

İHMAL EDİLMİŞ HİSSE SENEDİ ETKİSİNİN ÜÇER AYLIK DÖNEMLERDE İZLENMESİ: İMKB ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Kazım GERÇEK

(T.C.Maliye Bakanlığı, Gümrük Müsteşarlığı)

Mehmet Baha KARAN

*(Doç.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İşletme Bölümü, 06532, ANKARA
e-mail: mbkaran@hacettepe.edu.tr)*

Özet:

Bu çalışmada, ihmal edilmiş hisse senetlerinin popüler hisse senetlerine göre daha yüksek getiri sağlayabilmesinin nedenleri tartışılmış ve bu etkinin İMKB'de olup olmadığı araştırılmıştır. 1996-1998 döneminde 3'er aylık verilere göre oluşturulmuş portföyler, popüler, normal ve ihmal edilmiş olarak sınıflandırılmış ve Sharpe ve Trenor ölçütlerine göre portföy performansları incelenmiştir. İhmal edilmiş hisse senetlerden oluşmuş portföylerin diğer portföylere nazaran performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Bu çalışmada ayrıca ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin Ocak ayı etkisinden ya da firma büyüklüğü etkisinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı tartışılmıştır. İhmal edilen senetlerin genellikle küçük, popüler senetlerin ise büyük piyasa değerine sahip hisse senetlerinden oluşmasına rağmen, İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü ve ocak ayı etkilerinden büyük ölçüde bağımsız olduğu görülmüştür.

Abstract:

Neglected Stock Effect in Istanbul Stock Exchange: A Quarterly

Approach

This study aims to research the reasons of neglected stock effect and existence of this effect in ISE. Firms were classified and grouped in

Anahtar Sözcükler: Etkin piyasalar hipotezi, anomaliler, ihmal edilmiş hisse senedi etkisi, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, Türkiye.

Keywords: Efficient markets hypothesis, anomalies, neglected stock effect, capital asset pricing model, Turkey.

portfolios according to their degrees of neglect using quarterly data between 1996-1998. The portfolio performance was measured with Sharpe and Treynor measures. It is indicated that performance of neglected stocks are higher than those of the popular and normal stocks. It was also revealed that neglected securities of ISE are generally small-capitalized firms, but neglected firm effect is nearly independent of the small firm effect.

1. GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı, İMKB'nin etkinliği üzerine yapılan tartışmalara katkı vermek; ve özellikle 1980'lerin başında dünyanın belli başlı borsalarında yaygın olarak test edilerek varlığı kanıtlanan, "İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi" nin üçer aylık dönemler itibariyle, İMKB'de bulunup bulunmadığını araştırmaktır. Etkin Piyasalar Teorisi'nin geçerliliğine ilişkin tartışmalar sırasında ortaya atılan ve ampirik bulgularla desteklenen anomalilerden biri kabul edilen ihmal edilmiş hisse senedi etkisine göre, bazı hisse senetleri yatırımcılar tarafından hisse senedi seçim aşamasında alternatifler arasına alınmazlar. Bu tür göz ardı edilen hisse senetlerinden kurulan portföylere yatırım yapıldığı takdirde, dönem sonu getirileri, popüler hisse senetlerinin bulunduğu portföylerden fazla olabilmektedir.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin varoluşu sebebini açıklamaya yönelik çalışmalarda "bazı hisse senetleri popülerken, diğerlerinin yatırım alternatifleri olarak yatırımcılarca kabul edilmemesinin", kurumsal yatırımcıların portföy oluşturma aşamasında geliştirdikleri stratejiden kaynaklandığı ileri sürülmüştür. Bu düşünceye göre kurumsal yatırımcılar küçük ve az bilinen şirketlerde görülen yüksek riski üzerlerine almak istemezler. Bu sebeple oluşturdukları portföylerde, kaliteli ve doğru bilgi alabildikleri şirketlerin hisse senetlerine yer verirler (Arbel, Carvell, Strebel 1983: 57).

Başka bir görüşe göre portföy yöneticileri, kanuni kaygılardan dolayı veya bilgi almak için zamanları yeterli olmadığı için az bilinen hisse senetlerinden uzak dururlar. Yine benzer sebeple borsa komisyoncuları değerli zamanlarını araştırma yaparak harcamamak için, firmaların yatırım uzmanlarının izlediği hisse senetleri üzerinden işlem yapmayı tercih ederler (Miller 1989: 64). Bu anlayış ve riskten korunma kaygısı sonucunda kurumsal yatırımcılar (portföy yöneticileri) yatırım uzmanlarının izlediği hisse senetlerine yatırım yaparlar. Böylece bir grup hisse senedi gözardı edilmiş olur.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisine göre yatırım uzmanlarınca ve portföy yöneticilerince gözardı edilen, yatırım için alternatif olarak görülmeyen, kısaca ihmal edilen hisse senetleri normal-üstü getiri sağlarlar. Bir yatırım stratejisi olarak düşünüldüğünde, bu anomalinin hisse senedine yatırım yapmak isteyen girişimciler arasında yaygın olan iki görüşe yansıdığı anlaşılmaktadır. Birinci görüşe göre uzun dönem yatırımlarının en üst kâr düzeyine çıkarılabilmesi için yatırımların mutlaka ana sınaî gruplarında yer alan büyük güçlü şirketlere ait hisse senetlerine yapılması gerekir. Alternatif görüşe göre, bu tür bir amaç için yatırımların küçük, az bilinen, az popüler hisse senetlerine yapılması gerekmektedir (Bauman 1964: 79). Bu düşüncenin dayanak noktası, daha az popüler hisse senetlerinin düşük değerlendirilmiş olabileceği olasılığıdır. Finansal piyasalarda yatırım yapanlar, uygulamada bütün hisse senetlerini izleyemezler. İlk olarak bir kısım hisse senedini gözlemler, daha sonra bunlar arasından seçim yaparlar. Alım yapmaya karar veren yatırımcı sayısının artması hisse senedine olan ilgiyi artıracığı için hisse senedi fiyatı artar (Miller 1989: 65). Bu sürecin de gösterdiği gibi az popüler hisse senetlerini almak isteyen yatırımcı sayısı az olduğu için fiyatlar genelde düşük oluşmaktadır. Düşük değerlemeye uğrayan ihmal edilmiş hisse senetleri, çok sayıda yatırımcı tarafından izlenen popüler hisse senetlerine göre dönem sonunda daha yüksek getiri sağlarlar.

İhmal edilmiş hisse senetlerinin diğerlerine kıyasla yüksek getiri sağlamanın nedenlerini araştıran akademisyenler ihmal edilmiş hisse senetlerinin fiyat olarak düşük değerlemeye uğramasının, aslında bilgi eksikliği primi (information deficiency premium) olarak adlandırılabilir ek bir getirinin varlığına sebep olduğunu; bunun da anomalinin sağladığı aşırı getiriyi açıklayabileceğini düşünmüşlerdir (Arbel, Carvell, Strebel 1983:60). Bu görüşe göre tüketiciler ürün hakkında mevcut bilginin kalitesine ve kesinliğine göre ücret öderler. Eğer bir belirsizlik varsa mevcut fiyattan bir indirim talep edilir. Mal piyasasındaki bu kural finans piyasalarında da geçerlidir. Yüksek kalitede bilgi elde edilebilmesi, hisse senedinin fiyatını artırır ancak hakkında bilgi alınamayan hisse senetlerinin fiyatları düşük kalır. Buna bağlı olarak dönem sonu getirileri karşılaştırıldığında popüler olanların, gerçekleşen yüksek fiyatları sonucu düşük sermaye kazanımları sağladıkları; ihmal edilmiş hisse senetlerinin ise yatırımcıya bilgi eksikliği primi olarak adlandırılabilir ve bu tür hisse senetlerinde bulunan ek riski karşılayan ilave bir çeşit getiriyi kazandırdığı görülmüştür. Bir başka deyişle anomali olarak adlandırılan aşırı getiri esasen, bilgisel yetersizliği sonucu risk tahminlemesinde yanılıya sebebiyet veren eksik tanımlı fiyatlama modelinin yarattığı bir yanılısamadır (Arbel 1985: 6).

İhmal edilmiş hisse senedi etkisini ve bulgular yardımıyla genel olarak bütün anomalilerin sebeplerini belirlemeye yönelik araştırmalarda, hisse senetlerinin düşük değerlemeye uğraması ya da bilgi eksikliği primi olarak anılan getiri fazlalığının aslında genel kabul görmüş fiyatlama modellerinden olan sermaye varlıkları fiyatlama modelinin bilgiyle ilgili olan bir değişkeni içerisinde taşımaması sonucu oluştuğu iddia edilmiştir (Arbel 1985: 6). Bu görüşlere göre; belli başlı anomaliler arasında sayılabilecek olan küçük firma etkisi, düşük fiyat/kazanç oranlı hisse senetleri etkisi, sezon etkisi ve ihmal edilmiş hisse senedi etkisi, yatırımcıların kabul ettikleri risk seviyeleri ile ilişkilendirilebilecek olan ve bilgiyle ilintili görülen bir değişkene bağlıdır. Bu değişkenin fiyatlama modeline dahil edilmesi halinde, anomaliler açıklanarak ortadan kaldırılır. Böylece etkin piyasalar teorisine yapılan eleştiriler de son bulur.

2. İHMAL EDİLMİŞLİK ÖLÇÜSÜ

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin ampirik olarak test edilmesi aşamasında araştırmacılar ilk olarak ihmal edilen hisse senetlerini bulma yoluna gitmişlerdir. Yapılan araştırmalarda izlenen yollar sınıflandırıldığında, üç farklı ihmal edilmişlik ölçüsünün yaygın olarak kullanılmakta olduğu görülmüştür. Araştırmacıların bir kısmı yatırım şirketlerinin portföylerinin incelenmesiyle ihmal edilen hisse senetlerinin bulunabileceğini düşünmüşlerdir. Onlara göre yatırım şirketleri ve kurumsal yatırımcılar haklarında bilgi alamadıkları hisse senetlerine yatırım yapmak istemediklerinden, karar aşamasında sürekli olarak belirli bir grup hisse senedi arasından seçim yaparlar. Bu davranışları bir grup hisse senedinin ihmal edilmesine sebep olur. O halde, yatırım şirketlerinin ve/veya kurumsal yatırımcıların portföyleri incelenirse, ihmal edilen hisse senetleri bulunabilir (Bauman 1964,1965; Arbel, Carvell, Strebel 1983; Downen, Bauman 1986).

İhmal edilmişlik ölçüsü olarak kullanılan diğer bir yöntem ise, izledikleri hisse senetlerinin yıl sonu kâr tahminlerini, oluşturulan bir veri tabanına gönderen yatırım araştırmacısı sayısının ölçü olarak kullanılmasıdır. Bu ölçü IBES (Institutional Brokers Estimate System) verilerine dayanmaktadır. IBES, yıllık bazda ülke çapında 1200 kadar yatırım araştırmacısına ulaşılarak, ilgilendikleri ve borsada işlem gören hisse senetleri için tahmin ettikleri yıl sonu fiyatlarının ve kâr tahminlerinin bir veri tabanında birleştirilmesiyle oluşturulmuştur. Araştırmacılar bu veri tabanını sorgulayarak herhangi bir hisse senedi için kaç yatırım araştırmacısının yıl sonu fiyat ve kâr tahmininde bulunduğunu; bir başka deyişle o hisse senedinin kaç yatırım araştırmacısı

tarafından izlendiğini bularak ihmal edilen hisse senetlerini tespit etmeye çalışmışlardır (Peterson, Ang 1986; Barry, Gültekin 1988).

Yapılan araştırmalarda ihmal edilmişlik ölçüsü olarak kullanılan üçüncü yöntem ise borsa komisyoncuları ve yatırım uzmanlarının gazetelerinde ve raporlarında hisse senedinden söz edilme sıklığıdır (Hui, Wong, Sng 1994).

3. İMKB'DE İHMAL EDİLMİŞ HİSSE SENEDİ ETKİSİ

Gelişmekte olan piyasalar arasında gelişmesiyle dikkat çeken İMKB'nin tüm benzer borsalar gibi, ülkenin ekonomik istikrarsızlığından kaynaklanan sorunları vardır. Getiri oynaklığının yüksek oluşu riskten kaçınan küçük yatırımcıyı ve diğer kurumsal yatırımcıları borsadan uzaklaştırarak, spekülörlere rahat hareket ortamı sunmakta; işlem gören şirket sayısının düşük oluşu sonucunda arz ile talep yeterli oranda karşılayamamaktadır.

İMKB'deki piyasa etkinliği konusunda çok sayıda çalışmada gerçekleştirilmiştir. Bunlar arasında haftanın günleri (Balaban 1994: 139-143) ve yılın ayları etkisini (Balaban 1994: 75-88; Balaban, Candemir 1995: 104) inceleyen çalışmalara rastlanmaktadır. Fiyat / kazanç oranı üzerine yapılan bir çalışmada ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin incelenmesinin de piyasa etkinliği için yararlı olacağı görüşü belirtilmiştir (Karan 1996: 26-35). Çeşitli çalışmalarda, firma büyüklüğü, kazanan-kaybeden etkisi ve takvim etkisi olarak adlandırılan sezon etkileri geniş çaplı olarak sorgulanmıştır (Aydoğan 1994: 83-89 ve Özmen 1997). Genel olarak bu çalışmalarda İMKB'nin etkin bir piyasa olmadığı konusunda bulgulara ulaşılmıştır.

İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedinin varlığı Karan(2000) tarafından araştırılmıştır. Bu çalışmada ihmal edilme ölçütü olarak büyük kurumsal yatırımcıların ortalama sözleşme sayıları kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre ihmal edilmiş, normal ve popüler olarak sınıflandırılmış hisse senetleri bu sınıflandırmadan bir ay sonra elde ettikleri getirileri ve sistematik riskleri ölçülmüştür. Sonuç olarak, İMKB'de ihmal edilmiş hisse senetlerinin getirilerinin büyük ve önemli şirketlerin hisse senetlerinden daha az sistematik riske sahip oldukları ve bu avantajlarını kullanarak riske göre düzeltilmiş daha yüksek getiri elde edebilecekleri saptanmıştır. Getiriler sistematik riske göre düzeltilerek elde edilen anormal getiriler incelendiğinde, en yüksek anormal getiri ihmal edilmiş senetlerde, en düşük anormal getiri ise popüler senetlerde bulunmuştur. Diğer taraftan Carvell ve Strebel(1987)'in öne sürdüğü gibi, İMKB'de 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

3.1 Veriler

Bu çalışmada; İMKB'den sağlanan, işlem hacmi en yüksek on aracı kurumun 1996,1997 ve 1998 yıllarında gerçekleştirdiği hisse senedi alım-satım bilgilerine ilişkin aylık bazda takas verileri ile hisse senetlerinin aylık düzeltilmiş fiyat değerlerinden yararlanılmıştır. İMKB'den özel bir çalışma sonucu sağlanan veri, her bir aracı kurumun alım-satımını yaptıkları her hisse senedi için bu üç yıl boyunca aylık bazda alım ve satım ayrı ayrı olmak üzere işlem hacmi, hisse senedi miktarı ve sözleşme sayılarını içeren veri dosyasıdır. Sağlanan aylık fiyat verileri temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş oldukları için çalışma boyunca fiyatların üzerinde her hangi başka bir ayarlama yapılmamıştır. İşlem hacmi en yüksek on aracı kurumun verilerinin çalışmada sorgulanan aracı kurum davranışlarının vekili olabileceği düşüncesi, bahsi geçen on aracı kurumun tüm aracı kurumların borsada yaptıkları işlemleri büyük oranda temsil yeteneğine sahip oldukları varsayımdır (1998 yılı verilerine göre işlem hacmi en yüksek on aracı kurum, toplam aracı kurum işlemlerinin yaklaşık %33'ünü gerçekleştirmiştir).

3.2. Araştırma Yöntemi

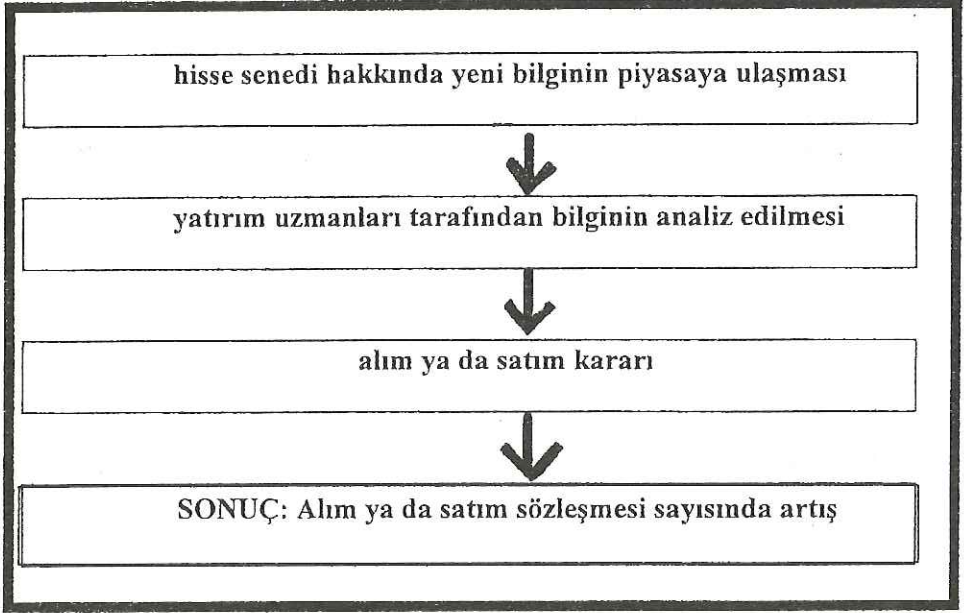
İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığını araştırmak ve oluşum sebeplerini ortaya koymak amacıyla hazırlanan bu çalışmada konuyla ilgili daha önce yapılan çalışmalara benzer bir analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın yöntemi olarak, İhmal edilen hisse senetlerinin popüler hisse senetlerine göre getiri ve riskinin farklı olup olmayacağını görülebilmesi amacıyla aynı popülerlik sınıfına dahil hisse senetlerinden portföyler kurarak, bunların getiri ve riskinin karşılaştırılması yolu seçilmiştir.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin İMKB'de var olup olmadığını görmek için öncelikle hangi hisse senetleriyle çalışılacağı (ne kadar süreden beri piyasada olanların seçileceği ve hangi tür hisse senetlerinin örnekleme alınacağı) tespit edilmiş, daha sonra hisse senetleri popülerlik-ihmal edilmişlik sıralamasına göre belirli kurallar çerçevesinde ihmal edilmişlik gruplarına ayrılarak, aynı popülerlik grubuna dahil hisse senetlerinden portföyler oluşturulmuş ve bu portföylerin dönem sonu getirilerinin karşılaştırılmasına karar verilmiştir. Birden çok anomalinin birbirleri ve getiri ile ilişkilerini izlemek üzere hazırlanan çalışmalarda da anomalilerden birisinin (diğerlerinin kontrol altına alınması yolu ile) varlığını gözlemlemek için yine portföyler kurma yoluna gidilmiştir.

Bilgi miktarının ve kalitesinin hisse senedi fiyatını oluşturan önemli bir etken olduğu ve hisse senedi ve firma hakkında piyasada yeterli bir bilgi oluşması için belirli bir süreye ihtiyaç duyulduğu gerçeğinden hareketle; çalışmada ele alınan hisse senetlerinin en az 36 aydır piyasada olması gerektiği düşünülmüş ve buna göre portföyler kurulmuştur. Böylece 1 Ocak 1994 tarihinden sonra borsaya kote edilenler kademeli olarak ilgili dönemlere ait portföylerde bulunabilmişler ancak 1 Ocak 1996 yılından sonra piyasaya çıkanlar hiçbir portföyde yer alamamışlardır. Bunların dışında bölgesel ya da gözetli pazarına geçen hisse senetleri araştırma kapsamı dışında tutulmuştur. Bunun yanı sıra, banka ve benzeri finansal kuruluşların hisse senetleri portföylere alınmamışlardır.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığını gözlemlemek için yapılan bu çalışmada, İMKB'nin volatilitésinin yüksek olması sonucu portföylerin sahip olduğu düşünülen popülerlik derecesinin, dönem içerisinde değişmesi hatta popülerlik derecesini kaybetmesi ihtimali göz önüne alınarak portföylerin ait oldukları popülerlik sınıfını daha büyük oranda temsil edebilmeleri için portföy tutma süresi 3 aya indirilmiştir. İMKB temelinde hazırlanan bu çalışmada portföy tutma süresinin, 6 ay veya 1 yıl olarak seçilmesi durumunda, bu zaman içerisinde popülerliği değişen hisse senetlerinin getiri rakamlarını yanıltabileceği düşünülmüştür.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin kuramsal esası olarak anılan ve aşırı getiriyi, "bilgi eksikliği primi" tanımıyla açıklayan görüşe göre, yatırımcılar hakkında yeterli ve kaliteli bilgi alamadıkları hisse senetlerini satın almak istemediklerinden, bu tür hisse senetlerinin düşük değerlendirilmesine ve o hisse senetlerinin aşırı getiri sağlamasına sebep olurlar. O halde hakkında yeterli bilgi alınabilen hisse senetleri için yatırımcılar tarafından üretilen çok sayıda işlem kararına karşılık (alım ya da satım kararı), hakkında yeterli ve kaliteli bilgi alınamayanlar için görece az sayıda işlem kararı beklenebilir. İMKB'den alınan verilerde yer alan alım ve satım sözleşmesi sayılarının, bir çeşit işlem kararı verdiği düşünülmektedir. Alım ve satım sözleşmeleri sayılarının hisse senedini almak ya da satmak eyleminde bulunan kişi ya da kurum sayısını verdiği bilinmektedir. Etkin piyasalar teorisine göre, pazara yeni bilgi ulaştığında yatırımcı bilgiyi analiz ederek, bu bilgi ile etkilenen hisse senedini almak ya da satmak eylemine geçer. O halde alım ya da satım eylemi sayısı bir bakıma hisse senedi için oluşan bilgi miktarını gösterir. Bu durumda; alım ve satım sözleşmeleri sayısının işlem kararını, işlem kararının da bilgi miktarını gösterdiği kabul edilebilir. Aşağıda bu süreç verilmiştir:



Çizelge 1: Alım ve Satım Sözleşmeleri Sayısının Değişimi.

İşlem kararı olarak anılan davranış tek başına alım sözleşmelerini içermemektedir. İyi bilgi gelmesi durumunda alım işlemi yapılabileceği, karamsar bilgi gelmesi durumunda satışa geçilebileceği bilindiğinden, kötü haberin de iyi haber gibi bilgi içerdiği, dolayısıyla o hisse senedi hakkında bilgi taşıdığı düşünülerek, portföy kurulumu aşamasında kullanılmak kaydıyla popülerlik-ihmal edilmişlik sıralaması için, alım ve satım sözleşmeleri sayılarının ortalamasının kullanılmasının uygun düşeceği düşünülmüştür.

Kullanılacak veri dönemlerinin seçilmesi amacıyla, hangi grupta yer alırsa alsın (popüler ya da ihmal edilen), hisse senedi için yılın belirli ayları arasında sözleşme sayıları açısından farkların olabileceği ve bunun da çalışmanın doğruluğunu etkileyebileceği öngörüsüyle veri dönemlerinin aylık değil yıllık esasla, yılın her ayını içeren; ancak başlangıç ve bitiş ayları portföy dönemleri ile birlikte kayan 1 yıllık sürelerin veri dönemi olarak seçilmesinin doğru olacağı düşünülmüştür. Yılın her ayına ait sözleşme sayılarının veri dönemine dahil edilmesiyle Ocak ayı etkisinin sözleşme sayılarını etkileyerek ihmal edilmeyen hisse senetlerinin ihmal edilmiş, popüler olmayanlarınsa popüler olarak seçilmesi hatasına yol açabilmesi olasılığı ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca bilanço yayınlanma tarihlerinin ihmal edilen hisse senetleri için bilgi oluşma dönemleri olduğu göz önüne alınarak bu aylarda yapay bir popülerliğin ortaya çıkabileceği düşünülmüştür. Gerek Ocak ayının gerekse bilanço yayınlanma tarihlerinin veri dönemi için 1, 3 ya da 6 ay seçilmesi halinde farklı

veri dönemlerinde yer alması ve bunun ihmal edilmişlik sıralamalarında ciddi yanlışlıklar yapabileceği açıktır. Bu düşüncelerle veri döneminin 12 ayı kapsayan şekilde olmasına karar verilmiştir. Yıllık verilere ulaşabilmek için hisse senedinin o veri dönemi içerisinde yer alan aylara ait sözleşme sayıları toplanarak yeni bir sıralama yapılmıştır. Bu yaklaşım sonucu, aşağıda yer alan veri dönemleri ve bunlara karşılık gelen portföy dönemleri oluşturulmuştur:

Tablo 1: Analiz için kullanılacak portföylerin dayandığı veri ve portföy tutma dönemleri ile süreleri

<u>Veri dönemi</u>	<u>Portföy dönemi</u>	<u>Veri süresi</u>	<u>Portföy süresi</u>
01 Ocak 1996—31 Aralık 1996	01 Ocak 1997—31 Mart 1997	12 ay	3 ay
01 Nisan 1996—31 Mart 1997	01 Nisan 1997—30 Haziran 1997	12 ay	3 ay
01 Temmuz 1996—30 Haziran 1997	01 Temmuz 1997—30 Eylül 1997	12 ay	3 ay
01 Ekim 1996—30 Eylül 1997	01 Ekim 1997—31 Aralık 1997	12 ay	3 ay
01 Ocak 1997—31 Aralık 1997	01 Ocak 1998—31 Mart 1998	12 ay	3 ay
01 Nisan 1997—31 Mart 1998	01 Nisan 1998—30 Haziran 1998	12 ay	3 ay
01 Temmuz 1997—30 Haziran 1998	01 Temmuz 1998—30 Eylül 1998	12 ay	3 ay
01 Ekim 1997—30 Eylül 1998	01 Ekim 1998—31 Aralık 1998	12 ay	3 ay
01 Ocak 1998—31 Aralık 1998	01 Ocak 1999—31 Mart 1999	12 ay	3 ay

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığını araştırmak, ihmal edilen hisse senetlerinin popüler hisse senetlerine göre getiri ve riskinin görece farkını ortaya çıkarabilmek amacıyla farklı popülerlik derecesine sahip portföyler kurma kararı doğrultusunda, hisse senetleri 12 aylık dönem içinde toplam sözleşme sayısına katkılarına göre büyükten küçüğe sıralanmışlardır. Bu sıralamanın özelliği, alım satım sözleşmeleri ortalamasına göre en yüksek sözleşme sayısına sahip hisse senedinin ilk sırada, en düşük sözleşme sayısına sahip hisse senedinin ise son sırada yer almasıdır. Popülerlik-ihmal edilmişlik sıralaması olarak adlandırılabilir bu sıralama yardımıyla, popüler hisse senetleri portföyü ve ihmal edilmiş hisse senetleri portföyü şeklinde iki farklı portföyün kurulabilmesi mümkün olmuştur. Yapılan sıralamaya uygun olarak en üste yer alan hisse senetleri yüksek sözleşme sayılarıyla popüler portföyde, en altta yer alanlar ise düşük sözleşme sayılarıyla ihmal edilenler portföyünde bulunma hakkını elde etmişlerdir. Konuyla ilgili daha önce yapılan araştırmalarda, yerine göre 10'a kadar farklı ihmal edilmişlik derecesine sahip portföyler kurulup, ihmal edilmişlik ile popülerlik arası "getiri ve risk farklılıklarının" görülmesi amaçlanmış olsa da, İMKB üzerine hazırlanan bu çalışmada, ihmal edilen hisse senetlerinden kurulan portföyün, popüler sınıf hisse senetlerinden kurulan ikinci bir portföyle ve orta dereceli popüleritesi

olan bir başka portföyle karşılaştırılmasının amaçlanan analizi yerine getirebileceği düşünülmektedir.

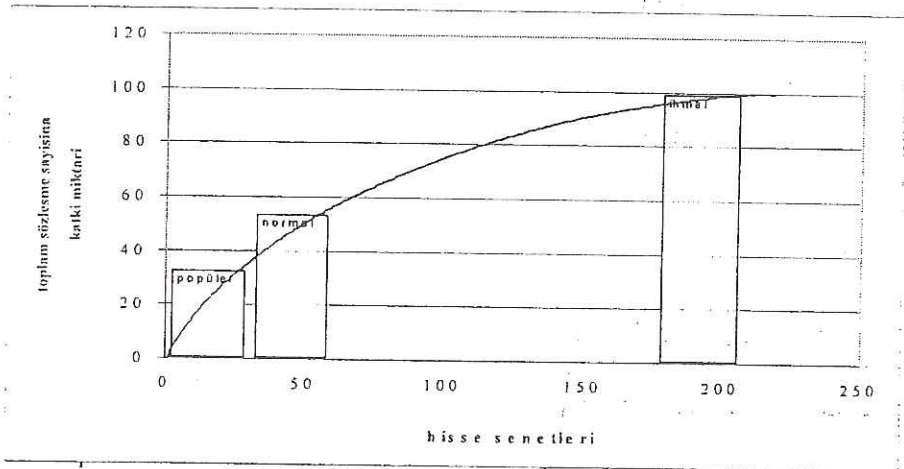
Hisse senetleri sözleşme sayılarının (işlem kararlarının) büyüklüğüne göre sıralandığında, toplam sözleşme sayısına katkılarına göre ilk 11 hisse senedinin yaklaşık %20'lik bir katkısı varken, aynı katkıyı en alttaki 133 hisse senedinin sağlayabiliyor olması dikkat çekicidir. Aşağıdaki tablo toplam sözleşme sayısına katkılarına göre sıralanan hisse senetlerinin %20, %40, %60 ve %80'lik katkı oranlarına ilk kaç hisse senedi ile ulaştığını ve son %20'lik grupta (%80-%100 arası) kaç hisse senedi bulunduğunu göstermektedir.

Tablo 2: Toplam sözleşme sayısına katkılarına göre hisse senedi sayıları

Veri dönemi	0-20%	0-40%	0-60%	0-80%	80-100%	Toplam hisse senedi sayısı
01 Ocak 1996—31 Aralık 1996	13	34	66	113	107	220
01 Nisan 1996—31 Mart 1997	14	37	71	121	111	232
01 Temmuz 1996—30 Haziran 1997	13	36	71	123	115	238
01 Ekim 1996—30 Eylül 1997	14	37	73	127	120	247
01 Ocak 1997—31 Aralık 1997	12	34	69	123	127	250
01 Nisan 1997—31 Mart 1998	10	29	61	115	141	256
01 Temmuz 1997—30 Haziran 1998	10	27	58	116	150	266
01 Ekim 1997—30 Eylül 1998	9	25	54	113	161	274
01 Ocak 1998—31 Aralık 1998	8	24	51	107	162	269
Ortalama (yaklaşık)	11	31	64	117	133	250

Tablodan da görülebileceği gibi ilk 31 hisse senedi, toplam sözleşme sayısının yaklaşık %40'lik bir bölümünü sağlayabilmektedir. Ortalama 250 hisse senedinin piyasada işlem gördüğü düşünülürse, toplam hisse senedi sayısının %12,4'ü ile piyasadaki işlem kararlarının %40'ünün gerçekleştirildiği fark edilecektir. Bu açıdan bakıldığında popüler olarak tanımlanabilecek hisse senetlerinin, ilk %40'lık dilime giren yaklaşık 31 hisse senedi olabileceği düşünülmektedir. Aynı şekilde, toplam sözleşme sayısına katkısı %20 düzeyinde olan ancak sözleşme sayısı büyüklük sıralamasına göre en altta yer alan ortalama 133 hisse senedi de ihmal edilenler olarak kabul edilebilir. Bu durumda, farklı popülerlik özelliği olan ve anılan hisse senetlerinden oluşturulacak iki portföy amaçlanan analiz için yeterli olabilecektir. Ancak orta dereceli popüleritesi olan ya da alternatif bir deyişle; orta dereceli ihmal edilen hisse senetlerinin performanslarının diğer iki gruba göre ne şekilde değiştiğinin görülmesinin yapılan çalışmanın yorumu için yararlı olabileceği düşüncesiyle üçüncü bir portföyün de kurulması uygun bulunmuştur.

Üçüncü tip portföyün yukarıda bahsedildiği üzere orta dereceli sözleşme sayısına sahip hisse senetlerini içermesi gerekmektedir. Ancak ortalama 250 hisse senedinin yer aldığı piyasada hangi hisse senetlerinin “orta dereceli sözleşme sayısına” sahip olduğuna, daha doğrusu “orta dereceli” tanımının nasıl yapılacağına karar vermek zorlaşmaktadır. Yukarıdaki tablo, popüler olarak tanımlanabilecek az sayıda hisse senedi varken, ihmal edilmiş olarak kabul edilebilecek çok sayıda hisse senedinin bulunduğunu göstermektedir. Dağılımın düzenli olmamasına bağlı olarak sözleşme sayısına göre yapılan sıralamada, ortada yer alan hisse senetlerinin üçüncü tip portföy için uygun olmayacağı düşünülmektedir. Çünkü çok sayıda ihmal edilen hisse senedi bulunması, sıralamada ortada yer alan hisse senetlerinin arzu edildiği gibi orta dereceli sözleşme sayısına sahip hisse senetleri değil, “ihmal edilmiş ancak ihmal edilmişlik derecesi en altakilere göre daha zayıf olan” hisse senetleri olmaları sorununu ortaya çıkaracaktır. Bu durumda, yüksek sözleşme sayısına sahip olanlardan düşük sözleşme sayısına sahip olanlara doğru yapılan sıralama sonucu hesaplanacak toplam katkı (cumulative contribution) grafiği, bu sorunun çözümünde kullanılabilir. Bu anlayışla grafiğe bakıldığında, orta dereceli sözleşme sayısına sahip normal grup portföyü hisse senetlerinin toplam katkı grafiğinin sözleşme sayısına katkı ekseninde 50 ± 10 civarında yer alması muhtemeldir. Bir başka deyişle; %40-%60 aralığında bulunan hisse senetleri, sözleşme sayısı sıralaması ister azalan ister artan şekilde yapılsın, her iki durumda da aynı toplam katkı miktarı içinde yer alacaklardır. O halde normal gruba ait hisse senetleri bu aralıkta bulunan hisse senetleri içinden seçilmelidir. Aşağıda örnek olarak 01 Ocak 1996-31 Aralık 1996 tarihlerini kapsayan veri döneminde sözleşme sayılarının büyüklüğüne göre sıralanan hisse senetlerinin toplam katkı grafiği verilmiştir.



Grafik 1: Hisse Senetlerinin Katkı Grafiği.

Popüler ve ihmal edilen hisse senetlerini içeren portföyler, sözleşme sayılarının büyüklüğüne göre sıralanan ve toplam katkı rakamları bulunarak çizilen grafikte iki ayrı uçta yer alırlarken, orta büyüklükte sözleşme sayısına sahip normal portföyü, toplam sözleşme sayısına katkı miktarının 50 ± 10 düzeyinde bulunan hisse senetlerinden kurulmuştur. Ocak—Aralık 1996 tarihlerini kapsayan veri dönemine göre örnek olarak çizilen grafikte, yatay ekseninde, popüler olanlardan ihmal edilenlere göre sıralanan hisse senetleri sıra sayılarına göre yer almaktadır. Buna göre, yatay ekseninde $X=0$ noktasında yer alan hisse senedi en popüler, $X=210$ noktasında bulunan hisse senediye en çok ihmal edilen hisse senedir. Örnek grafikte yaklaşık olarak ilk 25 hisse senedinin popüler portföy için, 30 – 70 aralığında olanların normal portföyü ve 170–210 aralığında olanlarınsa ihmal portföyü için alternatif olduğu görülmektedir.

Portföy kurulum aşamasında, hisse senetlerinin taşıdıkları riskin, portföy riskini arttırmaması için, bir başka deyişle riskin başarılı biçimde dağıtılabilmesi için portföylerde yer alacak hisse senedi sayısı 20 olarak belirlenmiştir.

Bu saptamalar ışığında, yukarıda tablo halinde gösterilen veri dönemleri göz önüne alınarak, gerekli sıralamalar yapıp her bir veri dönemi için “popüler”, “normal” ve “ihmal edilen” olmak üzere 9 farklı dönem için 3 farklı tür ve her biri 20’şer hisse senedi içeren 27 portföy kurulmuştur. İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin öne sürdüğü ve aşırı getirinin sebebi olduğu düşünülen piyasa segmentasyonunun (piyasanın bir kısım hisse senedi üzerine yoğunlaşması) İMKB’de geçerli olup olmadığı, kurulan 27 portföyün sınıfları içerisinde değerlendirilmesi suretiyle açığa çıkacaktır. Buna bağlı olarak eğer piyasada bir segmentasyon varsa, veri dönemlerinin değişmesi ile gözden geçirilen portföylerin sahip oldukları hisse senetlerinin portföy dönemleri boyunca çok fazla değişim göstermemesi gerekmektedir. Yani piyasada segmentasyon varsa portföyleri oluşturan hisse senetleri 9 dönem boyunca ait oldukları portföylerde çok büyük çaplı bir değişime uğramadan yer almalıdırlar. Bunu görebilmek amacıyla 9 dönem boyunca ilgili sınıf portföylerde kaç farklı hisse senedinin yer aldığı bulunarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır.

Tablo 3: Ait Oldukları Portföylerde Adı Geçen ve Tekrarlanan Hisse Senedi Sayıları

	Popüler portföy	Normal portföy	İhmal portföy
Tekrarlanan hisse senedi sayısı	38	54	46
Adı geçen hisse senedi sayısı	180	180	180

Buna göre, 9 farklı dönem boyunca toplam 180 hisse senedinin dahil edildiği popüler portföyde aslında farklı 38 hisse senedi yer almıştır. Her dönem 20 hisse senedi tutulan portföyde, 38 hisse senedinden 20 adedi değişik zamanlarda yer almıştır. Aynı durum normal ve ihmal portföylerinde de görülmektedir. En çok ihmal edilen hisse senetlerinin bulunduğu ihmal portföyünde 46, orta dereceli sözleşme sayısına sahip hisse senetlerinden kurulan normal portföylerinde de 54 farklı hisse senedi kullanılmıştır. Hiçbir sıralama yapmadan rastgele hisse senetleri çekilerek portföy oluşturulması durumunda karşılaşılabilecek farklı hisse senedi sayısının 120 olacağı göz önüne alındığında (bu sayı denemeler sonucu bulunmuştur), aşağıda yer alan ki-kare değerine ulaşılmıştır:

Tablo 4: Piyasa segmentasyonunun varlığı testi

	Popüler portföy	Normal portföy	İhmal portföy
Gerçekleşen hisse senedi tekrar sayısı	38	54	46
Beklenen hisse senedi tekrar sayısı	120	120	120
Ki-kare değeri	137,9667		
Anlamlılık düzeyi	<0,001		

Bu veriler yardımıyla, İMKB’de bir kısım hisse senedi üzerine yoğunlaşan “bir çeşit işlem alışkanlığının” bulunduğu, yani piyasada segmentasyonun var olduğu yorumu yapılabilecektir.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin vekili olarak kabul edilebilecek olan piyasa segmentasyonunun varlığı görüldükten sonra, çalışmanın ikinci aşamasında ihmal edilmiş hisse senetlerinden kurulan portföylerin getirilerinin, popüler hisse senetlerinden kurulan portföylerin getirileri ile karşılaştırılmasına geçilmiştir. Bu amaçla 9 dönem için 3 farklı tip popülerliğe sahip, toplam 27 portföy üzerinden yapılan çalışmada portföylerin dayandıkları veri döneminin

son gününde kurulduğu ve 3 ay sonunda, son işlem günü satıldıkları varsayılmıştır. Portföylerin elde tutulduğu 3 ay boyunca hiç değiştirilmediği ve aylık getirilerinin göz önüne alınmadığı düşünülmüştür. Buna göre, portföy kurulduktan 3 ay sonra satılacak ve satış fiyatının alış fiyatına göre fazlalığı, getiri olarak kabul edilecektir. Portföy riskini hesaplamak için geçmişe dönük 3 yıllık aylık bazda getiri oranlarının piyasanın aylık getirisi ile karşılaştırılması yoluna gidilmiştir. Beta olarak adlandırılan portföy riski (sistemik risk) hesaplanırken, portföyü oluşturan her bir hisse senedi için beta değerleri bularak portföy riskine ulaşmaya çalışmak yerine, portföyün geçmiş 36 ay boyunca kurulu bulunduğu tahminlemesi yapılmıştır. Bu tahminleme esas alınarak, geçmiş 36 aylık portföy sanal getirisi ile piyasanın bu süre içerisinde sağladığı aylık getiriler kullanılmış ve regresyon analiziyle beta bulunmuştur.

Aşağıda piyasa getirisi ile her üç tip portföy için portföy tutma dönemleri ve getirileri verilmiştir. Getiri değerleri 3 aylık değerler olup, karşılaştırmada kolaylık sağlamak açısından piyasanın getirisi de 3 aylık olarak hesaplanmıştır.

Tablo 5: Piyasa ve portföy getirileri

Portföy dönemi	Getiri (%)			
	Popüler portföy	Normal portföy	İhmal portföy	Piyasa
Ocak 1997—Mart 1997	67,07	35,97	67,00	65,29
Nisan 1997—Haziran 1997	44,03	-1,62	36,50	15,13
Temmuz 1997—Eylül 1997	21,04	38,72	42,74	39,63
Ekim 1997—Aralık 1997	50,75	40,16	25,48	33,09
Ocak 1998—Mart 1998	7,00	12,09	13,09	-5,56
Nisan 1998—Haziran 1998	24,43	28,35	49,40	25,81
Temmuz 1998—Eylül 1998	-51,34	-47,01	-27,39	-44,73
Ekim 1998—Aralık 1998	-1,36	14,30	-5,20	14,65
Ocak 1999—Mart 1999	48,35	49,19	37,07	75,29
Ortalama	23,33	18,91	26,52	24,29
Toplam risk(st. sapma)	0,35	0,29	0,29	0,36

Tabloda görüldüğü üzere, ortalama getiriler bazında ihmal edilenler %26,52 oranıyla en çok getiri sağlayan olurken, orta dereceli sözleşme sayısına sahip hisse senetlerinin yer aldığı normal portföyleri %18,91 getiri oranıyla piyasa getirisinin altında kalmıştır. Yüksek sözleşme sayılarına sahip hisse senetlerinin yer aldığı popüler portföyü, ortalama %23,33 oranında getiriyile piyasa getirisine yakın bir getiri sağlamıştır. Ayrıca ihmal edilen hisse senetlerinden kurulan ihmal grup portföylerin getirilerinin standart sapmasının

daha düşük olduğu yani toplam riskin görece daha düşük olduğu tabloda görülmektedir.

Yukarıda getirileri analiz edilmeye çalışılan portföylerin, geçmiş 36 aylık verilerine dayanarak hesaplanan beta değerleri analize dahil edildiğinde bahsi geçen anomalinin analizine yönelik yeni kanıtlar ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki tabloda portföy dönemleri ve bu dönemlerde kurulan üç farklı popülerlik derecesine sahip portföyün beta değerleri verilmiştir.

Tablo 6: Portföylerin beta değerleri

portföy dönemi	beta		
	Popüler	Normal	İhmal
Ocak 1997—Mart 1997	0,839	1,198	1,234
Nisan 1997—Haziran 1997	0,980	1,139	0,690
Temmuz 1997—Eylül 1997	0,959	0,722	0,540
Ekim 1997—Aralık 1997	0,945	0,861	0,462
Ocak 1998—Mart 1998	0,960	0,845	0,673
Nisan 1998—Haziran 1998	0,893	1,084	0,586
Temmuz 1998—Eylül 1998	0,988	0,894	0,534
Ekim 1998—Aralık 1998	0,980	0,908	0,587
Ocak 1999—Mart 1999	1,044	0,912	0,558
Ortalama	0,954	0,951	0,652

Tabloda görüldüğü üzere betaların 9 portföy dönemi ortalaması grup bazında hesaplanmıştır. Buna göre, popüler ve normal portföyleri piyasa betasına yakın değerler almışlar, ancak ihmal grubunun ortalama betası diğer iki grup betaya ve piyasaya göre daha düşük çıkmıştır. Popüler ve normal portföyleri piyasa kadar riskliken, ihmal edilen hisse senetlerinin yer aldığı ihmal grup piyasaya göre daha az pazar riskine sahiptir. Bir başka deyişle, ihmal grup, “defansif” portföyler grubudur; dolayısıyla piyasanın getiri oynaklığından diğer portföylere göre daha az etkilenmektedir.

Uygulama açısından bakıldığında, yatırımcıların, hakkında yeterli bilgi alamamaları sebebiyle yatırım için riskli gördükleri ve bu sebeple portföylerine dahil etmedikleri ihmal edilmiş hisse senetlerinin, diğerlerine göre daha yüksek sistematik ve toplam risk değerlerine sahip olması beklenirdi.

Elde bulunan üç farklı derece popülerliğe sahip portföylerin, ortalama getiri, ortalama beta ve toplam risk değerlerini kullanarak Treynor ve Sharpe

endeksleri bulunmuş; ve portföyler arası farklılık endeksler yoluyla görülmeye çalışılmıştır.

Tablo 7: Portföylerin performans karşılaştırmaları

	<u>Popüler</u>	<u>Normal</u>	<u>İhmal</u>
Ortalama getiri	23,330	18,906	26,521
Ortalama beta	0,954	0,951	0,652
Toplam risk (sd)	0,357	0,295	0,290
Sharpe Endeksi	5,011	-8,929	17,163
Treynor Endeksi	1,873	-2,771	7,640

Tablodan da açık olarak görüldüğü üzere, ihmal portföyü her iki tip endekse göre de en yüksek rakamlara ulaşmıştır. Bu analiz, İMKB’de “ihmal edilmiş hisse senedi etkisi” olarak adlandırılan bir anomalinin var olduğunu göstermektedir.

Bundan önce yapılan çalışmalarda, ihmal edilmiş hisse senetlerinde görülen aşırı getirinin sebebinin tek başına ihmal edilmişlik olup olmadığı, başka anomalilerin de bu tür bir getiriye sebep olup olmadığı ile özellikle Ocak ayı ve küçük firma etkilerinin ihmal edilmiş hisse senedi etkisi ile ilişkisi konuları sıklıkla tartışılmıştır. Arbel, Carvell ve Strelbel ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin küçük firma etkisine baskın olduğunu ileri sürmüşler, Dowen ve Bauman küçük firma etkisi kontrol altına alındığında ihmal edilmiş hisse senedi diye bir etkinin kalmadığını araştırmalarında kanıtlamaya çalışmışlar ve Beard ile Sias ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin daha önce varlığı kanıtlanan piyasalarda artık mevcut olmadığını iddia etmişlerdir.

3.3. İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi ve Ocak Ayı Etkisi

İhmal edilmiş hisse senetlerinin sağladığı getirinin aslında Ocak ayı etkisi ile ilişkisi olabileceği yolunda daha önce yapılan çalışmalarda savlanan görüşün, bu çalışmada geçerli olup olmadığının analiz edilmesi için, getiri analizinde kullanılan 3 aylık getiri davranışı göz ardı edilerek, hazırlanan portföylerin aylık getiri rakamları hesaplanmıştır. Bu anlayışla aşağıda yer alan aylık getiri oranları tablosu oluşturulmuştur:

Tablo 8: Portföylerin Bir Önceki Aya Göre Getirileri

Portföy dönemi	Getiri tarihi	Bir önceki aya göre getiri (%)		
		Popüler	Normal	İhmal
Ocak 1997—Mart 1997	31 01 1997	83.299	57.642	41.972
	28 02 1997	-13,281	-11,392	7.548
	31 03 1997	5.102	-2,655	9.376
Nisan 1997—Haziran 1997	30 04 1997	-10.202	-12,691	6,862
	30 05 1997	27,251	-3.551	26,369
	30 06 1997	26.043	16.823	1,079
Temmuz 1997-Eylül 1997	31 07 1997	-0.931	-0.136	18.555
	29 08 1997	-2.648	5.025	6.717
	30 09 1997	25,505	32,266	12,821
Ekim 1997—Aralık 1997	31 10 1997	15,389	22,38	10,024
	28 11 1997	-6,914	-8,816	14,956
	31 12 1997	40,353	25,603	-0,792
Ocak 1998—Mart 1998	28 01 1998	16.185	3.496	3,002
	27 02 1998	-10,245	-4.469	-7,267
	31 03 1998	2,605	13,369	18,401
Nisan 1998-Haziran 1998	30 04 1998	22,405	16,358	30,257
	29 05 1998	-7,664	1,21	10,837
	30 06 1998	10,089	8,989	3,483
Temmuz 1998-Eylül 1998	31 07 1998	-13,882	-6,96	8,636
	31 08 1998	-41,871	-38,656	-32,89
	30 09 1998	-2,798	-7,163	-0,411
Ekim 1998—Aralık 1998	28 10 1998	-8,059	1,631	3,656
	30 11 1998	5,731	7,65	-10,274
	31 12 1998	1,475	-4,474	1,929
Ocak 1999—Mart 1999	29 01 1999	-6,31	-3,728	1,741
	26 02 1999	45,494	39,591	16,787
	26 03 1999	8,83	10,989	15,36
	Ortalama	7,813	6,195	8,101

Getiriler aylara göre hesaplandığında aşağıdaki tabloya ulaşılmaktadır:

Tablo 9: Portföy getirileri (Aylık)

Aylar	portföy getirileri (%)		
	Popüler	Normal	İhmal
Ocak	31,058	19,136	15,571
Şubat	7,323	7,910	5,689
Mart	5,512	7,234	14,379
Nisan	6,101	1,833	18,559
Mayıs	9,794	-1,170	18,603
Haziran	18,066	12,906	2,281
Temmuz	-7,406	-3,548	13,595
Ağustos	-22,260	-16,816	-13,086
Eylül	11,354	12,552	6,205
Ekim	3,665	12,006	6,840
Kasım	-0,591	-0,583	2,341
Aralık	20,914	15,038	0,568

Tabloda, popüler portföyün Ocak ayı getirisinin %31,058 oranı ile aynı portföyün diğer ayların getirilerine göre oldukça yüksek olduğu, oysa ihmal portföyünün Ocak ayında sağladığı %15,571 getirinin, aynı portföyün Nisan ve Mayıs getirilerinin bile altında olduğu görülmektedir. Bir önceki tabloya bakıldığında da görülebileceği üzere, 1999 yılı Ocak ayının dışında (1999 Ocak ayında ihmal portföyü: %1,741, popüler portföyü: -%6,310 ve normal portföyü: -%3,728 getiri sağlamışlardır), analiz dönemi boyunca bütün Ocak aylarında ihmal portföyü popüler portföyün getirisinin altında kalmıştır. Çalışma dönemi boyunca aylara göre en yüksek getiri, popüler portföy tarafından 1997 Ocak ayında %83,299 oranı ile gerçekleşmiştir. Bu veriler ışığında, Ocak ayı etkisinin, ihmal edilmiş hisse senetlerinin getirisini pozitif yönde etkileyen bir anomali olmadığı sonucuna varılmıştır.

3.4. İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi ve Firma Büyüklüğü Etkisi

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin var olup olmadığını anlamaya ve bu konuda ek kanıtlar bulmayı deneyen çalışmalarda küçük firma etkisi ile ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin yarlığı bir arada sorgulanmaktadır. Hisse senetlerini farklı ihmal edilmişlik derecelerine ayırdıktan sonra yakın piyasa büyüklüğündeki hisse senetlerini aynı gruplara almak suretiyle farklı ihmal edilmişlik derecelerine sahip gruplar ve bu grupların altında farklı büyüklükte

ancak aynı ihmal edilmişlik derecesine sahip firmalar bulundurarak, bu alt gruplardan portföyler kurup performans değerlendirmesi yapmak iki etkinin ilişkisini görmek için kullanılan genel bir yöntemdir. Bu çalışmada öncelikli amaç İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığının sorgulanması olduğu için, aynı ihmal edilmişlik derecesine sahip ancak farklı büyüklükteki firmalardan portföyler kurularak getiri değerlerine ulaşılması gerek görülmemiştir. Bununla birlikte alternatif bir yol kullanılarak, firma büyüklüğü etkisi ile ihmal edilmişlik arasındaki ilişki tanımlanmaya çalışılmıştır.

Bu amaçla, portföylerde kullanılan hisse senetlerinin Amerikan Doları cinsinden firma büyüklüğü değerleri hesaplanarak portföy dönemlerinden bağımsız olarak hisse senetlerinin büyüklükleri ait oldukları popülerlik sınıfı içerisinde bulunmuştur. Daha sonra, her bir popülerlik sınıfı içinde (popüler, normal ve ihmal grupları) hisse senetleri firma büyüklüklerine göre sıralanarak, en üstte yer alan 1/3'lük bölüm "büyük firma", ortada yer alan 1/3'lük bölüm "orta büyüklükte firma" ve son 1/3'lük grup da "küçük firma" olarak sınıflandırılmıştır. Hisse senetlerinin yer aldıkları portföylerdeki 3 aylık getiri rakamları da küçük firma etkisinin analizi için kullanılmıştır. Yani, 9 dönem boyunca, her dönemde 3 portföy ve her portföyde 20 hisse senedi üzerinden toplam 540 hisse senedinin piyasa büyüklüğü dolar cinsinden hesaplanmıştır. Bu esasa, popüler grupta yer alan 180 hisse senedi, normal grupta yer alan 180 hisse senedi ve ihmal grupta yer alan 180 hisse senedi kendi içlerinde sıralanarak, ilk 60 hisse senedi "büyük firma", ikinci 60 hisse senedi "orta büyüklükte firma" ve son 60 hisse senedi de "küçük firma" olarak nitelendirilmiştir. Daha sonra, bu alt gruplarda yer alan hisse senetlerinin 3 aylık getiri oranları ortalamaları ile firma büyüklük ortalamaları ve hisse senedi satış fiyatı ortalamaları hesaplanmıştır. Böylece, gruplarda yer alan hisse senetlerinin profili çizilmiştir. Bu özet tablo aşağıda yer almaktadır:

Tablo 10: İhmal Edilmişlik, Firma Büyüklüğü ve Ortalama Getiri

Portföy	Firma büyüklüğü	Ortalama getiri (%) (3 aylık)	Ortalama büyüklük (USD)	Ortalama fiyat (USD)
Popüler	küçük	13,61	44.166.073	0,032
	orta	21,44	373.360.886	0,215
	büyük	20,65	1.866.357.509	0,445
Normal	küçük	28,66	23.813.177	0,023
	orta	21,45	78.404.844	0,086
	büyük	10,49	472.100.136	0,425
İhmal	küçük	32,45	6.421.518	0,113
	orta	18,38	18.099.059	0,076
	büyük	27,81	86.390.108	0,181

Tablo incelendiğinde, popüler olanların firma büyüklüğünün, ihmal edilenlere göre daha büyük olduğu, yani ihmal edilenlerin küçük firmalar olduğu yolunda bir çıkarıma varılabilirse de; popüler küçük firma ile, ihmal edilen büyük firmanın performansının karşılaştırılması daha doğru bilgiye ulaşılmasını sağlayacaktır. Carvell ve Strelbel bu tür bir analizle, ihmal edilen büyük firmanın getirisinin popüler küçük firmanın getirisinden fazla olduğunu görmüştür (Carvell, Strelbel 1987: 284).

Tablo 11: Popüler küçük- ihmal edilmiş büyük firma getiri karşılaştırması

Portföy	Firma büyüklüğü	Ortalama getiri (%) (3 aylık)	Ortalama büyüklük (USD)	Ortalama fiyat (USD)
Popüler	küçük	13,61	44.166.073	0,032
İhmal	büyük	27,81	86.390.108	0,181

Yukarıdaki tabloya göre, popüler portföyde yer alan küçük firmanın 3 aylık getiri ortalaması yaklaşık %13,61 olarak belirlenirken, bu ortalama ihmal portföyünde yer alan büyük firma için %27,81 olarak bulunmuştur. Üstelik eğer firma büyüklüğü, ihmal edilmişliğe baskın ise, daha küçük piyasa büyüklüğüne sahip olan küçük popüler firmanın (ki bu aşamada popülerlik belirleyici bir etki olarak yer almaz, yalnızca firmanın küçük olduğu bilinir) daha yüksek getiri rakamlarına ulaşmış olması gerekirdi. Bu noktada firma büyüklüğünün ihmal edilmişliğe baskın olabileceği yani ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin küçük firma etkisinin sadece vekili olabileceği görüşüne bir başka eleştiri de “düşük fiyatlı hisse senedi etkisi” olarak bilinen anomaliden gelmektedir. Bilindiği üzere düşük fiyatlı hisse senedi etkisi firma büyüklüğü etkisinin vekilidir (Francis 1991:565-566). Tabloda görüldüğü gibi, popüler küçük firmanın düşük fiyatlı hisse senedi, ihmal edilen büyük firmanın yüksek fiyatlı hisse senedine göre yatırımcısına daha az getiri sağlamıştır. Küçük firma etkisinin getiri üzerinde belirleyici rol oynaması durumunda düşük fiyatlı hisse senedinin daha yüksek getiri sağlaması beklendiğinden, İMKB üzerine yapılan bu çalışmada, ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin gözlemlenen aşırı getiriden tek başına sorumlu olabileceği, yani Ocak ayı ya da firma büyüklüğü etkilerinin, analizlerle tespit edilen getiri aşırılığına ihmal edilmiş hisse senedi etkisinden daha fazla ya da ihmal edilmiş hisse senedi etkisi yerine sebep olamayacağı sonucuna varılmıştır.

4. SONUÇ

İhmal edilmiş hisse senedi etkisini incelemeye ve İMKB’de varlığını sorgulamaya yönelik bu çalışmada, ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varolma

sebebi olarak düşünülen ve hisse senetlerinin düşük ya da yüksek değerlemeye uğramasına sebep olan piyasa segmentasyonunun İMKB'de var olduğu, yatırımcıların işlemlerinin büyük çoğunluğunu bir kısım hisse senedi üzerine yoğunlaştırdığı (ortalama 250 hisse senedinin işlem gördüğü borsada, 64 hisse senedi ortalama sözleşme sayısının %60'ını gerçekleştirmektedir) anlaşılmıştır.

İhmal edilmiş hisse senetlerinin spekülasyon amacıyla kullanılmamasına bağlı olarak fiyat oynaklığının nispeten düşük seviyede olması daha kararlı bir getiri davranışı sergilemesine sebep olmaktadır. Bu nedenle toplam riskinin daha düşük olduğu görülmüştür. Ayrıca, çok sayıda yatırımcı ve spekülör tarafından izlenmediği ve portföylerine alınmadığı için ihmal edilmiş hisse senetleri, piyasa hareketlenmelerinden minimum düzeyde etkilenmekte, böylece sistematik riski piyasaya göre düşük olmaktadır.

Sharpe ve Treynor ölçütlerine göre portföylerin performansları değerlendirildiğinde, bakıldığında ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığını destekleyecek oranda bir getiri fazlalığına rastlanmıştır.

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin Ocak ayı ve firma büyüklüğü etkilerinden bağımsız olduğu görülmüştür.

İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi konusunda önemli bulgular elde ettiğimiz bu çalışmadaki en önemli sınırlılık araştırma dönemi ile ilgilidir. Özel bir çalışma sonucu ancak üç yıllık verilere ulaşılabilmiş ve 9 dönemi kapsayan bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışmada, incelenen dönem sayısının az olması nedeniyle çok anlamlı sonuçlar elde edebilmek güçtür. Daha uzun bir dönem kapsayan verilere ulaşılabildiği takdirde, daha anlamlı sonuçlar elde etmek mümkündür. Ancak bu çalışma, bu konuda ülkemizde yapılan ilk araştırma olup, bundan sonra yapılabilecek çalışmalara yön verebilecektir.

KAYNAKÇA

- Arbel, A. (1985), "Generic Stocks: An Old Product in a New Package", *The Journal of Portfolio Management*, Summer: 4-13
- Arbel, A. ve Strebel, P.J. (1982), "The Neglected and Small Firm Effect", *Financial Review*, 17.
- Arbel, A. ve Strebel, P.J. (1983), "Pay Attention to Neglected Firms", *The Journal of Portfolio Management*, Winter: 37-42
- Arbel, A., Carvell, S. ve Strebel, P.J. (1983), "Giraffes, Institutions and Neglected Firms", *Financial Analysts Journal*, May/June.

- Aydoğan, A. (1994), "Hisse Senedi Fiyatlamasında Aykırılıklar", *İşletme ve Finans*, 100: 83-89.
- Balaban, E. (1994a) "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayyam Etkisi ve Ümit Yaşar Etkisi", *İşletme ve Finans*, 113: 75-88.
- Balaban, E. (1994b) "Day of the Week Effect: New Evidence From an Emerging Stock Market" *Applied Economics Letters*, 2: 139-143.
- Balaban, E., H.B. Candemir (1995) "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bahama Etkileri", *İşletme ve Finans*, 113: 93-104
- Barry, C. B., M. N. Gültekin(1992) "Differences of Opinion and Neglect: Additional Effects on Risk and Return" *Handbook of Security Analyst Forecasting and Asset Allocation*, (JAI Press Inc.)
- Bauman, W.S. (1964), "Investment Experience with Less Populer Common Stocks", *Financial Analysts Journal*, May/April:79-88.
- Bauman, W.S. (1965), "The Less Populer Stocks Versus The Most Populer Stock", *Financial Analysts Journal*, Jan/Feb:61-69
- Carvell, S. ve Strebel, P.J. (1987), "Is There a Neglected Firm Effect?", *The Journal of Business Finance and Accounting*, 14(2):279-290
- Dowen,R. ve Bauman, W.S. (1986),"The Relative Importance of Size, P/E and Neglect", *The Journal of Portfolio Management*, Spring: 30-34
- Francis, J.C. (1989), *Investments, Analysis and Management*. McGraw-Hill International Editions, Fifth Editions.
- Hui, Tak Kee., K. A. Wong, T.Y. Sng (1992), "Portfolio Performance with Controlled Variables in the Singapore Stock Market" *Applied Economics*, 26: 845-850.
- Karan, M.B. (1996), "İMKB'da Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satış ve Pazar Değeri/Defter Değeri Oranı Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Çalışma", *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans Yayınları* No:4, Ankara.
- Miller, E.M. (1989), "Can the Neglected Stock Effect be Explained by Two-Stage Decision Making?", *Review of Business and Economic Research*, 14(4): 303-331.
- Özmen, T. (1997), "Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme", SPK Yayınları.
- Peterson, D.R., Peterson, P.P. ve Ang, J.S. (1986),"The Neglected Stock Anomaly: Further Evidence", *Review of Business and Economic Research*, 21(2): 44-52.