilişkin bulgular elde etmiştir. Bunun yanı sıra çalışmada kaybeden portföyün getirisinin ve fiyat dönüşümünün kazanan portföye oranla daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır ve bu durum yatırımcıların kötü haberlere daha fazla tepki vermesi ve kaybetme korkusu ile hisse senetlerini acele elden çıkarması şeklinde açıklanmıştır.

Yücel ve Taşkın (2007), BİST'de 1992-2005 senelerini kapsayan çalışmalarında aşırı tepki hipotezini destekler sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca, zıtlık stratejilerini kullanarak önemli tutarda kar sağlandığı da çalışmada belirtilmiştir.

1.2.3.2. Düşük Tepki (Reaksiyon) Anomalisi

Düşük tepki, yatırımcıların hisse senetleri fiyatlarına ait haberlere veya bilgilere 1-12 aylık dönem içerisinde yetersiz ilgi göstermesi durumudur. Hisse senedi fiyatları ile ilgili iyi haberlere eksik veya zayıf tepki verildiğinde, bu durum düzelinceye kadar yatırımcılar yüksek anormal getiri elde edebilirler. Ayrıca, Barberis ve diğerleri yatırımcıların muhafazakarlık duygularını (yeni bilgi ve bulgularla karşılaştığında

eski inanç ve tutumları değiştirme direnci) yetersiz tepki anomalisine sebep olduğunu ifade etmektedirler.

Düşük reaksiyon Chopra ve diğerleri (1992) tarafından yatırımcıların piyasada ortaya çıkan yeni bilgilere geç tepki vermesi biçiminde tanımlanmıştır. Piyasadaki yeni bilgilere geç tepkinin verilmesi, önceden kazandıran (kaybettiren) hisse senetlerinin ileriki tarihte de kazandırmaya (kaybettirmeye) devam etmesine sebebiyet teşkil etmektedir. Sonuç itibariyle, kazanan hisse senetlerinin alınması ve kaybeden hisse senetlerinin satılması yoluyla meydana getirilecek portföyler kısa dönemde yüksek kazanç sağlayacaktır (Barak, 2006, s.152).

Bernard ve Thomas (1990), 1974-1986 dönemini içeren 2626 firmanın verilerini ele alarak yaptıkları analizde, birinci çeyrekte firmaların 0.34, ikinci çeyrekte 0.19, üçüncü çeyrekte 0.06 oranında pozitif otokorelasyon, dördüncü çeyrekte ise -0.24 oranında negatif otokorelasyon sergilediklerini gözlemlemişlerdir. Otokorelasyonun negatif devam etmesi yatırımcıların kazançlarındaki pozitif değişimi farkedemediklerini ve kazançların rassal yürüyüş sergilediklerine inandıklarını göstermektedir. Bu da yatırımcıların kazanç haberlerine yetersiz tepki gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Jegadeesh ve Titman (1993), hisse senetlerinin getirilerinde altı aylık süreler içinde pozitif otokorelasyon sergilediklerini gözlemlemişlerdir. Kazandıran hisse senetlerinin 6-12 aylık dönemde kazandırmaya devam ettiklerini, kaybettiren hisse senetlerinin de bu dönem içinde kaybettirdiklerini, sonuç olarak hisse senetlerine verilen tepkinin anında olmadığını, zamana yayıldığını, yani yetersiz olduğunu saptamışlardır.

Constantinou ve diğerleri (2003), 1990-1996 yılları arasında İngiltere'deki 500 firmaya yönelik gerçekleştirdikleri araştırmada, kar duyurularının zayıf tepki anomalisine yol açtığını, ayrıca karlarda azalmanın ortaya çıktığı zaman dilimlerinde analizciler tarafından yapılan yorumların da düşük reaksiyon anomalisine sebep teşkil ettiklerini ifade etmişlerdir.

Ülkü (2001), BİST'e yönelik yapılan ve Ekim 1999-Eylül 2000 dönemini kapsayan çalışmada şu bulgulara ulaşmıştır; Hisse senetleri fiyatlarındaki bir ve iki haftalık otokorelasyon anlamsız, 3, 4 ve 6 haftalık otokorelasyon ise anlamlı derecede pozitif çıkmıştır. Ayrıca, BİST'de yabancı yatırımcıların en yoğun alımının Kasım ayı 1999 yılında gerçekleştiğini, fakat endeksin en büyük çıkışının bilginin erişmesinden çok daha sonra (Aralık 1999) olduğunu, sonuç olarak piyasanın bilgiye yetersiz tepki gösterdiği ifade edilmiştir.

Barak (2005), BİST'de düşük tepki anomalisini, temettü ödeme kararları, şirket birleşme kararları, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı kararları doğrultusunda araştırma yapmış ve şu sonuçlara ulaşmıştır: Temettü ödeme kararlarının hisse senetlerinin fiyat değişimlerine olan etkisine yönelik analizde istatistiksel olarak anlamlı normalüstü getiri saptanmamıştır. Temettü ödemeleri öncesinde pozitif anormal getirinin sağlanabileceği görülmüş, temettü ödemesi sonrasında ise hisse senedi getirilerinde düşüş yaşandığı ifade edilmiştir. Şirket birleşme kararları öncesinde otokorelasyon gözlemlenmiştir ki bu da düşük reaksiyonun varlığına işaret etmektedir. Bedelli sermaye artırımı kararının sadece sermaye artırımının yapıldığı gün hisse senedi fiyatındaki hareketliliğe etki ettiği, diğer günlerde ise pozitif veya negatif bir etkinin görülmediği ortaya çıkmıştır. Bedelsiz sermaye artımı kararında, artımın gerçekleştiği gün ve öncesinde pozitif normalüstü getiri hareketi, artım tarihi sonrasında ise negatif normalüstü getiri hareketi gözlemlenerek, BİST'de düşük tepki anomalisini kullanarak ortalamanın üzerinde getiri sağlamanın mümkün olabileceği sonucuna varılmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

ARACI KURUMLAR VE ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

2.1. YABANCI ÜLKELERDEKİ PİYASALARA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Bjerring, Lakonishok, and Vermaelen (1983) araştırmalarında hisse senedi fiyatları ile Kanada'nın önde gelen aracı kurumunun sağladığı tavsiyeler arasında önemli ve pozitif ilişki bulmuşlardır.

Dimson and Marsh (1984) gerçekleştirdikleri çalışmada tahmini getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki korelasyonu ölçmeye çalışmışlar ve analistlerin piyasadaki kazananları kaybedenlerden ayırma gücüne sahip olduklarını ileri sürmüşler.

Stickel (1992) analistlerin performansları ve itibarları arasında pozitif ilişki bulmuştur. Saygın analistlerin diğeri analistlere kıyasla daha gerçekçi kazanç tahminlerinde bulduklarını saptamıştır.

Dugar and Nathan (1995), Jegadeesh and Kim (2006) and Michaely and Womack (1999) çalışmalarında gelişmiş ülkelerde analist tavsiyelerinde pozitif önyargının varlığı yönünde dikkate değer kanıtlara yer vermişler. Bu önyargının en büyük sebebi ise yapılan önerilerin analistlerin çalıştığı firmaların iş uslubu ile tutarlı bir şekilde olması gerektiğinden kaynaklanmaktadır.

Barber et al. (2001), çok olumlu tavsiyelere yönelik hisse senedi alım ve daha az olumlu önerilere yönelik hisse senedi satım stratejilerinin yıllık olarak %4 üzerinde anormal getiri sağladığını kanıtlamıştır.

Jegadeesh et al.'s (2004) yaptıkları çalışmada hisse senedi analistlerinin, çekici özelliklerinden, yüksek işlem hacminden ve pozitif fiyat ivmesinden dolayı yüksek getirili hisseleri önermeyi tercih ettiklerini savunmuşlardır.

Bjerring, Lakonishok ve Vermaelen (1983) tarafından gerçekleştirilen ve Kanada'nın önde gelen aracı kurumlarını kapsayan çalışmada tavsiyelere uyan yatırımcıların önemli derecede pozitif normalüstü getiri sağlayabilecekleri ifade edilmiştir. Yapılan bu çalışmanın amacı Kanada aracı kurumlarını değerlendirerek literatüre katkı sağlamaktır. Kapsam açısından benzer olmasına rağmen bu çalışma öncekilerden farklılık göstermektedir. İlk olarak, aracı kurum tavsiyeleri hem Kanada hem de ABD hisse senetlerini kapsamaktadır ki bu da karşılaştırmalı analize fırsat tanımaktadır. İkincisi, önceki çalışmalara göre bu çalışmada yatırım tavsiyeleri daha az piyasa katılımcısına yayılmıştır. Son olarak, firmalar anormal getiriler hakkında farklı beklentileri yansıtan çeşitli yatırım tavsiyeleri üretmektedirler.

Çalışmanın verileri, 1977 Eylül'den itibaren haftalık "tavsiye" ve "spekülatif" hisse senetleri listesini ve aylık "temsilci" listesini yayınlayan, Kanadalı para yönetim ve yatırım hizmetleri veren şirket tarafından sağlanmıştır.

"Tavsiye" listesindeki hisse senetleri alım senetlerinden oluşmaktadır ve pozitif normalüstü getiri sağlayacağı beklenmektedir. "Spekülatif" hisse senetleri listesi daha riskli görülen ve aracı kurumun üyeleri arasında fikir ayrılığına sebep olan hisse senetlerinden ibarettir. Bu hisse senetleri çalışmaya, bütünlüğü sağlamak uğruna dahil edilmiştir. "Temsilci" listeye ulaşmanın ise iki yolu vardır. İlk olarak, "tavsiye" listesinden düşen hisse senetleri "temsilci" listeye eklenir. İşlem maliyetlerinin olduğu durumda bu tür hisse senetlerini ellerinde bulunduran yatırımcılara satmak, bu hisse senetlerine sahip olmayan yatırımcılara da almak ile ilgili teşvikler yapılmamaktadır. İkincisi, yeni analistler tarafından verilen ilk tavsiyeler de bu "temsilci" grubuna girmektedir. "Temsilci" listesinin varlığı yatırımcılara analistlerin tahminlerinde değişiklik yapabileceklerini göstermektedir.

Çalışmanın verileri, Eylül 1977-Şubat 1981 dönemini içeren ve 179 haftanın verilerinden oluşan tüm "tavsiye", "spekülatif" ve "temsilci" listelerini kapsamaktadır. Anormal getirileri hesaplamak için çalışmada Piyasa Modeli yaklaşımı kullanılmıştır.

Sonuç itibariyle, çalışmanın yaklaşık 3.5 yıllık süresinde aracı firmalar tarafından “önerilen” listenin beklenenden daha iyi performans sergilediği ortaya çıkmıştır. Ayrıca çalışmanın sonuçları aracı kurumların, öneri dönemi süresince pozitif anormal getiri sağlayacak hisse senetlerinin seçiminde müşterilerine üstün hizmet sağladıklarını göstermektedir. Dahası, yapılan tavsiye ve önerilerin içerdiği bilgiler direkt piyasa fiyatlarına yansımamaktadır. Bu çalışmanın bulguları Black, Cheney, Lloyd-Davies ve Canes, Groth ve diğerleri, Copeland ve Mayers'in bulguları ile benzerlik teşkil etmektedir. Son olarak çalışmadan elde edilen sonuçlar finansal analistlerin, müşterilerine bilgi sağlaması ile piyasayı etkin hale getirdikleri yönündedir.

Elton, Gruber, and Grossman (1986), 1981 ve 1983 seneleri arasında 720 analist ve 33 aracı kurumu göz önünde bulundurarak büyük sermaye değerine sahip hisse senetlerini incelemişler. Onlar aylık olarak tavsiyelerdeki yükselme ve düşme duyurularına odaklanarak, yükselme tavsiyelerinin %3.43 pozitif getiri, düşme duyurularının ise %2.26 negatif getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlar. Çalışmanın en büyük zayıflığı aylık getirileri göz önünde bulundurmasıdır. Çünkü eğer piyasalar yeni bilgilere hızlı cevap veriyorsa, aylık getirilerin analizi tavsiyelerdeki değişkenliğe olan yanıtı yeterli olarak ortaya çıkarmayacaktır ve bundan başka aynı ay içerisinde kazanç bültenleri gibi ilgili bilgiler ortaya çıkmış olabilir. Günlük veriler kullanılmadan piyasanın önerilerdeki değişkenliğe yönelik tepkisinin analizinde sapmalar olacaktır.

Konuyla ilgili Beneish (1991) Wall Street Dergisinin “Heard on the street” sütunu üzerine çalışma gerçekleştirmiştir. Beneish yaptığı çalışmada Wall Street Dergisinin “Heard on the Street” sütunundaki al ve sat önerilerinin duyurularını bilginin birincil yayılımı olarak ele almıştır. Beneish veri olarak Wall Street Journal'ın 1978-1979 tarihlerini kapsayan rastgele seçilmiş 100 sayısını kullanmış ve sonuç olarak 286 al ve 118 sat tavsiyesi incelemeye konulmuştur.

Analizcilerin yaptığı tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarına olan etkisi Market Model Prediction Errors (Pazar Modeli Tahmin Hataları) metoduyla incelenmiş ve 30 gün

öncesi ve 30 gün sonrası için gerçekleşen teorik değerler ile gerçek değerler arasındaki farklar bulunmuştur.

Yapılan araştırma sonucu hisse senetlerine yönelik yapılan alım tavsiyeleri için pozitif normalüstü getiri, satım tavsiyeleri için ise ortalaması negatif olan normalüstü getiri gözlemlenmiştir.

Konuyla ilgili diğer bir çalışma 2001 senesinde Narasimhan Jegadeesh, Joonghyuk Kim, Susan D. Krische ve Charles M. C. Lee tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmanın odak noktası analistlerin hisse senedi önerileridir. Analistler farklı hisse senetleri ile ilgili çeşitli bilgileri toplayıp işlemekte, hisse senetlerinin gerçek fiyatı ile piyasa fiyatları arasında ilişki kurmaya çalışmakta ve son olarak her hisse senedinin yatırım potansiyelini sıralamaktadırlar. Elton, Gruber ve Grossman`ın gözlemlediği gibi, bu tavsiyeler analistlerin geniş hisse senedi örnekleme yönündeki yargı ve tercihlerini inceleme fırsatı tanımaktadır.

Bu çalışma analist tavsiyelerinin sağladığı yatırım değerinin kaynaklarını ve bu tavsiyelerdeki değişimleri araştırmaktadır. Bu değer en önemli kaynağı analistlerin değerinin altında veya üstünde olan hisseleri saptamak için firmaya yönelik bilgileri toplama ve işleme yeteneğidir.

Yapılan çalışma aynı zamanda satış yönlü analistlerin hisse senedi önerilerini formüle ederken mevcut bilgilerden ne ölçüde yararlandıklarını da araştırmaktadır. Sonuç olarak, analistlerin kazanç tahmini yaparken çeşitli hisse senedi özelliklerinin gücünü tamamen hesaba katmadıkları bulunmuştur. Ayrıca, araştırma sonucu elde edilen deliller analist önerilerindeki önyargı yönünün aracı kurumların karşılaştıkları ekonomik teşvikler yönünde olduklarını ortaya koydu.

Bu çalışmanın hem finansal akademisyenler, hem de uygulayıcılar yönünden ilgi göreceği tahmin edilmiştir. Akademisyen bakış açısıyla bu çalışma analistlerin hisse senetlerini nasıl değerlendirdiklerini ve onların fiyat oluşumundaki rolünü iyi anlaşılır biçimde ortaya koymaktadır. Yatırımcılar yönünden ise bahsi geçen çalışma analist

tavsiyelerinin yatırım kararlarındaki kullanılabilirlik düzeyini ve kısıtlamalarını sunmaktadır. Son olarak, satış yönlü analistler için ise, yapılan bu çalışma analistlere daha iyi tavsiyeler yapmaları için fikir yardımı bulmaktadır.

Sonuçlar gösteriyor ki analistler genel olarak "çekici" hisse senetlerini "değerli" hisse senetlerine tercih etmektedirler. Yüksek tavsiyeler alan hisse senetleri pozitif momentum (fiyat ve kazançlarda) ve yüksek işlem hacmine (devir hızı oranı ile ölçülen) eğilimli olmaktadır. Bu senetler geçmişte yüksek satış büyümeleri göstermiş ve gelecekte de sağlayacakları kazançlarda hızlı büyümenin olacağı tahmin edilmektedir.

Bu çalışmanın sonuçları önceki bir çok araştırmanın bulgularını anlamaya katkı sağlamaktadır. İlk olarak çalışma, analistler tarafından olumlu tavsiyeler alan hisse senetlerinin diğer olumsuz önerilere sahip hisse senetlerine göre yüksek performans sergilediklerini ortaya koymaktadır. İkincisi, diğer sinyallerin düşük getiri tahmini verdiği hisse senetleri için, olumlu tavsiye almalarına rağmen bu hisse senetleri olumsuz tavsiyeli hisse senetlerinden düşük performans sergilemektedirler. Üçüncüsü, yükseltilmiş hisse senetlerinin düşürülmüş hisse senetlerinden daha yüksek performans sergiledikleri bulgusu elde edilmiştir. Dördüncüsü, elde edilen sonuçlar analistlerin tarafsızlığına yönelik literatüre katkı sağlamaktadır. Bağlı ve bağlı olmayan şirketlerdeki analistlerin hisse senedi tavsiyelerini ve kazanç tahminlerini kıyaslayan önceki çalışmalar, mevcut ve potansiyel yatırım bankacılığı ilişkilerinin analistlerin kararlarını etkilediğini ortaya koymaktadır. Son olarak, bu araştırma analist tavsiyelerine yönelik literatür ve kesitsel gelir ile ilgili çalışmalar arasında bağlantı kurmaktadır. Womack (1996) ve Elton et al. (1986) tarafından gerçekleştirilen önceki çalışmalar, alım (satım) tavsiyeleri alan firmaların sonraki 1-6 ay içerisinde yüksek (düşük) normalüstü getiri elde etmeye eğilimli olduklarını göstermiştir.

Ayrıca analist tavsiyelerine yönelik gerçekleştirilen bu çalışma öneri düzeylerinin değeri ile değişimleri arasında önemli farklılıklar bulmuştur. Araştırmanın neticesi

olarak, analistlerin yüksek ivmeye ve büyüme miktarına sahip hisse senetlerini tercih ettikleri sonucuna varılmıştır. Analizler sonucu analist tavsiyeleri ile ivme endeksi arasında pozitif, karşıt endeksler ile ise negatif korelasyona sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca elde edilen bulgular analist tavsiyelerinin yatırım stratejilerinde hala yararlı bir rol oynadıklarını göstermektedir. Bundan başka, finansal analistler hisse senedi özellikleri ve gelecek getiriler arasındaki ilişkiye daha fazla dikkat ederek hisse senetlerine yönelik tavsiyelerini geliştirebilirler.

Analist tavsiyeleri üzerine yapılan çalışmalardan biri de Narasimhan Jegadeesh ve Woojin Kim tarafından 2006 senesinde gerçekleştirilmiştir. Basında çıkan haberlerde analistlerin kendi tarafsızlıklarından taviz verdikleri ve onların önerilerine itimat eden yatırımcıların yararının aksine yatırım bankacılığı müşterilerinin gözüne girmek için pozitif tavsiyeler verdikleri görülmektedir. Yeni Fortune dergisi, analistler tarafından sunulan yatırım danışmanlığının sahtekar ve çıkar çatışmaları ile dolu ve değersiz olduğunu iddia etmiştir.

Jegadeesh et al (2004) 1985-1999 dönemlerini kapsayan ortalama analist değerlendirmesinde alım tavsiyelerinin daha fazla olduğunu, satış ve güçlü-satış tavsiyelerinin ise bütün önerilerin %5`den az bir kısmını oluşturduğunu rapor etmiştir.

Var olan literatür bulunan önyargılara rağmen analist tavsiyelerinin değer kattığını gösteriyor. Stickel (1995) and Womack (1996) öneri yükseltmelerinin düşüşlerden daha yüksek performans sergileme eğiliminde olduğunu saptamışlardır. Barber et al (2001), Jegadeesh et al (2004), Boni ve Womack (2003) ve Green (2006) ise çok olumlu önerilere sahip hisse senetlerinin daha az olumlu tavsiyelere sahip senetlere göre daha iyi performans sergiledikleri sonucuna varmışlar. Bütün bu bulgular gösteriyorki yatırımcılar tavsiyelerin göreceli seviyelerini hisse senetleri genelinde düşünürlerse veya tavsiyelerin değişimlerine dikkat ederlerse analistlerin tavsiyelerinden faydalanabilirler.

Barber et al (2001) ve Jegadeesh et al (2004) tarafından yapılan önceki çalışmalar analistlerin tavsiyelerinin seviyesine dayalı takvim zamanlı ticaret stratejilerini

incelemişler. Özellikle, stratejilerin daha olumlu önerilere sahip stokları almak ve az olumlu önerilere sahip stokları satmak eğiliminde olduğu görülmüştür. Barber et al (2001) ve Jegadeesh et al (2004), bu stratejilerin önemli ölçüde getiriler sağladığı sonucuna varmışlar.

Jegadeesh et al (2004) önerilere dayalı stratejilerin fiyat-kazanç momentumundan daha fazla getiri sağladığını göstermiştir. Aynı zamanda ticaret stratejilerinin performansını değerlendirmiş ve önerilere dayalı stratejilerin karlılığının herhangi bir momentumdan veya hisse senedi özelliğinden etkilenmediğini ortaya koymuştur.

Ek olarak, ADR`yi takip eden ABD analistleri ve yerli ülkelerin analistlerinin tavsiyelerinin değeri incelenmiş ve ABD analistlerinin diğer yabancı meslektaşlarına göre daha fazla değer kattığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgular göstermektedir ki ABD analistlerinin üstünlüğü için en olası açıklama onların yabancı meslektaşlarından daha yetenekli olduğudur.

Aynı zamanda tavsiye revizyonları etrafında işlem hacimleri incelenmiştir. Yatırımcıların analist tavsiyelerine gösterdiği ilginin derecesinin analistlerin kattığı değere bağlı olduğu beklentisi vardır. İşlem hacmindeki değişiklikler analistlerin çeşitli ülkelerde gördüğü dikkatin ölçümü olarak kullanılmıştır. Sonuç olarak, ABD hisse senedi deneyimleri işlem hacminde daha fazla artış göstermiştir. Bu sonuç ABD`deki analistlerin daha fazla değer kattığı sonucuna da uymaktadır.

Sonuç itibarıyla bu makale G7 ülkelerindeki analist tavsiyelerini ve yapılan bu önerilerin kattığı değeri incelemektedir. Hisse senedi fiyatlarının İtalya dışında diğer tüm ülkelerde tavsiyenin yapıldığı ve onu izleyen sonraki günde önerilere tepki verdiği bulgusuna ulaşılmıştır. En fazla değer katan analist tavsiyelerinin ABD ve Japonya'ya ait olduğu belirlenmiştir.

Diğer bir çalışmanı geliştirmekte olan ülkelerdeki analist tavsiyeleri üzerine Fariborz Moshirian, David Ng, Eliza Wu isimli araştırmacılar 2008 senesinde gerçekleştirmişlerdir. Bugüne kadar yapılan çalışmalara kıyasla bu çalışma 1996-

2005 senelerini kapsayan çok geniş bir gelişmekte olan piyasa örnekleme odaklanmıştır. Ayrıca yapılan çalışma gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi analistlerinin yaptığı tavsiyelerin karşılaştırmalı analizini de sunmaktadır. Aynı zamanda bu araştırma hisse senedi analist tavsiyelerinde etkili olan firmaya özgü faktörlerin daha iyi anlaşılması yönünden literatüre yeni bir bakış getirmiştir.

Çalışmada 13 gelişmekte olan piyasaya (Arjantin, Brezilya, Çin, Şili, Hollanda, Hindistan, İndonezya, İsrail, Kore, Meksika ve Güney Afrika) ait örneklem göz önünde bulundurulmuş ve bu ülkeler için 3 tür veri (tavsiye, hisse senedi getirisi ve muhasebe verileri) kullanılmıştır. Tavsiye ayrıntıları için Institutional Brokers Estimate System (IBES - Kurumsal Aracı Tahmin Sistemi) tarafından toplanan ve 1996 senesi 1 Ocak ve 2005 senesi 31 Aralık dönemini kapsayan veri seti kullanılmıştır. Bu veri tavsiye olunan hisse senetlerinin ismini ve ait olduğu ülkeyi, hisse senedi analist ayrıntılarını, önerilerin düzeyini (Strong Buy, Buy, Hold, Underperform, Sell and Strong Sell) ve önerilerin duyurulduğu tarihi içermektedir. Hisse senedi getirilerine ilişkin veriler Morgan Stanley Piyasa Endeksi DataStreamden sağlanmıştır. Standard and Poors (S&P) Gelişmekte olan Piyasa Veritabanından ise tüm finansal değişkenler yönünden bilgiler, piyasa değeri/defter değeri, fiyat/kazanç oranı, temettü ile ilgili veriler temin edilmiştir.

Kullanılan veriler 2432 firmayı içeren 27,982 Alım ve Güçlü Alım tavsiyesinden ve 1677 firmaya ait 19,783 Düşük performans, Satım ve Güçlü Satım tavsiyesinden ibarettir.

Çalışmada hisse senedi fiyatlarının analistlerin öneri ve tavsiyelerinden önemli derecede etkilendiği ortaya çıkmıştır. Yani gelişmekte olan piyasalarda yatırımcılar analistler tarafından sağlanan değerli bilgileri kullanarak normalüstü getiri elde edebilirler. Ancak analistlerin bu piyasalara kattığı değer değişkenlik göstermektedir ve farklı coğrafi bölgelere sahip analistlerin yetenekleri arasında önemli derecede farklılık görülmemektedir. Piyasa endeksine göre ABD`deki (Barber and Loeffler (1993), Barber et al. (2001) and Womack (1996)) önceki çalışmalarda alım

tavsiyelerinin daha fazla normalüstü getiri sağladığı görülmüştür. Bu çalışmanın sonuçları Lim and Kong (2004), Michaely and Womack (1999) and Womack (1996) bulgularını onaylamaktadır ve Alış önerilerine kıyasla Satış önerilerinin daha büyük ve uzun vadeli etkilerinin olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak hisse senedi fiyatlarının önerilere, tavsiyenin yapıldığı ve onu takip eden gün tepki gösterdiği bulunmuştur. Ayrıca bu çalışmanı gerçekleştiren araştırmacılar gelişmekte olan piyasalarda gelişmiş piyasalara kıyasla güçlü pozitif önyargının varlığını saptamışlar. Yaptıkları kesit analizi ile ise Piyasa-Defter oranının Alım ve Güçlü Alım Tavsiyeleri için birincil gösterge olduğu bulgusu elde edilmiştir. Bu da gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi analistlerinin çekici özellikleri olan yüksek büyüme oranına sahip hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermektedir. Çalışma yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda mevcut yüksek bilgilendirme asimetrisi nedeniyle analist tavsiyeleri yönünde hızlı davranarak normalüstü getiriler elde edebileceklerini ortaya koymaktadır.

2.2. TÜRKİYEYE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

M. Baha Karan ve Yaprak Ressoğlu tarafından 1996 senesinde BİST üzerine bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın temel amacı yatırımcıların haftalık dergilerde yayınlanan tavsiyeler doğrultusunda yatırım kararı verip vermediğini araştırmak ve bu dergilerdeki tavsiyelere göre hisse senedi alındığında normalüstü getiri elde edilip edilemediğini belirlemektir. Bu maksatla yatırımcılara yönelik anket çalışması yapılmış, ayrıca ekonometrik model kurularak uzman görüşlerinin etkinliği araştırılmıştır.

Yatırım kararlarında uzman tavsiyelerinin etkinliğini araştırmak için 12 aracı kurumdan rastgele 250 yatırımcıya yönelik (her bir kurumdan yaklaşık 15-25 yatırımcı) yapılan anketin sonuçlarına göre; yatırımcıların %11.7'sinin gün içi, %16.9'unun günlük, %27.3'ünün haftalık, %32.5'inin aylık, %11.7'sinin ise yıllık

yatırım yaptığı, %30.6`sının tek senete, geri kalanının ise (%69.4) portföye yatırım yaptığı, hisse senedi seçerken %13.1`nin tavsiyelere, %18.8`nin önsezilerine güvendiği, en çok güvenilen tavsiyelerin ise %51.3`ünün aracı kurum uzmanlarına, %23.1`nin haftalık dergilere ait olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca, yatırımcıların %28.8`nin dergilerdeki tavsiyelere dayanarak normalin üzerinde getiri elde edebileceklerine inandığını, hatta bu getirinin yatırım yapıldıktan sonra 15-20 gün içerisinde elde edileceğini (yatırımcıların %33.3`ü), geri kalan %71.2`sinin ise böyle bir şeyin mümkünlüğüne inanmadığını, haftalık dergilerdeki tavsiyelerin yatırımcıların %21.6`sı tarafından iyi niyetli, %15.1`i tarafından yanıltıcı olarak kabul edildiği, yatırımcıların %47.7`sine göre dergilerdeki bu tavsiyelerin temel ve tekniz analize dayanılarak yapıldığı, %30.2`sinin uzman tecrübesine göre, %22.1`nin ise rastgele oluştuklarına inandığı ve son olarak en çok güvenilen derginin %33 oyla Ekonomist dergisi olduğu görülmüştür. Bu sıranı Paramatik (%27.2), Trend (%13.6), Borsamatik (%11.7) ve diğerleri izlemektedir.

Çalışmanın temel hipotezi yatırımcıların uzman görüşlerinden etkilendiği yönündedir ve Ekonomist dergisinin uzman tahminleri köşesindeki tahminler veri olarak alınarak Ocak 1993 – Aralık 1994 tarihleri arasındaki hisse senedi önerileri değerlendirmeye konulmuştur. Çalışmada sadece satın alma önerileri ele alınmış, araştırmanın uygulandığı dönemde dergilerde çok az sayıda hisse senedi satım önerisi bulunduğu için satım önerileri kapsam dışı bırakılmıştır. Çalışmada iki farklı yaklaşım izlenmiştir. İlk yaklaşımda her ay tavsiye edilen hisse senetleri ayrı ayrı değerlendirilmiş ve böylece her bir hisse senedi için tavsiye yapılmadan önceki ayın, tavsiyenin yapıldığı ayın ve onu takip eden ayın tahmin hataları hesaplanarak, bu aylarda pozitif veya negatif normalüstü getiri elde edilip edilmediği belirlenmiştir. İkinci yaklaşımda ise her ay tavsiye edilen hisse senetlerinden portföyler oluşturularak tahmin hataları hesaplanmıştır ve elde edilen sonuçların anlamlılık testleri yapılmıştır.

Kurulan ekonometrik model de anketin sonuçlarını destekleyen niteliktedir. Şöyle ki haftalık dergilerde uzman tavsiyelerinin yayınlandığı ayda ve onu takip eden ayda pozitif normalüstü getiri gözlemlenmiş, ancak istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Bu bulgulara göre, tavsiyeler yapıldıktan sonra orta vadede hisse senetlerinin fiyatları etkilenmemektedir. Sonuç itibariyle uzman tavsiyeleri doğrultusunda hareket eden yatırımcılar normalüstü getiri elde edememektedirler.

Kemal Poyraz ve İlker Nayır, 2002 senesinde menkul kıymetler borsası aracı kurumlarında işlem yapan yatırımcılar üzerine gerçekleştirdikleri çalışmada, müşterilerin sosyo-ekonomik, demografik yapıları ve borsa ile aracı kurum hizmetlerine müteveccih tutumlarını tespit etmek maksadıyla Türkiye`de bir bankanın nezdinde bulunan ve yedi bölgede faaliyetini sürdüren aracı kurumdan yararlanmışlardır. Yedi bölgede 29 merkezde toplam 2200 adet anket formunun uygulanması ve 1674 adet formun değerlendirilmesi yapılmış ve SPSS paket programından yararlanılarak toplam 23 sorudan oluşan anket formlarının dökümü sağlanmıştır.

İlk soruda yaş değişkeni belirlenmeye çalışılmış ve borsa yatırımcılarının büyük kısmının genç ve orta yaşlı yatırımcılardan oluştuğu tespit edilmiştir. Cinsiyet değişkeni açısından erkek yatırımcıların borsada fazlalık teşkil ettiği, bayan yatırımcıların toplam müşterilerin %18`ni oluşturduğu görülmüştür. Eğitim düzeyini tespit etmeye yönelik üçüncü soruya verilen cevaplardan yola çıkarak borsa müşterilerinin %7`sinin ilkokul, %18`nin ortaokul, %44`nün lise, %27`sinin ise üniversite, %4`nün ise lisanüstü mezunu olduğu görülmüştür. Yatırımcıların eğitim düzeylerinin orta öğretim ağırlıklı olması analiz tekniklerinin kullanımındaki yetersizliğe kaynak teşkil etmektedir. Meslek açısından borsa müşterilerinin büyük bölümünün esnaf ve kamu personelinden oluştuğu, müşterilerin büyük kısmının orta gelir seviyeli müşteriler olduğu ortaya çıkmıştır. Türkiyedeki borsada faaliyet yürüten müşterilerin bilinçli olduğunu söyleyenlerin oranı %51 iken, bilinçli olmadıklarını savunanların oranı %49 olarak bulunmuştur. Müşterilerin %40`ı borsayı getiri açısından tercih ettiklerini belirtirken, %31`i borsayı iyi bir yatırım aracı olarak gördüklerini bildirmişlerdir. Müşterilerin %35`i tesadüfi olarak alım satım yaptıklarını savunurken, %50`si konu ile ilgili fikirlerinin olmadığını beyan etmişlerdir. Genel olarak yatırımcıların büyük bir kısmı içgüdüleriyle ve kulaktan dolma bilgilerle

yatırımlarına yön vermektedirler. Yatırım yaparken hiçbir yöntem kullanmayanların yatırım oranı ise %55 olarak tespit edilmiştir. Borsadaki müşterilerin büyük bir kısmı spekülatif hareketleri doğru bulmamaktadırlar (%81lik kısım). Genel itibariyle spekülasyon müşterileri olumsuz etkilese de %52`lik kısım bunun hem negatif hem pozitif etkisinin olduğunu düşünmektedir. Yatırımcıların %79 gibi oldukça yüksek bir bölümü eğitim ve seminer uygulamasının önemli olduğunu savunmaktadır. Çünkü bu uygulamayla bilinçli müşteri yetiştirmek mümkün olacaktır. Ayrıca müşterilerin %54 gibi büyük bir kısmı borsayı 1-4 yıldan bu yana takip ettiklerini bildirmişlerdir. Bu da Türkiye`de yeni borsa kültürünün olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların %32`lik kısmı da borsanı 4-8 yıldan itibaren takip ettiklerini söylemektedirler. %37`lik kısım borsayı kısa dönemli yatırım aracı olarak görmektedir. Borsaya girerken herhangi bir düşüncesi olmayanlar ise %28.5`lik kısmı oluşturmaktadır. Kazanç elde edebilmek için uzun dönemli yatırım önemlidir, çünkü borsayı kısa dönemli yatırım aracı olarak görenler genelde kaybetmektedirler. Müşterilerin yatırım uzmanlarından beklentilerini değerlendirmeye yönelik soruda, %43.7 oranındaki kısım uzmanların daha fazla yönlendirme yapmaları gerektiğini talep ederken, %32.6 oranındaki kısım kriz dönemlerinde uzmanların müşterileri motive etmeleri gerektiğini savunmaktadırlar. Oranlar müşterilerin yeterince yönlendirilmediklerini göstermektedir. Ayrıca müşterilerin %25`lik kısmı yatırım uzmanlarından beklentilerine yanıt alamadıklarını, %50`lik kısım ise kısmen yanıt alabildiklerini ifade etmişlerdir. Borsayı aracı kurumlardan takip edenlerin oranı %32.3, TV/Radyo`dan %25.5, gazete ve ekonomi dergilerinden ise %22.2`dir. İnterneti kullanan yatırımcı oranı ise %15.1`dir. Yatırımcıların %41.3`lük kısmı borsadaki dalgalanmalarda paniğe kapılmaktadırlar, bu da borsadaki dalgalanmalar sırasında panik satış yapma ihtimalinin fazla olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların %40.2`lik kısmına göre dalgalanmalar daha çok siyasi ve ekonomik yapıya bağlıdır. %30.8`lik yatırımcı oranı ise bu dalgalanmaların spekülatif hareketlerin fazlalığından ve yatırımcıların bilinçli hareket etmemelerinden kaynaklandığını savunmaktadır.

Araştırma sonucu, borsa müşterilerinin yaşı ve gelirlerinin etkileşim içerisinde olduğu, yani müşterilerin yaşı arttıkça gelirlerinde yükseliş olduğu gözlenmiştir. Yatırımcıların eğitim düzeyleri ile gelirleri arasında da ilişki tespit edilmiş ve eğitim düzeyinin yükselmesiyle gelirlerin de arttığı görülmüştür. Borsadaki müşterilerin cinsiyeti ile borsayı takip ettikleri kaynakların da ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Zira erkek yatırımcılar borsaya aktif olarak katılmayı tercih ederken, bayan yatırımcılar borsayı uzaktan TV, radio, gazete, ekonomi dergileri, internet gibi araçlarla takip etmeyi tercih etmektedirler. Ayrıca yatırımcılar, eğitim düzeyleri arttıkça analiz tekniklerini daha çok kullanmaktadırlar ve daha mantıklı kararlar vermektedirler. Eğitim düzeyleri yükseldikçe eğitim ve seminer uygulamalarına olan talep de artış göstermiştir.

Analist tavsiyeleri üzerine bir diğer çalışma Oya Altıncılıç ve Robert S. Hansen tarafından 2009 senesinde gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmanın odak noktası mali analiz uzmanlarının verdiği al, elinde tut ve sat önerilerini göz önünde bulundurarak onların bilgi rolünü değerlendirmektir.

Bu çalışma değişim duyuruları etrafında hisse senedi getirilerinin davranışı ile ilgili yeni kanıtlar ortaya koymaktadır. Önceki çalışmalar analist bilgi iletiminin değerini ölçmek için genellikle günlük veya gecelik hisse senedi getirilerini kullanmaktadırlar. Yapılan bu çalışma ise hemen hemen değişimlerin %80'nin bu değişimler yayınlanmadan birkaç saat önce kazanç ve yatırımlar ile ilgili firmaya özgü bilgilerin bırakıldığı kurumsal olaylara yanıt verdiğini göstermektedir. Günlük ve gecelik getirileri alarak analistlerin bilgi rolünü incelemesinde tanıma sorunu ortaya çıkmaktadır, çünkü bu getiriler olaylara yönelik tepkiler içermektedirler, bu da hatalı çıkarımlara sebep olabilmektedir. Bu sorunu ortadan kaldırmak için bu çalışmada günlük revizyon duyuruları etrafında dar getiri intervalleri kullanılmıştır.

Yatırımcıların aracı kurum seçimine yönelik Eser Yeşildağ ve Yusuf Kaderli tarafından 2013 senesinde Türkiye'ye yönelik gerçekleştirilen çalışmada yatırımcıların aracı kuruluş seçimini tetikleyen faktörleri belirlemek amacıyla anket

uygulanmıştır. Uygulanan faktör analizinin sonucuna göre, aracı kuruluş seçiminde sekiz etken söz konusudur.

Çalışmada aracı kuruluşun fiziksel özelliklerinin yatırımcıların aracı kuruluş seçimine etki eden ilk faktör olduğu belirtilmiştir. Yatırımcılar seçtikleri aracı kuruluşta seans salonunun bulunmasına ve o salonda çay, kahve ikramının yapılmasına önem vermektedirler.

Seçimde etkili olan ikinci faktör, bu kuruluşlardaki dealer ve brokerların nitelikleridir. Yatırımcılar için dealer ve brokerlerin teknik ve temel analiz yöntemlerine iyi derecede hakim olmaları önem arz etmektedir.

Seçimde etkili üçüncü etken, hesap açma prosedürleri ve internet hizmetlerinin nitelikleridir. Aracı kuruluşların iyi araştırma departmanına sahip olması, hesap açan yatırımcılara internette borsa işlemi yapma fırsatı tanınması ve hesap açma işlemlerinin süratli şekilde tamamlanması yatırımcılar tarafından önem taşımaktadır.

Seçimde etkili dördüncü faktör, aracı kuruluşlarda alınan komisyon tutarlarıdır. Yatırımcılar işlem komisyonu miktarlarının çok az olmasını ve belirli bir işlem hacminde komisyon tutarının bir kısmının geri ödenmesini istemektedirler.

Seçimde etkili beşinci faktör, aracı kuruluşların kendi müşterilerine gösterdikleri dikkat ve danışmanlık hizmetlerinin kalitesidir. Yatırımcılar için hesap açtıkları kurumların kendilerine temel borsa eğitimi vermeleri, günlük, haftalık ve aylık bültenlerini düzenli bir şekilde paylaşmaları önem taşımaktadır.

Yatırımcıların aracı kuruluş seçiminde etkili olan altıncı faktör, aracı kuruluşların şöhreti ve güvenilirliğidir. Yatırımcılar için seçtikleri aracı kuruluşun müşteri sayısının çok olması ve piyasadaki ünü önem arz etmektedir.

Seçimde etkili yedinci etken, dealer ve brokerlerin cinsiyetidir. Yatırımcılar için çalışan dealer veya brokerlerin erkek olması önem taşımaktadır.

Seçimde etkili sekizinci ve son faktör, aracı kuruluşların hesap açılışındaki nakit limitleri olduğudur. Yatırımcılar hesap açmak için bir nakit limitinin olmamasını istemektedirler.

Sonuç itibarıyla aracı kurum tavsiyelerine yönelik yapılan çalışmaların genelinde analizci tavsiyelerinin hisse senedi getirilerine etki ettiği ve bu etkinin de normalüstü getiri şeklinde ortaya çıktığı görülmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARACI KURUM TAVSİYELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİNİ ÖLÇMEK İÇİN YAPILAN OLAY ÇALIŞMASI

3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI

Çalışmada hisseleri BİST`de işlem gören şirketlerin hisse senetlerine yönelik aracı kurumların hisse alım satımı ile ilgili açıklamalarının hisse senedi fiyatına etkisi incelenmek suretiyle söz konusu işlemlerin yatırımcılar tarafından takip edilmesi halinde aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği araştırılmaktadır. Bu etkinin incelenmesi yoluyla BİST`in yarı güçlü formda etkinliği sınanmaktadır. Çalışmada aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi getirilerini ne yönde etkileyeceği olay çalışması yöntemiyle analiz edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada incelemeye konu olan şirketlerin hisse senetlerine ait getirileri DataStream veri tabanından alınmıştır. Aracı kurum tavsiyeleri ise İş Yatırım`ın web sayfası olan www.isyatirim.com.tr adresinden temin edilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikli olarak, aracı kurumların yaptığı tavsiyelerin yayınlandığı günün 15 gün evveli ve 15 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Bu günlük getiriler göz önünde bulundurularak olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve analizci tavsiyelerinin normalin üzerinde getiri verip vermediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Mevcut çalışmada aracı kurum önerilerinin ilanının göstereceği etkiler önerinin ilan tarihinden 15 gün evvel ve 15 gün sonrası getirileri olmak üzere toplam 31 günün günlük getirilerini kapsayacak şekilde incelenmiştir. Zaman diliminin olay tarihinden 15 gün evvel ve 15 gün sonra seçilmesi ile hisse senedi getirilerinin olaya duyarlılığının daha sağlıklı biçimde ölçmek amaçlanmıştır. Zira olay penceresinin gerekenden uzun seçilmesi çalışmanın gücünü zayıflatmakta ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere yol açabilmektedir.

Olay günü ve etrafındaki günler olmak üzere 31 günlük (-15,15) aşırı getirilerin tespitinden sonra, bu getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı t test istatistiği ile test edilmiştir.

3.2. ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ VE YÖNTEM

Belirtildiği üzere araştırmaya İş Yatırım`ın haftalık yatırım raporlarından alınan veriler dahil edilmiştir. İş Yatırım bu raporlarda en çok kazandırmasını ya da en çok kaybettirmesini bekledikleri hisse senetlerini gözlem altında tutmaktadır. Raporlarda adı geçen hisse senetlerinin hepsi BİST`e kote olan şirketlere ait senetlerden oluşmaktadır. İş Yatırım`ın raporlarında bu hisse senetlerine yönelik önerilen ve önerilmeyen liste olmak üzere iki grup oluşturulmuştur. Oluşturulan bu listelerdeki hisse senetlerine ait getiriler ise DataStream veri tabanından elde edilmiştir. Bu verilerin analizinde olay çalışmasından yararlanılmıştır.

Olay çalışmasına yönelik ilk çalışma 1933 senesinde Dolley tarafından gerçekleştirilmiştir. Dolley bu çalışmasında, 1921 ve 1931 yılları arasındaki 95 adet hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara olan etkilerini incelemeye çalışmıştır. Günümüzde kullanılan olay çalışması yönetimini ortaya koyan ilk çalışma ise 1968 senesinde Ball ve Brown tarafından yapılmıştır. Konu ile ilgili diğer bir çalışma ise 1969 senesinde Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından gerçekleştirilmiştir (Sakarya, 2011).

Olay çalışması, bir olay meydana geldiğinde piyasanın bu olaya verdiği sıradışı tepkiyi ölçmede kullanılan yaklaşımdır. Diğer bir ifade ile, olay çalışması, herhangi bir olayın hisse senedinin performansını uzun ya da kısa dönemde artırdığı ya da artırmadığı konusunda sonuca ulaşılmasını sağlayan ve piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntemdir (Kaderli, 2007, s. 147) (Çakır & Gülcan, 2012, s. 81). Olağandışı getiriler olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. Olay çalışması, piyasada ortaya çıkan bir olayın işletmenin değeri üzerindeki etkisine

kilitlenmektedir. Şirket değeri üzerine olan bu etkilerin normalüstü getiriler olarak görülmesi beklenmektedir (Mutan & Topcu, 2009).

Olay çalışması, piyasada duyurulan havadislere hisse senedi fiyatlarının hangi çabuklukta tepki gösterdiğini ölçmek amacıyla kullanılan bir yaklaşımdır (Kaderli, 2007, s. 147). Olay pencerelerinin çok uzun seçilmesi istatistiki yönden yapılan çalışmanın gücünü ve anlamlılık düzeyini negatif etkileyebilmektedir (Kothari & Warner, 2007). Buna karşın olay penceresinin kısa seçilmesi ise elde edilen sonuçların daha güvenilir olmasını sağlamaktadır (Antweiler & Frank, 2006). Vaka çalışması ile alakalı tek bir model bulunmamakla beraber bir çok finansal olay çalışmasında birbirini takip eden dört adım yer almaktadır (Eppli & Tu, 2005). Bu adımlar; vakanın tanımlanması, olay penceresinin (event window) belirlenmesi, olayın tesirlerinin değerlendirilmesi ve modeli test ederek sonuçların yorumlanması.

Bu çalışmada araştırmaya konu olan vaka aracı kurum tavsiyeleri, olayın gerçekleşme zamanı bu tavsiyelerin duyurulduğu tarih, olay penceresi ise önerilerin duyurulduğu tarihin 15 gün evveli ve 15 gün sonrası şeklinde belirlenmiştir.

Sonuç itibariyle olay çalışmasının hedefi, bir olayın pazara ilk ilan edildiği tarih etrafında ilave getiri sağlayıp sağlamadığını tespit etmektir. Fazla getiriler, önerilerin yayınlanmadığı veya haberlerin duyurulmadığı anda olan normal getirilerden düşük ya da yüksek olan getirilerdir ve “anormal getiriler” olarak bilinir.

Matematiksel olarak hisse senetlerinin aşırı getirisini veya Anormal getirileri aşağıdaki gibi formüle edebiliriz (Yazıcı & Muradoğlu, 2002):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Formüldeki AR_{it} ; i hisse senedinin t günündeki olağandışı veya normalüstü getirisini, R_{it} ; i hisse senedi için t gününde gerçekleşen getiriyi, R_{mt} ; i hisse senedi için t gününde ortaya çıkan pazar getirisini, yani normal beklenen getiriyi ifade etmektedir.

Olay çalışmalarında ilk aşama olarak her bir şirket için her bir güne ait fiili getiri oranları ile pazar getiri oranları arasındaki fark alınarak anormal getiriler hesaplanır.

İkinci aşamada, her bir anormal getirinin toplam şirket sayısına oranı alınarak Ortalama Anormal Getiri (OAG) elde edilir. Şu formül ile gösterebiliriz:

$$OAG_{it} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{1}{N}\right) AG_{it}$$

Son aşamada ise örneklemdaki hisse senetlerinin sağladıkları bu OAG`ler sırasıyla birbirleriyle toplanarak Kümülatif Anormal Getiri (KAG) elde edilir. Formül ile ifade edebileceğimiz şekli şudur:

$$KAG_{it} = \sum_{i=1}^N OAG_{it}$$

Bu merhaleler sonucu elde edilen KAG 0`dan farklılık gösterdiği takdirde incelemeye konu olan olayın hisse senedi fiyatlarını etkilediğini söyleyebiliriz ve yani yatırımcılar bu senetlerden normalin üzerinde getiri elde edebilirler. Bu nedenden dolayı, anormal getiri sağlamak mümkün olduğundan bu piyasa etkin değildir.

3.3. ÇALIŞMADA KULLANILAN HİPOTEZLER

Çalışmamızda aracı kurumların önerilen ve önerilmeyen listelerine yönelik hipotezler şu şekilde oluşturulmuştur:

Yapılan çalışmada ilk beklenti, yatırımcıların öneri listesine dahil edilen şirketlere ait hisse senetlerine yaptığı yatırımlardan aşırı getiri elde etmeleri yönündedir. Yani yatırımcılar analizcilerin yaptığı yorumlara olumlu yaklaşarak onların önerdiği hisse senetlerini değerlendirmeye çalışmaktadırlar. Bu beklentiler doğrultusunda H₁ hipotezine göre; Aracı kurum öneri listesine eklenen şirketlere ait hisse senetlerinden pozitif anormal getiri elde edilebilir. Bu durum H₁=KAG>0 şeklinde ifade edilebilir.

İkinci beklentimiz, yapılan duyuruların sonunda listeden düşülen şirketlere ait hisse senetlerinin bu duyurulardan negatif etkilendiğini yönündedir. Çünkü analizciler değerlendirmeleri sonucu herhangi bir olumsuzluktan kaynaklanarak bu şirketleri öneri listesinden çıkarmışlar ve aracı kurumların tavsiyelerine önem veren

yatırımcıların bu önerileri dikkate alarak listeden çıkarılan hisse senetlerine ilgisinin azalmasıyla mevcut hisselerin fiyatında düşüş gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu beklentiye göre H_2 hipotezi, “Aracı kurum öneri listesinden çıkarılan şirketlere ait hisse senetlerinden negatif anormal getiri elde edilir” şeklinde ifade edilecektir. Yani, $H_2=KAG<0$.

Şirketle ilgili olumsuz durumlardan kaynaklanarak analizciler bir takım şirketleri önerilmeyen listesine dahil etmişler. Bu durumda beklentimiz aracı kurum önerilmeyen listeye dahil edilen şirketlerin bu duyurulardan etkilenecek şekilde hisse senetlerinin fiyatında düşüş yaşanmasıdır. Başka bir ifade ile yatırımcıların bu hisse senetlerine olan ilgisi azalacaktır ve yatırım yapmaktan kaçınacaklardır. H_3 hipotezine göre; Aracı kurum önerilmeyen listesine giren şirketlerin duyuru sonrası hisse senedi fiyatlarında düşüş yaşanır. Bu durum $H_3=KAG<0$ şeklinde ifade edilebilir.

Analizler sonucu aracı kurumların bazı şirketlerin isimlerini önerilmeyen listeden çıkarmak yönünde yaptığı duyurular yatırımcılar tarafından pozitif değerlendirildiğinde bu şirketlerin hisse senetlerine ilgi artabilir, çünkü şirket ile ilgili olumsuz durum giderildiğinden bu şirketler önerilmeyen listede artık yer almamaktadır ve bu durum mevcut hisselerin fiyatında artışa neden olabilecektir. Bu beklentimizden yola çıkarak H_4 hipotezini şu şekilde oluşturabiliriz; Aracı kurum önerilmeyen listesinden çıkarılan şirketlerin duyuru sonrası hisse senedi fiyatları artar. Yani, $H_4=KAG>0$.

Bu hipotezlerin hepsiyle aslında piyasanın etkinliği ölçülmektedir. Normalde yapılan duyuruların piyasaya olumlu veya olumsuz etkisinin olmaması gerekir ki bu durum piyasanın etkin olduğunu göstermektedir. Yani piyasa etkin olduğunda duyurulara anında tepki vermektedir ve böyle piyasalarda aşırı getiriler söz konusu değildir. Ama çalışmada duyuru öncesi ve sonrası etkiler görüldüğü için piyasanın etkin olmadığı kanaatine varabiliriz.

3.4. BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

2007-2015 seneleri içerisinde yatırım analizcilerinin şirketlerin hisse senetlerine yönelik yapmış oldukları önerilerin duyurulduğu tarihten itibaren 15 gün evvelki ve 15 gün sonraki döneme ait fiili getiri oranlarından yola çıkarak önerilen ve önerilmeyen hisse senetleri için Ortalama Anormal Getiriler (OAG) ve Kümülatif Anormal Getiriler (KAG) hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

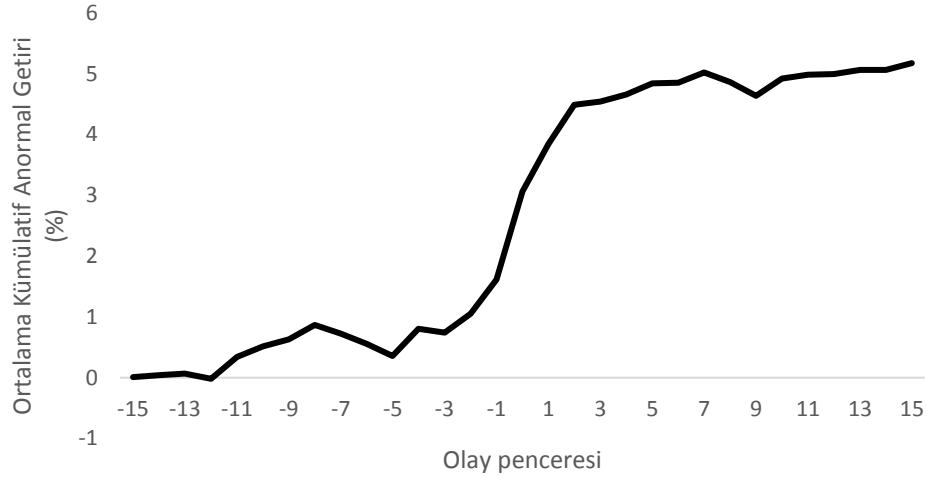
Tablo 1`de öneri listesine eklenen hisse senetleri ile ilgili sonuçlar yer almaktadır. Bu tablodan da görüldüğü gibi öneri listesine eklenen hisse senetlerinde en yüksek anormal getiri duyurunun yapıldığı gün gerçekleşmiştir ve onu +1 günündeki getiri takip etmektedir. Olay günü %1,448`lik ortalama anormal getiri hesaplanmıştır ve istatistiksel açıdan %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur ($t=5,562$). Hesaplanan getirilerden -1, +1 ve +2 günündeki getiriler de istatistiksel olarak anlamlıdır. Tablodan görüldüğü gibi yatırımcılar olay günü ve onu takip eden iki gün içerisinde yapılan duyurulara olumlu tepki vermektedirler. Olay sonrası 2. günden sonra piyasa tepkisi normal seviyelere ulaşsa da, 15 günlük olay penceresinde fiyatlarda olay öncesi seviyeye dönüş gözlenmemiştir. Başka bir ifadeyle, tavsiye sonrası hisse senetleri ile ilgili yeni bir fiyat seviyesi oluşmuş ve bu seviye kısa vadede korunmuştur. Bu durum, yatırımcıların uzman tavsiyelerini önemli ölçüde dikkate aldığını ve yatırım kararlarını bu tavsiyeleri dikkate alarak verdiğini göstermektedir. Tavsiye öncesi fiyat hareketliliği incelendiğinde ise, özellikle duyuru öncesi ilk gün önerilen hisse senedi fiyatlarının yükselmeye başladığı görülmektedir. Bu sonuç, önerilen hisse senetleri ile ilgili yatırımcıların duyuru öncesinde bir beklentilerinin olduğunu ve bazı yatırımcıların bu doğrultuda pozisyon aldığını işaret etmektedir. Diğer bir muhtemel açıklama ise, hisse senedi fiyatlarının duyuru öncesinde bir artış trendi içerisinde oldukları ve uzman tavsiyelerinin bu trendi dikkate alarak yatırımcılara “al” tavsiyesi verdikleridir.

Olay gününden önceki gün anlamlı pozitif getirinin olması tavsiyelerin daha önceden bilinen kişiler tarafından kullanıldığını veya piyasaya bilgi sızdığını gösterebilir. Kesin yargıya varabilmek için Kümülatif Anormal Getirilerin de yorumlanması gerekir.

Yine Tablo 1`den görüldüğü üzere, öneri listesine eklenen hisse senetlerinin KAG`leri olay tarihinden 15 gün önceki ve 15 gün sonraki zaman diliminde sıfırdan pozitif yönde farklı olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak, aracı kurum tavsiyelerinin duyurulmasıyla değerlendirilmeye alınan şirketlere ait hisse senetlerinden normalin üzerinde getirilerin sağlanabileceği tespit edilmiştir. Öneri listesine eklenen hisse senetlerine bakıldığında duyurunun yapıldığı ilk gün aşırı getiri görülmektedir ve bu etki istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır ($t=5,562$; $z=4.88$). Duyurudan önceki gün de %5 seviyesinde anlamlı olarak normalüstü getiri görülmüştür.

Ayrıca Tablo 1`in alt bölümünde yer alan $[-5,-1]$, $[-1,+1]$, $[-5,+5]$ ve $[-15,+15]$ olay aralıkları için hesaplanan Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler istatistiksel açıdan %1 ve %5 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Sonuç itibarıyla, tavsiyelerin duyurulduğu olay gününü takip eden günlerde hisse senetlerinde aşırı getiri söz konusudur. Hisse senetlerinde açıklama öncesi ve sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir ve dolayısıyla H_1 hipotezimiz kabul edilmiştir. Yani yatırımcılar aracı kurum tavsiyelerine pozitif tepki vermektedirler. Başka bir deyişle, öneri listesine eklenen hisse senetleri ile aracı kurum tavsiyeleri etkileşim içerisindedir ve bu etkileşim duyurudan sonraki 15 gün içerisinde de devam etmektedir. $[-15,+15]$ aralığında elde edilen ortalama kümülatif anormal getiriler Şekil 1`de gösterilmiştir. Şekil 1`den görülebileceği gibi duyuru öncesi başlayan fiyat hareketliliği duyurudan sonraki günlerde de devam etmektedir. Duyurudan 15 gün öncesi ve 15 gün sonrası dikkate alınarak hesaplanan kümülatif anormal getiriler incelendiğinde kümülatif anormal getirilerin %5`in üzerinde olduğu görülmektedir.

Şekil 1: Önerilen Hisse Senetleri Listesine Dahil Edilen Hisse Senetlerinin Kümülatif Anormal Getirisi [-15,+15]



Diğer yandan, olay günü normalüstü getiri elde eden hisse senedi sayısının toplam hisse senedi sayısına oranı yaklaşık %72 seviyesindedir. Bu oran duyurudan sonraki iki günde yaklaşık %58-60 seviyesindedir. Bu sonuç, kümülatif anormal getirilerden elde edilen sonuçları doğrulamaktadır. Analize dahil edilen hisse senetlerinin önemli bir bölümü duyuru sonrası normalüstü getiri elde etmiştir.

Tablo 1: Öneri Listesine Eklenen Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

| Gün | OAG(%) | t(OAG) | OKAG(%) | t(OKAG) | % AG ≥ 0 | z-değeri |
|-----|--------|-----------|---------|-----------|----------|----------|
| -15 | 0,009 | (0,042) | 0,009 | (0,042) | 48,82 | (-0,27) |
| -14 | 0,030 | (0,148) | 0,039 | (0,120) | 47,24 | (-0,62) |
| -13 | 0,030 | (0,137) | 0,069 | (0,186) | 48,03 | (-0,44) |
| -12 | -0,087 | (-0,464) | -0,018 | (-0,043) | 43,31 | (-1,51) |
| -11 | 0,358 | (1,862) | 0,341 | (0,703) | 56,69 | (1,51) |
| -10 | 0,177 | (0,958) | 0,518 | (0,985) | 59,84 | (1,54) |
| -9 | 0,112 | (0,722) | 0,629 | (1,134) | 48,03 | (-0,44) |
| -8 | 0,241 | (1,254) | 0,871 | (1,459) | 53,54 | (0,80) |
| -7 | -0,142 | (-0,773) | 0,729 | (1,210) | 43,31 | (-1,51) |
| -6 | -0,173 | (-1,095) | 0,556 | (0,870) | 46,46 | (-0,80) |
| -5 | -0,198 | (-1,160) | 0,358 | (0,551) | 40,94 | (-2,04) |
| -4 | 0,445 | (2,233)* | 0,803 | (1,129) | 55,12 | (1,15) |
| -3 | -0,062 | (-0,305) | 0,741 | (1,015) | 50,39 | (0,09) |
| -2 | 0,311 | (1,477) | 1,052 | (1,500) | 55,91 | (1,33) |
| -1 | 0,564 | (2,607)** | 1,616 | (2,308)* | 59,84 | (2,22)* |
| 0 | 1,448 | (5,562)** | 1,448 | (5,562)** | 71,65 | (4,88)** |
| 1 | 0,779 | (3,605)** | 2,226 | (6,361)** | 59,84 | (2,22)* |
| 2 | 0,649 | (2,822)** | 2,875 | (6,775)** | 58,27 | (1,86)* |
| 3 | 0,052 | (0,309) | 2,927 | (6,554)** | 44,09 | (-1,33) |
| 4 | 0,115 | (0,674) | 3,041 | (6,589)** | 48,03 | (-0,44) |
| 5 | 0,185 | (1,082) | 3,226 | (6,533)** | 50,39 | (0,09) |
| 6 | 0,008 | (0,045) | 3,234 | (6,169)** | 45,67 | (-0,98) |
| 7 | 0,170 | (0,840) | 3,404 | (6,321)** | 54,33 | (0,98) |
| 8 | -0,16 | (-0,100) | 3,388 | (6,042)** | 49,61 | (-0,09) |
| 9 | -0,223 | (-1,143) | 3,165 | (5,465)** | 46,46 | (-0,80) |
| 10 | 0,284 | (1,378) | 3,449 | (5,241)** | 54,33 | (0,98) |
| 11 | 0,060 | (0,317) | 3,509 | (5,350)** | 51,97 | (0,44) |
| 12 | 0,012 | (0,070) | 3,521 | (5,041)** | 46,46 | (-0,80) |
| 13 | 0,067 | (0,363) | 3,558 | (5,071)** | 46,46 | (-0,80) |
| 14 | -0,001 | (-0,004) | 3,587 | (4,917)** | 51,18 | (0,27) |
| 15 | 0,114 | (0,557) | 3,701 | (5,021)** | 44,88 | (-1,15) |

Olay Penceresi (%)

| | | |
|-----------|-------|----|
| [-5,-1] | 1,060 | * |
| [-1,+1] | 2,791 | ** |
| [-5,+5] | 4,286 | ** |
| [-15,+15] | 5,317 | ** |

Notlar. OAG, OKAG ve AG sırasıyla ortalama anormal getiri, ortalama kümülatif anormal getiri ve anormal getiriyi ifade etmektedir. "Gün" sütununda yer alan "0" ifadesi önerinin yapıldığı günü göstermektedir. %AG örneklemdeki sıfırdan büyük gözlem sayısının toplam gözlem sayısına oranını ifade etmektedir. Z değerleri %AG değerlerinin 0,5'ten büyük olma olasılığını test eden değerlerdir. ** ve * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. Tablonun alt kısmında farklı olay pencerelerindeki ortalama kümülatif anormal getiriler raporlanmıştır. Örneklem büyüklüğü 126'dır.

Tablo 2`de önerilen hisse senetleri listesinden çıkarılan hisse senetlerinin anormal ve kümülatif anormal getirileri sunulmaktadır. Tablo incelendiğinde özellikle olay günü listeden çıkartılan hisse senetlerinde $\%-0,65$ düzeyinde anlamlı bir düşüş gözlenmiştir. Olay sonrası 10 günlük süre incelendiğinde listeden çıkartılan hisse senedi fiyatlarında anormal düşüş gözlenmektedir. 10. günden sonra ise hisse senedi fiyatlarında bir miktar toparlanma görülse de, bu durum önceki kayıpları azaltacak seviyede değildir. Bu sonuç, piyasanın uzman tavsiyelerinin yatırımcılar tarafından dikkate alındığına ve yatırımcıların bu hisse senetlerini portföylerinden çıkarma eğiliminde olduklarına işaret etmektedir.

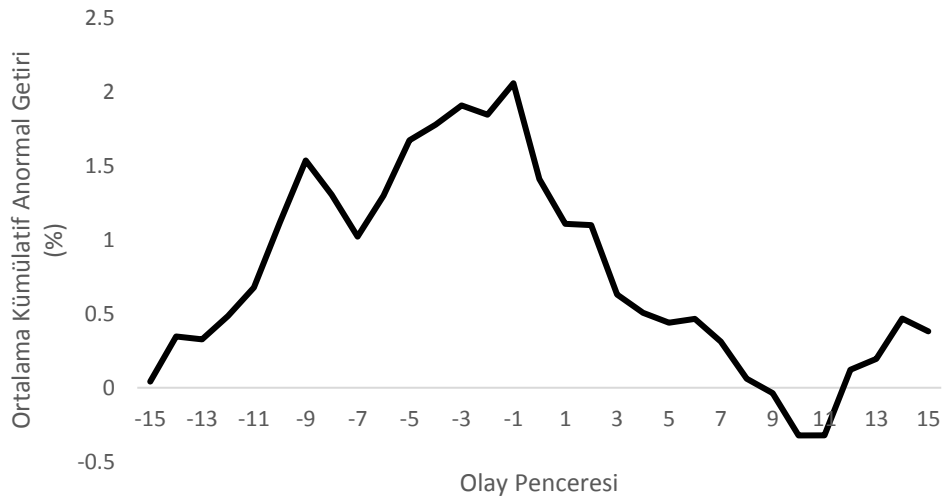
Kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ise 0-15 gün aralığında listeden çıkartılan hisse senetlerinin fiyatlarında yaklaşık $\%1,6$ düşüş yaşandığı görülmektedir. Olay günü sonrası elde edilen negatif kümülatif anormal getirilerin tamamı istatistiksel olarak anlamlıdır. Ek olarak, olay günü ve olaydan bir sonraki gün öneri listesinden çıkartılan hisse senetlerinin yaklaşık $\%65-66$ 'lık bölümünde düşüş yaşamıştır. Bu sonuç da listeden çıkarılma duyurusunun yatırımcılar tarafından olumsuz bir haber olarak görüldüğü ve yatırımcıların bu hisse senetlerini portföylerinden çıkarma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Sonuç olarak, listeden çıkartılan hisse senedi fiyatlarında duyuru sonrası anormal düşüş yaşanacağı şeklinde oluşturulan H_2 hipotezimiz kabul edilmiştir.

Tabloda dikkat çeken diğer bir nokta ise duyuru öncesi hisse senedi getirilerinin genel olarak pozitif olmasıdır. Duyuru öncesini kapsayan 15 günlük olay penceresinin 11 gününde hisse senedi fiyatları artmıştır. İş yatırım raporları incelendiğinde hisse senetlerinin öneri listesinden çıkartılmasının en büyük nedenlerinden biri olarak hisse senetlerinin kendilerinden beklenen potansiyele ulaşması ve gelecekte bu hisse senetlerinden geçmişe oranla olumlu performansın beklenmemesi olarak belirtilmiştir. Diğer bir ifadeyle, yatırım uzmanlarının bir zamanlar pozitif getiri sağlayan hisse senetlerini artık istenilen performansı gösteremeyecekleri ve yeterince getiri sağlamayacakları düşüncesiyle öneri listesinden çıkarmış olmalarıdır. Tablo 2'nin alt bölümünde raporlanan farklı olay

pencereleri dikkate alınarak elde edilen kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamsız olmasının en önemli nedeni budur. Sonuç itibarıyla öneri listesinden hisse senetlerinin düşülmesi ile bağlı duyuru pozitif trende sahip şirketleri negatif etkilemiştir ve yatırımcılar bu hisse senetlerine yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar.

Şekil 2’de öneri listesinden çıkartılan hisse senetlerinin [-15,+15] olay penceresi içerisindeki ortalama kümülatif anormal getirileri görülmektedir. Şekilde dikkate çeken en önemli nokta fiyatlarda duyuru öncesi yaşanan yükselişin aksine duyuru günü ve sonrasında yaşanan büyük düşüştür. Duyurudan sonraki hafta hisse senedi fiyatlarında bir miktar toparlanma yaşansa da hisse senedi fiyatlarının duyuru öncesi seviyelerine ulaştığını söylemek mümkün değildir. Duyurudan sonraki günlerde anlamlı negatif getiriler görüldüğü için H_2 hipotezimiz kabul edilmiştir. Yani yatırımcılar aracı kurum tavsiyelerine kulak vererek öneri listesinden düşülen hisse senetlerine yatırım yapmamaktadırlar.

Şekil 2: Önerilen hisse senetleri listesinden çıkartılan hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri [-15,+15]



Tablo 2: Öneri Listesinden Çıkan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

| Gün | OAG(%) | t(OAG) | OKAG(%) | t(OKAG) | % AG ≤ 0 | z-değeri |
|--------------------|--------|------------|---------|------------|----------|----------|
| -15 | 0,041 | (0,241) | 0,041 | (0,241) | 50,86 | (0,19) |
| -14 | 0,306 | (1,713) | 0,347 | (1,428) | 44,83 | (-1,11) |
| -13 | -0,020 | (-0,109) | 0,327 | (1,130) | 50,86 | (0,19) |
| -12 | 0,157 | (0,865) | 0,484 | (1,431) | 48,28 | (-0,37) |
| -11 | 0,193 | (1,034) | 0,677 | (1,749) | 47,41 | (-0,56) |
| -10 | 0,439 | (2,004)* | 1,116 | (2,418)* | 44,83 | (-1,11) |
| -9 | 0,419 | (1,921) | 1,535 | (2,905)** | 41,38 | (-1,86) |
| -8 | -0,232 | (-1,460) | 1,303 | (2,336)* | 56,03 | (1,30) |
| -7 | -0,283 | (-1,284) | 1,020 | (1,671) | 50,00 | (0,00) |
| -6 | 0,277 | (1,302) | 1,297 | (1,968) | 52,59 | (0,56) |
| -5 | 0,375 | (1,529) | 1,672 | (2,138)* | 48,28 | (-0,37) |
| -4 | 0,106 | (0,503) | 1,778 | (2,023)* | 50,86 | (0,19) |
| -3 | 0,129 | (0,575) | 1,907 | (2,112)* | 53,45 | (0,74) |
| -2 | -0,062 | (-0,263) | 1,846 | (1,877) | 50,00 | (0,00) |
| -1 | 0,212 | (0,817) | 2,058 | (1,942) | 56,03 | (1,30) |
| 0 | -0,647 | (-2,670)** | -0,647 | (-2,670)** | 66,38 | (3,53)** |
| 1 | -0,302 | (-1,467) | -0,949 | (-3,122)** | 64,66 | (3,16)** |
| 2 | -0,010 | (-0,054) | -0,959 | (-2,665)** | 47,41 | (-0,56) |
| 3 | -0,468 | (-2,265)* | -1,428 | (-3,640)** | 57,76 | (1,67)* |
| 4 | -0,123 | (-0,572) | -1,550 | (-3,992)** | 50,86 | (0,19) |
| 5 | -0,067 | (-0,292) | -1,617 | (-3,627)** | 50,00 | (0,00) |
| 6 | 0,025 | (0,111) | -1,592 | (-3,411)** | 54,31 | (0,93) |
| 7 | -0,153 | (-0,789) | -1,745 | (-3,338)** | 56,03 | (1,30) |
| 8 | -0,252 | (-1,255) | -1,997 | (-3,536)** | 54,31 | (0,93) |
| 9 | -0,096 | (-0,503) | -2,093 | (-3,621)** | 49,14 | (-0,19) |
| 10 | -0,286 | (-1,282) | -2,379 | (-3,859)** | 50,86 | (0,19) |
| 11 | 0,001 | (0,003) | -2,379 | (-3,638)** | 49,14 | (-0,19) |
| 12 | 0,442 | (2,082)* | -1,937 | (-2,978)** | 42,24 | (-1,67) |
| 13 | 0,075 | (0,431) | -1,861 | (-2,992)** | 54,31 | (0,93) |
| 14 | 0,271 | (1,312) | -1,590 | (-2,420)* | 48,28 | (-0,37) |
| 15 | -0,087 | (-0,415) | -1,677 | (-2,424)* | 55,17 | (1,11) |
| Olay Penceresi (%) | | | | | | |
| [-5,-1] | 0,760 | | | | | |
| [-1,+1] | -0,737 | | | | | |
| [-5,+5] | -0,857 | | | | | |
| [-15,+15] | 0,381 | | | | | |

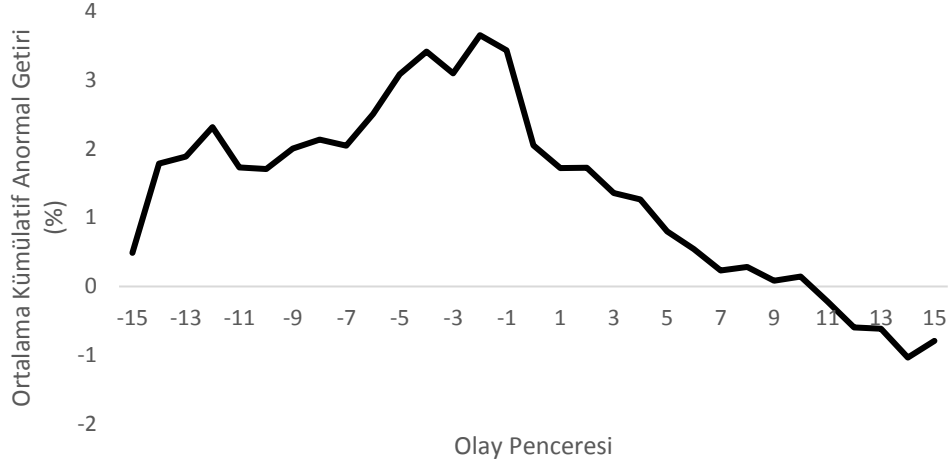
Notlar: OAG, OKAG ve AG sırasıyla ortalama anormal getiri, ortalama kümülatif anormal getiri ve anormal getiriyi ifade etmektedir. "Gün" sütununda yer alan "0" ifadesi önerinin yapıldığı günü göstermektedir. %AG örneklemdaki sıfırdan küçük gözlem sayısının toplam gözlem sayısına oranını ifade etmektedir. Z değerleri %AG değerlerinin 0,5'ten küçük olma olasılığını test eden değerlerdir. ** ve * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. Tablonun alt kısmında farklı olay pencerelerindeki ortalama kümülatif anormal getiriler raporlanmıştır. Örneklem büyüklüğü 116'dır.

Tablo 3`te önerilmeyen hisse senetleri listesine dahil edilen hisse senetleri ile ilgili olay çalışmasının sonuçları verilmiştir. Tablodan da görüldüğü gibi önerilmeyen listesine eklenen hisse senetlerinde duyurunun yapıldığı gün %1.378`lik negatif anormal getiri görülmüştür ve bu değer %1 düzeyinde anlamlılık teşkil etmektedir ($t=3.122$).

Duyuru sonrası kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ise, Tablo 2`deki duruma benzer bir durumla karşı karşıya olduğumuz görülmektedir. Duyuru öncesi ortaya çıkan olumlu fiyat hareketleri, duyuru sonrası fiyatlarda düşüş şeklinde kendini göstermiştir.

Tabloda dikkat çeken önemli bir nokta da duyuru sonrası fiyatlardaki düşüşün istikrarlı olarak devam etmesidir. Bu sonuç, olay günü görülen fiyat düşüşlerinin fiyat baskısından çok duyurunun bilgi içeriği ile ilgili olduğu görüşünü desteklemektedir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar önerilmeyen hisse senetleri listesine eklenen firmaların gelecekte olumsuz performans göstereceğine inanmakta ve bu hisse senetlerini portföylerinden kalıcı olarak çıkarmaktadırlar. Duyuru sonrası 15 günlük sürede oluşan fiyatlardaki yaklaşık %4`lük düşüş bu görüşü destekler durumdadır. 31 günlük olay penceresi kapsamında oluşan kümülatif anormal getirilerin sunulduğu Şekil 3`te de duyuru sonrası fiyatlardaki düşüş açık bir şekilde görülmektedir.

Şekil 3: Önerilmeyen hisse senetleri listesine dahil edilen hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri [-15,+15]



Sonuç itibariyle önerilmeyen listeye hisse senetlerinin eklenmesi piyasada negatif haber özelliği taşıdığı için ve genelde yatırımcılar da negatif haberlere anında tepki verdikleri için bu listeye dahil edilen hisse senetlerine yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Bu yüzden mevcut hisse senetlerinin fiyatında düşüş yaşanacaktır. Yorumlardan yola çıkarak H_3 hipotezimiz kabul edilmiştir. Yani yatırımcıların aracı kurum tavsiyelerine kulak vererek negatif haberlere hemen tepki vermesi sonucu hisse senetleri negatif trend izlemektedir ve doğal olarak da fiyatları düşmektedir.

Tablo 3: Önerilmeyen Listesine Eklenen Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

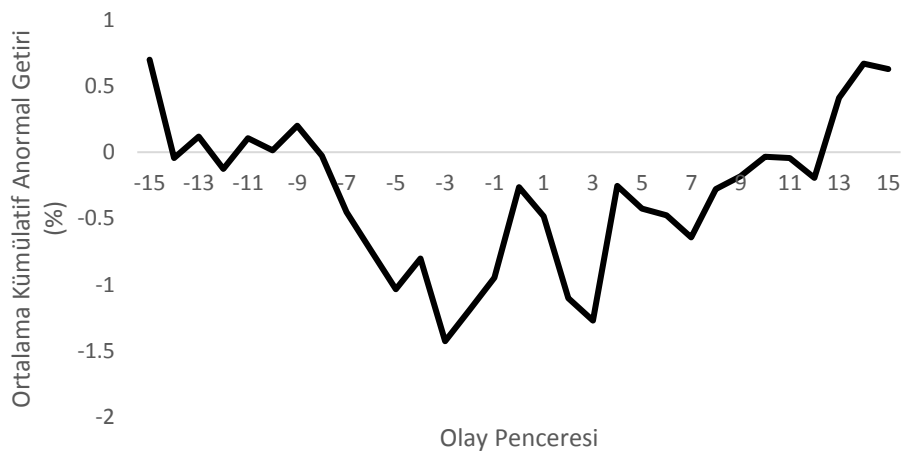
| Gün | OAG(%) | t(OAG) | OKAG(%) | t(OKAG) | % AG ≤ 0 | z-değeri |
|---------------------------|--------|------------|---------|----------|----------|----------|
| -15 | 0,487 | (1,439) | 0,487 | 1,439 | 43,33 | (-0,73) |
| -14 | 1,297 | (3,199)** | 1,785 | 3,737** | 33,33 | (-1,82) |
| -13 | 0,102 | (0,180) | 1,887 | 2,201* | 46,67 | (-0,36) |
| -12 | 0,426 | (1,444) | 2,313 | 2,379** | 50,00 | (0,00) |
| -11 | -0,585 | (-1,335) | 1,727 | 2,311* | 70,00 | (2,19)** |
| -10 | -0,023 | (-0,061) | 1,704 | 2,553* | 36,67 | (-1,46) |
| -9 | 0,299 | (1,111) | 2,003 | 2,737** | 43,33 | (-0,73) |
| -8 | 0,131 | (0,597) | 2,133 | 2,702* | 46,67 | (-0,36) |
| -7 | -0,090 | (-0,433) | 2,044 | 2,642* | 60,00 | (1,09) |
| -6 | 0,462 | (1,535) | 2,505 | 2,958** | 40,00 | (-1,09) |
| -5 | 0,575 | (1,823) | 3,080 | 3,289** | 43,33 | (-0,73) |
| -4 | 0,329 | (1,116) | 3,409 | 3,386** | 36,67 | (-1,46) |
| -3 | -0,317 | (-0,954) | 3,093 | 3,097** | 50,00 | (0,00) |
| -2 | 0,555 | (1,252) | 3,648 | 3,320** | 43,33 | (-0,73) |
| -1 | -0,222 | (-0,412) | 3,426 | 3,105** | 56,67 | (0,73) |
| 0 | -1,378 | (-3,123)** | -1,378 | -3,123** | 73,33 | (2,55)** |
| 1 | -0,330 | (-0,782) | -1,708 | -2,707* | 60,00 | (1,09) |
| 2 | 0,003 | (0,011) | -1,705 | -2,778** | 53,33 | (0,36) |
| 3 | -0,365 | (-1,122) | -2,070 | -3,434** | 50,00 | (0,00) |
| 4 | -0,091 | (-0,351) | -2,161 | -3,226** | 46,67 | (-0,36) |
| 5 | -0,467 | (-1,856) | -2,628 | -3,339** | 70,00 | (2,19)** |
| 6 | -0,253 | (-0,948) | -2,880 | -3,322** | 56,67 | (0,73) |
| 7 | -0,315 | (-1,462) | -3,196 | -3,647** | 63,33 | (1,46) |
| 8 | 0,051 | (0,207) | -3,144 | -3,951** | 53,33 | (0,36) |
| 9 | -0,197 | (-0,789) | -3,341 | -4,329** | 66,67 | (1,82)* |
| 10 | 0,062 | (0,170) | -3,279 | -3,620** | 50,00 | (0,00) |
| 11 | -0,364 | (-1,427) | -3,643 | -3,876** | 63,33 | (1,46) |
| 12 | -0,375 | (-1,089) | -4,018 | -4,006** | 56,67 | (0,73) |
| 13 | -0,018 | (-0,075) | -4,036 | -3,876** | 53,33 | (0,36) |
| 14 | -0,421 | (-1,379) | -4,457 | -3,994** | 53,33 | (0,36) |
| 15 | 0,240 | (0,693) | -4,217 | -3,203** | 53,33 | (0,36) |
| Olay Penceresi (%) | | | | | | |
| [-5,-1] | 0,921 | | | | | |
| [-1,+1] | -1,930 | * | | | | |
| [-5,+5] | -1,707 | | | | | |
| [-15,+15] | -0,791 | | | | | |

Notlar: OAG, OKAG ve AG sırasıyla ortalama anormal getiri, ortalama kümülatif anormal getiri ve anormal getiriyi ifade etmektedir. "Gün" sütununda yer alan "0" ifadesi önerinin yapıldığı günü göstermektedir. %AG örneklemdaki sıfırdan küçük gözlem sayısının toplam gözlem sayısına oranını ifade etmektedir. Z değerleri %AG değerlerinin 0,5'ten küçük olma olasılığını test eden değerlerdir. ** ve * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. Tablonun alt kısmında farklı olay pencerelerindeki ortalama kümülatif anormal getiriler raporlanmıştır. Örneklem büyüklüğü 30'dur.

Tablo 4`te önerilmeyen hisse senetleri listesinden çıkartılan hisse senetleri ile ilgili olay çalışmasının sonuçları verilmiştir. Tablodan görülebileceği gibi, her ne kadar olay günü piyasanın duyuruya %0,686 düzeyinde pozitif tepki verdiği görülse de bu tepki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Olaydan sonraki günler incelendiğinde ise ne ortalama anormal getiriler ne de kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. Olay günü pozitif anormal getiri gerçekleşen hisse senedi sayısının örneklemdaki toplam hisse senedi sayısına oranı yaklaşık olarak 0,54`tür ve z değeri anlamsızdır. Bu da, önerilmeyen hisse senedi listesinden çıkartılma duyurusunun piyasa üzerinde herhangi bir olumlu etki yaratmadığını göstermektedir.

Şekil 4`te olay gününden 15 gün öncesi ve 15 gün sonrasını içeren kümülatif anormal getiriler gösterilmektedir. Grafikten de görülebileceği gibi duyuru sonrası süreçte hisse senedi dalgalı bir seyir izlemiştir. Her ne kadar duyuru sonrası ilk iki gün hisse senedi fiyatlarında bir miktar artış gözlemlense de, piyasanın duyuruya olumlu tepki verdiğini doğrulayacak herhangi bir bulguya rastlanmamıştır.

Şekil 4: Önerilmeyen Hisse Senetleri Listesinden Çıkartılan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi [-15,+15]



Ayrıca $[-5,-1]$, $[-1,+1]$, $[-5,+5]$ ve $[-15,+15]$ olay aralıklarını inceleyecek olursak bu aralıklar için hesaplanan Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Sonuç itibarıyla, tavsiyelerin duyurulduğu olay gününü takip eden günlerde hisse senetlerinde aşırı getiri söz konusudur, fakat bu etki istatistiki olarak anlamsızdır, yani önerilmeyen listesinden çıkarılan hisse senetleri duyurudan pozitif etkilenmemiştir. Bunun nedeni olarak, negatif haberlerin pozitif haberlere göre daha etkili olduğu söylenebilir. Yani yatırımcılar olumsuz haberlere hemen tepki verirken olumlu haberlere tepki vermeleri daha uzun sürebilir. Hisse senetleri önerilmeyenler listesinden düşülmesine rağmen yatırımcılar hala bu hisse senetleri ile ilgili şüphe duyabilirler, belki de yatırımcıların bu duyurulara tepkisi daha uzun vadede ortaya çıkacaktır. Sonuç olarak, duyuru sonrası anlamlı pozitif anormal getiri görülmediği için H_4 hipotezimiz redd edilmiştir.

Tablo 4: Önerilmeyen Listesinden Çıkan Hisse Senetlerinin Anormal Getirisi

| Gün | OAG(%) | t(OAG) | OKAG(%) | t(OKAG) | % AG ≥ 0 | z-değeri |
|---------------------------|--------|----------|---------|----------|----------|----------|
| -15 | 0,699 | (2,433)* | 0,699 | (2,433)* | 69,23 | (1,96)* |
| -14 | -0,742 | (-1,806) | -0,044 | (-0,087) | 46,15 | (-0,39) |
| -13 | 0,162 | (0,563) | 0,118 | (0,193) | 61,54 | (1,18) |
| -12 | -0,245 | (-0,736) | -0,126 | (-0,196) | 50,00 | (0,00) |
| -11 | 0,233 | (0,484) | 0,107 | (0,130) | 50,00 | (0,00) |
| -10 | -0,092 | (-0,195) | 0,015 | (0,014) | 50,00 | (0,00) |
| -9 | 0,184 | (0,946) | 0,199 | (0,198) | 50,00 | (0,00) |
| -8 | -0,226 | (-0,467) | -0,027 | (-0,025) | 61,54 | (1,18) |
| -7 | -0,426 | (-0,654) | -0,453 | (-0,352) | 53,85 | (0,39) |
| -6 | -0,292 | (-0,779) | -0,745 | (-0,559) | 50,00 | (0,00) |
| -5 | -0,291 | (-0,706) | -1,036 | (-0,909) | 34,62 | (-1,57) |
| -4 | 0,232 | (0,591) | -0,804 | (-0,686) | 50,00 | (0,00) |
| -3 | -0,624 | (-1,164) | -1,428 | (-1,082) | 46,15 | (-0,39) |
| -2 | 0,238 | (0,520) | -1,190 | (-0,902) | 57,69 | (0,78) |
| -1 | 0,241 | (0,715) | -0,948 | (-0,680) | 53,85 | (0,39) |
| 0 | 0,686 | (1,643) | 0,686 | (1,643) | 53,85 | (0,39) |
| 1 | -0,221 | (-0,628) | 0,465 | (0,865) | 57,69 | (0,78) |
| 2 | -0,620 | (-1,830) | -0,155 | (-0,257) | 46,15 | (-0,39) |
| 3 | -0,168 | (-0,470) | -0,322 | (-0,498) | 38,46 | (-1,18) |
| 4 | 1,018 | (2,588)* | 0,696 | (0,950) | 50,00 | (0,00) |
| 5 | -0,172 | (-0,566) | 0,523 | (0,629) | 53,85 | (0,39) |
| 6 | -0,052 | (-0,139) | 0,471 | (0,543) | 53,85 | (0,39) |
| 7 | -0,165 | (-0,471) | 0,306 | (0,360) | 46,15 | (-0,39) |
| 8 | 0,365 | (1,443) | 0,671 | (0,721) | 53,85 | (0,39) |
| 9 | 0,097 | (0,283) | 0,768 | (0,769) | 57,69 | (0,78) |
| 10 | 0,146 | (0,421) | 0,914 | (0,940) | 61,54 | (1,18) |
| 11 | -0,008 | (-0,024) | 0,906 | (0,973) | 61,54 | (1,18) |
| 12 | -0,152 | (-0,456) | 0,754 | (0,777) | 53,85 | (0,39) |
| 13 | 0,606 | (1,634) | 1,360 | (1,321) | 61,54 | (1,18) |
| 14 | 0,257 | (0,586) | 1,617 | (1,303) | 57,69 | (0,78) |
| 15 | -0,040 | (-0,136) | 1,577 | (1,295) | 65,38 | (1,57) |
| Olay Penceresi (%) | | | | | | |
| [-5,-1] | -0,203 | | | | | |
| [-1,+1] | 0,706 | | | | | |
| [-5,+5] | 0,320 | | | | | |
| [-15,+15] | 0,628 | | | | | |

Notlar: OAG, OKAG ve AG sırasıyla ortalama anormal getiri, ortalama kümülatif anormal getiri ve anormal getiriyi ifade etmektedir. "Gün" sütununda yer alan "0" ifadesi önerinin yapıldığı günü göstermektedir. %AG örneklemdaki sıfırdan büyük gözlem sayısının toplam gözlem sayısına oranını ifade etmektedir. Z değerleri %AG değerlerinin 0,5'ten büyük olma olasılığını test eden değerlerdir. ** ve * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. Tablonun alt kısmında farklı olay pencerelerindeki ortalama kümülatif anormal getiriler raporlanmıştır. Örneklem büyüklüğü 26'dur.

SONUÇ

Etkin Piyasalar Hipotezi'nin belirttiği üzere, hisse senedi fiyatları yeni gelen haberlere çabucak tepki vermeli ve kimse piyasadan normalin üstünde getiri elde edememelidir. Hipoteze göre hisse senedi fiyatı, herkes tarafından ulaşılabilen bilgiyi yansıtmaktadır. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, fiyatlar piyasaya yeni dahil olan bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir ve böyle bir piyasada yatırımcının normalin üstünde getiri elde etmesi imkansızdır.

Yatırımcıların piyasaya yeni giren bilgileri değerlendirerek fiyatlara yansıttığını, dolayısıyla bu bilgilerin kullanılarak işlem maliyetleri düşüldükten sonra normalin üstünde bir getiri elde etmenin mümkün olmadığını savunan Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre, hisse senetleri piyasasında bilgisel etkinliğin üç derecesi vardır. Zayıf form etkinliğin hisse senetleri ve piyasaya ilişkin bilgileri, yarı güçlü form etkinliğin henüz kamuya açıklanmamış bütün bilgileri, güçlü form etkinliğin ise kamuya açıklanmamış özel bilgileri yansıttığı kabul edilmektedir. EPH'ne göre kamuya açıklanan veya açıklanmayan tüm bilgiler hızlı bir şekilde yatırımcıların tümüne ulaşacağından ve dolayısıyla bu bilgiler hızlı bir biçimde fiyatlara yansıtacağından normalin üstünde getiri sağlanamamaktadır. Fakat bu hipotez aleyhine olan kanıtlar anomalilerdir ve farklı anomali türleri ile sürekli normal üstü getiri elde edilebilmektedir. Literatürde bazı anomalilerin varlığı bulunmuşsa da, anomalilerin varolmadığını bulan çalışmalar da mevcuttur. Etkin Piyasalar Hipotezinin içeriği ile ilgili bilgiler ve piyasanın etkin olmadığını gösteren anomali türleri ile ilgili bilgiler birinci bölümde nakledilmiştir.

Uzun yıllardır borsa, gazete veya dergilerde yayımlanan analizci tavsiyelerinin hisse senedi fiyatına etkisinin varlığını ve bu tavsiyelerin kullanılarak anormal getirinin elde edilip edilemediği tartışma konusu olmuştur. Bu konuda bu güne kadar yapılan önemli çalışmalardan bazılarında ikinci bölümde yer verilmiştir. Sonuç olarak bu konuda yapılan çalışmaların genelinde aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatları üzerinde özellikle kısa vadede etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmaların

bazılarında aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatı üzerinde duyuru sonrası oluşan fiyat baskısından kaynaklı kısa süreli bir fiyat hareketi olduğu tespit edilirken, diğer çalışmalarda ise aracı kurum tavsiyelerinin bilgi içeriğinden dolayı duyuruların uzun vadeli etki yarattığı, başka bir ifadeyle duyuru sonrası ilgili hisse senetlerinde yeni bir fiyat dengesi olduğu gözlenmiştir.

Son yıllarda aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarına olan etkisi üzerine Türkiye’de herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Özellikle 2002 sonrası artan yabancı sermaye girişi ve gelişen menkul kıymetler borsası, aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatları üzerinde olan etkisinin ve aynı zamanda piyasa etkinliğinin günümüz koşullarında yeniden incelenmesini gerekli kılmaktadır. Bu doğrultuda çalışmanın üçüncü ve son bölümünde 2007-2015 yılları arası İş Yatırım aracı kurumunun yatırım tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarına olan etkisi olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir.

Çalışmanın veri seti, Eylül 2007 – Nisan 2015 döneminde BİST’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerine yönelik aracı kurumların yaptıkları öneri ve tavsiyelere göre toplam 299 önerilen ve önerilmeyen hisse senetlerini kapsamaktadır. Bu öneri ve tavsiyelere göre 127 hisse senedi öneri listesine eklenmiş, 116 hisse senedi öneri listesinden çıkarılmış, 30’u önerilmeyen listeden düşürülmüş ve 26’sı da önerilmeyen listeye ilave edilmiştir.

Çalışmada araştırmaya konu olan şirketlere ait hisse senetlerinin getirileri DataStream veri tabanından alınmıştır. Aracı kurum tavsiyeleri ise İş Yatırım’ın resmi internet adresi olan www.isyatirim.com.tr’den temin edilmiştir. Duyurunun yayınlandığı gün, yani olay günü (0) olarak kabul edilmiştir. Olay gününden önceki günler -1, -2, ..., -10 ve olay gününden sonraki günler ise +1, +2, ..., +10 olarak numaralandırılmıştır ve her bir güne ait ayrı ayrı hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmında, aracı kurum öneri ve tavsiyelerinin duyurulma tarihi olay günü olarak alınmış ve olay günü çevresinde 15 gün olack şekilde toplam 31

günlük (-15, +15) anormal getiriler saptanarak bu getirilerin 0`dan farklı olup olmadığı %95 ve %99 güvenirlilik düzeyinde t test istatistiği ile test edilmiştir.

Yapılan olay çalışması analizi sonucunda, önerilen hisse senedi listesine giren şirketler pozitif anormal getiri elde ederken bu listeden çıkan hisse senetleri için ise piyasa duyuruya olumsuz tepki vermiştir.

Aracı kurumun oluşturduğu diğer bir öneri grubu da önerilmeyen hisse senedi listesidir. Bu listeye dahil olan hisse senetlerinin fiyatlarında olay sonrası anlamlı bir düşüş gözlenirken, bu listeden çıkan hisse senetleri ile ilgili olarak ise herhangi bir anlamlı tepki gözlenmemiştir. Bu durum, her ne kadar piyasanın olumlu veya olumsuz haberlere anlamlı tepkiler verdiğini gösterse de, olumsuz bir haberin ortadan kalkmasına (önerilmeyen hisse senedi listesinden çıkma) piyasanın herhangi bir tepki vermediği sonucunu doğurmuştur.

Sonuç olarak elde edilen bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatları üzerinde kısa vadede etkili olduğu, duyuru sonrası 15 günlük süre zarfında duyuru öncesi fiyat seviyelerine bir geri dönüş olmadığı ve son olarak piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuç Türkiye’de önceki yıllarda yapılan çalışmaların (Karan ve Ressamoğlu, 1996; Yazıcı ve Muradoğlu, 2002) bulgularından farklı olsa da, literatürdeki birçok çalışma sonucuyla paraleldir.

Yaptığımız çalışmanın en önemli kısıtı tek bir aracı kurum kullanılmasıdır. Bunun sebebi ise diğer aracı kurumların geriye dönük önerilerine düzenli bir şekilde ulaşmanın mümkün olmamasıdır. Fakat çalışmada ele alınan İş Yatırım da büyük ve etkili bir aracı kurumdur. Bahsedebileceğimiz diğer bir kısıt ise, veri kayıtları eksikliği nedeniyle tarih olarak çok eski verilere ulaşılamamasıdır. Daha eskiye dayalı verilerin de göz önünde bulundurulmasının, aracı kurum tavsiyelerinin hisse senedi fiyatına etkisini ölçmek açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Aracı kurum tavsiyelerinin kullanılarak normalin üzerinde getiri elde edilip edilemeyeceğinin araştırıldığı bu çalışmada hisse senedi piyasasının yarı güçlü formda etkinliği de test edilmiştir. Çalışmanın hisse senedi piyasasının yarı güçlü formda etkin olup olmadığı hususunda literatürde görüş oluşturulmasına yardımcı olacağı da beklenmektedir.

Analizci tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisiyle ilgili kesin sonuca varılabilmesi için veri seti genişletilerek ve diğer aracı kurum sitelerinde yer alan, ayrıca haftalık dergilerde yayımlanan analizci tavsiyelerinin de dikkate alınıp bu konuda daha fazla çalışmanın yapılması gerekmektedir. Ayrıca, çalışmanın amacı aracı kurumların performans değerlendirmesi olmadığı için yatırım önerilerinin uzun vadeli performansı kapsam dışında bırakılmıştır. Sonraki çalışmalarda aracı kurum portföylerinin uzun vadeli performansları incelenerek piyasa etkinliği ile ilgili elde edilen sonuçlar genişletilebilir. Diğer taraftan, vaka çalışması analizine ek olarak çok değişkenli analiz yöntemleri yoluyla firmaya özgü değişkenlerin de analize eklenerek bu değişkenlerin anormal getiriler üzerindeki etkisine bakılabilir.

KAYNAKLAR

- ABDİOĞLU, Z. ve N. DEĞİRMENCİ (2013), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Mevsimsel Anomaliler", *Business and Economics Research Journal*, Volume 4, Number 3, s.55-73.
- ALTINKILIÇ, Oya ve Robert S. HANSEN (2009), "On the Information Role of Stock Recommendation Revisions", *Journal of Accounting and Economics*, s. 17-36.
- ANTWEILER, W. ve Murray Z. FRANK (2006), "Do U.S. Stock Markets Typically Overreact to Corporate News Stories?" Working Paper, University of British Columbia.
- AYBAR, C.B. (1993). "Day of the Week Anomaly; A Contrary Evidence from Istanbul Stock Exchange", *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 22(1) Nisan, ss. 157-168.
- BALABAN, E. (1995), "*January Effect Yes! What about Mark Twain Effect*", The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper no: 9509.
- RAYY, B. Ray ve Brown PHILIP (1968), "An Emprical Evaluation of Accounting Numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 159-178.
- BARAK, O. (2006), "*Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri – İMKB'de Bir Uygulama–*", Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BARAK, O. ve E. DEMİRELLİ (2006), "İMKB'de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", *10. Ulusal Finans Sempozyumu Bildirisi*.
- BARAK, O. (2008), "*Davranışsal Finans; Teori ve Uygulama*, Ankara, Gazi Kitabevi.
- BARBERIS, N., Andrei SHLEIFER and Robert VISHNY (1998), "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 307-343.

- BARONE, E. (1990), "The Italian Stock Market Efficiency and Calendar Anomalies", *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 483-510.
- BERGES, A., J. J. MCCONNELL, G. SCHLARBAUM (1984), "The Turn-of –the-Year in Canada", *The Journal of Finance*, Vol.39, No.1, pp. 185-192.
- BERNAD, V. L., J. K. THOMAS (1990), "Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings For Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, pp. 305-340.
- BERUMENT, Hakan, Ali İNAMLİK ve Halil KIYMAZ (2004), "Borsa Değişkenliğinde Haftanın Gün Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası", *İşletme Ve Finans Dergisi*, Sayı 223, s. 91-102.
- BİLDİK, R. (2000), *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB üzerine Ampirik bir Çalışma*, İMKB yayını, İstanbul.
- BJERRING, H. James, Josef LAKONISHOK and Theo VERMAELEN (1983), "Stock Prices and Financial Analysts` Recommendations", *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 1, pp. 187-204.
- BLOOMFIELD, Robert, Robert LIBBY ve W. Mark NELSON (2000), "Underreactions, Overreactions and Moderated Confidence", *Journal of Financial Markets*, V:3, pp.113-137.
- CARMICHAEL, Jeffrey ve Michael POMERLEANO (2002), *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*, The World Bank.
- CHEN, M. W, J. ZHU (2005), "Do Investors in Chinese Stock Market Overreact?", *Journal of Accounting and Finance Research*, Vol. 13, No. 3, pp. 17 – 25.
- CHONG, R., R. HUDSON, K. KEASEY & K. LITTLER (2005), "Pre-Holiday Effects: International Evidence on the Decline and Reversal of a Stock Market Anomaly", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, pp. 1226-1236.

- CHOPRA, Navin, Josef LAKONISHOK ve Jay R. RITTER (1992), "Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 235-268.
- CONSTANTINA, P. C., W. P. FORBES, L. SKERRATT (2003), "*Analyst Underraction in the United Kingdom*", *Financial Management*, pp. 93-106.
- CORHAY, Albert – Hawawini, Gabriel – Michel PIERRE (1987), "Seasonality in the Risk-Return Relationship: Some International Evidence", *Journal of Finance*, No.42, pp. 49-68.
- COŞKUN, Yener (2010), "Aracı Kurumların Risk Haritası", *Sermaye Piyasası Dergisi 1 (3)*, ss. 52-74.
- COUTTS, A. J. & M. A. SHEIKH (2002), "The Anomalies That Aren't There: The Weekend, January and Pre-holiday Effects on the all Gold Index on the Johannesburg Stock Exchange 1987-1997", *Applied Financial Economics*, 12(12), pp. 863-871.
- CROSS, F. (1973), "The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays", *Financial Analysts Journal*, Vol. 29, pp. 67-69.
- ÇAKIR, Hafize Meder ve Zehra GÜLCAN (2012), "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi", *Mali Çözüm Dergisi*, ss. 79-108.
- ÇİNKO, M. ve E. AVCI (2009), *International Business and Economics Research Journal*, cilt 8, sayı 11, ss.45-50.
- DE BONDT, Werner F. M. ve Richard THALER (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 55, July, pp. 793-805.
- DİCLE, M. F. & M. K. HASSAN (2007), "Day of the Week Effect in Istanbul Stock Exchange", *Scientific Journal of Administrative Development*, 5, pp. 1-27.

- DURUKAN, Banu (2004). "Aşırı Tepki Hipotezi; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar", *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Üniversitesi Sempozyum Kitabı*, İstanbul.
- DÜNYA BANKASI, "Turkey: Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets Report", February. Report No: 25467-TU, 2003
- TOPALOĞLU, Emre Esat, İlhan EGE ve Dilek COŞKUN (2012). "Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB`de Test Edilmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s.180.
- EPPLI, Marke J. and Charles C. TU (2005). "An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion", *Journal of Shopping Center Research*, Vol. 12, No. 2, pp. 117–130.
- ERDOĞAN Muammer, Bekir ELMAS (2010), "Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 14 (2), s.1-22.
- FAMA, Eugene E. (1991), "Efficiency in Capital Markets", *Journal of Finance*, Cilt. 46, No. 5, Aralık, pp.1575-1617.
- FAMA, Eugene, L. FISHER, Michael JENSEN and R. ROLL (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, V:IO, February, pp. 1-21.
- GIVOLY, D., A. OVAIDA (1983), "Year-End Tax-Induced Sales and Stock Market Seasonality", *Journal of Finance*, 38, pp. 171-186.
- GRIFFIN, D. ve A. TVERSKY (1992), "The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence", *Cognitive Psychology*, V:24, ss. 411-435.
- GÜNGÖR, Bener (2003), "Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi", *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 17, Sayı 1-2, s. 114.
- HARIS, L. (1989), "A Day-End Transaction Price Anomaly", *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol. 24, No. 1, pp. 29-45.

- HOWE, John S. (1986), "Evidence on Stock Market Overreaction", *Financial Analysts Journal*, July-August, pp. 74-77.
- JAFFE, J., R. WESTERFIELD (1985), "Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of the Year Effects", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 20, pp. 261-272.
- JAFFE, J., R. WESTERFIELD (1989), "Is There a Monthly Effect in Stock Market Returns? Evidence From Foreign Countries", *Journal of Banking and Finance*, 13, pp. 237-244.
- JEGADEESH, N., S. TITMAN (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, pp. 65-91.
- JEGADEESH, N., Joonghyuk KIM, Susan D. KRISCHE and Charles M. C. LEE (2004), "Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?", *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, pp. 1083-1124.
- JEGADEESH, N., Woojin KIM (2006), "Value of Analyst Recommendations: International Evidence", *Journal of Financial Markets*, pp. 274-309.
- KADERLİ, Yusuf (2007), "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 36, Ekim, ss. 144–154.
- KADİYALA, P. and R. Rau (2001), "It's All Under-Reaction", Purdue University Working Paper, 1-38
- KARAN, M. B. (2004), "*Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*", Gazi Kitabevi, Ankara.
- KARAN, M. B. ve Y. RESSAMOĞLU (1996), "Haftalık Borsa Dergilerindeki Görüşlerin Hisse Senetleri Performanslarına Etkileri", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Fakülteler Dergisi*, Sayı II.

- KIM, C. W., J. PARK (1994), "Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.29, No.1, pp. 145-157.
- KOTHARI, S. P. and J. B. WARNER (2007), "*Econometrics of Event Studies*," Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 1 (1), Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series.
- KURTAY, Selma (2007), "*Hisseleri İMKB`de İşlem Gören Şirketlerin Büyük Ortak ve Yöneticilerinin Hisse Alım Satım Açıklamalarının Hisse Fiyatına Etkisi*", Doktora Tezi, s. 75.
- LAKONISHOK, J., S. SMIDT (1988), "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", *The Review of Financial Studies*, Vol.1, No.4, pp. 403-425.
- LEHMANN, B. N. (1990), "Fads, Martingales, and Market Efficiency." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, pp.1-28.
- MENEU, V., A. PARDO (2003), "Pre-Holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour", *Journal of Empirical Finance*, 11, pp. 231-246.
- MILLS, T. C. and J. A. COUTTS (1995), "Calender Effects in the London Stock Exchange FT-SE indices", *The European Journal of Finance*, 1, pp. 79-83.
- MOSHIRIAN, Fariborz, David NG and Eliza WU (2008), "The value of stock analysts` recommendations: Evidence from emerging markets", *International Review of Financial Analysis*, pp. 74-83.
- MUTAN, Oya C. ve Ayhan TOPCU (2009), "*Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990–2009 Tarihleri Arasında YaÇanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi*", SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- MYERS, S. C., R. A. BREALEY, A. J. MARCUS (2007), "*İşletme Finansının Temelleri* ", 5. Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık.

- PANDEY, I.M. (2002). "Seasonality in the Malaysian stock market: 1992-2002". *Journal of Financial Management and Analysis*, 15(2), pp. 37-44.
- POYRAZ, Kemal ve İlker NAYIR (2002), "Menkul Kıymetler Borsası Aracı Kurumlarında İşlem Yapan Yatırımcılar Üzerine Bir Araştırma", ss.1-25.
- REINGANUM, R. M. (1982), "A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect", *Journal of Finance*, Vol. 37, No. 1, pp. 27-35.
- ROGALSKI, R. J. (1984), "New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-trading Periods: A Note", *Journal of Finance*, 39, pp. 1603-1614.
- ÖZER, Gökhan ve Murat ÖZCAN (2002), "İMKB'da Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirmesi Üzerine Deneysel Bir Araştırma", Süleyman Demirel Üniversitesi, *İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 2, Sayı. 3, ss.133-158.
- ÖZMEN, Tahsin (1997), "*Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*", Sermaye Piyasası kurulu, Yayın No: 61.
- SANTESMASES, Miguel (1986), "An Investigation of the Spanish Stock Market Seasonalities", *Journal of Business and Accounting*, 13, ss. 267-276.
- SEVİM, Şerafettin, Birol YILDIZ ve Soner AKKOÇ, "Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve İMKB Üzerine Amprik Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, Cilt 9, Say 35, ss. 23-40.
- SEYHUN, H. N. (1990), "Overreaction nor Fundamentals: Some Lessons from Insiders' Response to the Market Crash of 1987", *Journal of Finance*, 45, pp. 1363-1388.
- TAŞKIN, F. D. (2006), "*Overreaction Hypothesis; Evidence From Istanbul Stock Exchange*", Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- TUNÇEL, A. Kamil (2007), "İMKB'de Haftanın Günü Etkisi", *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 13, ss. 252-265.

- TUNÇEL, A. Kamil. (2012), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Yılın Ayı Etkisi”, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Cilt 10, Sayı 19, ss. 1-30.
- TUOMINEN, Tero (2005), “*Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland*”, Master’s Thesis, Department of Business Administration, Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur.
- ÜLKÜ, Numan (2001), “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlanğıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi*, 5(17), ss. 101-132.
- YAZICI, Bilgehan ve Gülnur MURADOĞLU (2002), “Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?”, *Multinational Finance Journal*, Vol. 6, pp. 29-42.
- YÜCEL, T., F. D. TAŞKIN (2007), “Aşırı Tepki Hipotezi Ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndan Kanıtlar”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 22. Yıl, Kasım.
- WACTEL, S. B. (1942), “Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices”, *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol. 15, No. 2, pp. 184-193.
- WATSON, Denzil ve Head ANTONY (2001), “*Corporate Finance*”, Prentice Hall, Second Edition, 2001.
- WONG, K. A., T. K. HUI, C. Y. CHAN (1992), “Day of the Week Effects: Evidence from Developing Stock Markets”, *Applied Financial Economics*, 2, pp. 49–56.
- WOOD, R. A., T. H. MCINISH and J. K. ORD (1985), “An Investigation of Transactions Data for NYSE Stocks”, *The Journal of Finance*, Vol: XL, No. 3, pp. 723-739.



HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 23.01/2017

Tez Başlığı / Konusu: Aracı kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi

Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 65 sayfalık kısmına ilişkin, 23.01/2017 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 7 tür.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç,
- 2- Kaynakça hariç
- 3- Alıntılar hariç/dâhil
- 4- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orjinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

23.01.2017 Bedel
Tarih ve İmza

Adı Soyadı: Leyla Badalova
Öğrenci No: N13229224
Anabilim Dalı: İşletme
Programı: Muhasebe Finans
Statüsü: Y.Lisans Doktora Bütünleşik Dr.

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.

Prof. Dr. Mehmet Baka Karan

(Unvan, Ad Soyad, İmza)



HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
THESIS/DISSERTATION ORIGINALITY REPORT

HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
TO THE DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION

Date: 23/01/2017

Thesis Title / Topic: The Impact of Brokerage Houses' Recommendations On Stock Prices

According to the originality report obtained by myself/my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options stated below on 23/01/2017 for the total of 65 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled as above, the similarity index of my thesis is 7.1%.

Filtering options applied:

1. Approval and Declaration sections excluded
2. Bibliography/Works Cited excluded
3. Quotes excluded
4. Match size up to 5 words excluded

I declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports; that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

I respectfully submit this for approval.

23.01.2017 Bedel
Date and Signature

Name Surname: Leyla Badalova
Student No: N13229224
Department: BUSINESS ADMINISTRATION
Program: ACCOUNTING AND FINANCE
Status: Masters Ph.D. Integrated Ph.D.

ADVISOR APPROVAL

APPROVED

Prof. Dr. Mehmet Baha Karan
(Title, Name Surname, Signature)



HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ ÇALIŞMASI ETİK KURUL İZİN MUAFİYETİ FORMU

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

..... İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 23.01/2017

Tez Başlığı / Konusu: Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi
Değeri Üzerine Etkisi

Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmam:

1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır,
2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.
3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir.
4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir.

Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.


Gereğini saygılarımla arz ederim.

23.01.2017 Bedel

Tarih ve İmza

Adı Soyadı: Leyla Badalova
Öğrenci No: N13229224
Anabilim Dalı: İşletme
Programı: Muhasebe Finans
Statüsü: Y.Lisans Doktora Bütünleşik Dr.

DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI


Prof. Dr. Mehmet Baha Karan
(Unvan, Ad Soyad, İmza)

Detaylı Bilgi: <http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr>

Telefon: 0-312-2976860

Faks: 0-3122992147

E-posta: sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr



HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
ETHICS BOARD WAIVER FORM FOR THESIS WORK

HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

BUSINESS ADMINISTRATION TO THE DEPARTMENT PRESIDENCY

Date: 23.01.2017

Thesis Title / Topic: The Impact of Brokerage Houses' Recommendations On Stock Prices

My thesis work related to the title/topic above:

1. Does not perform experimentation on animals or people.
2. Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).
3. Does not involve any interference of the body's integrity.
4. Is not based on observational and descriptive research (survey, measures/scales, data scanning, system-model development).

I declare, I have carefully read Hacettepe University's Ethics Regulations and the Commission's Guidelines, and in order to proceed with my thesis according to these regulations I do not have to get permission from the Ethics Board for anything; in any infringement of the regulations I accept all legal responsibility and I declare that all the information I have provided is true.

I respectfully submit this for approval.

23.01.2017 [Signature]
Date and Signature

Name Surname: Leyla Badalova
Student No: N13229224
Department: Business Administration
Program: Accounting and finance
Status: Masters Ph.D. Integrated Ph.D.

ADVISER COMMENTS AND APPROVAL

[Signature]
Prof. Dr. Mehmet Baha Karas
(Title, Name Surname, Signature)