

HAFTALIK BORSA DERGİLERİNDEKİ UZMAN GÖRÜŞLERİN HİSSE SENETLERİ PERFORMANSLARINA ETKİLERİ

M.Baha Karan*
Yaprak Ressamoğlu**

Özet:

Etkin piyasalarda, haberler çok hızlı bir biçimde yayılmakta, yatırımcılar pazardaki her gelişmeden ve spekülatif bilgiden aynı anda haberdar olarak kendilerini bu gelişmelere göre ayarlamakta ve normalin üzerinde bir getiri elde edememektedir. Buna rağmen çeşitli gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalarda, o piyasalarda bile uzmanlarca tavsiye edilen hisse senetlerinin yatırımcılara zaman zaman yüksek getiri sağladığı saptanmıştır. Bu çalışmada 1993-1994 döneminde, yatırımcıların haftalık borsa dergilerinden yapılan tavsiyelere göre yatırım kararı verip vermedikleri araştırılmış ve bu dergilere göre hisse senedi alındığında, normalin üzerinde getiri elde edilip edilmediği incelenmiştir. Bu amaçla yatırımcılara yönelik bir anket çalışması yapılmış, ayrıca ekonometrik bir model kurularak, dergilerde hisse senetleri tavsiye edildikten sonra önceden tahmin edilen getiri ile gerçek getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark, başka bir deyişle tahmin hatası olup olmadığı araştırılmıştır.

Uygulanan anketin sonuçlara göre, yatırımcıların en temel bilgi kaynağı aracı kurumlarda çalışan uzmanlardır. Haftalık dergilerde yapılan tavsiyeler ikinci sıradadırlar. Yatırımcıların çoğunluğu, bu dergilerdeki tavsiyelere göre yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edebileceklerine inanmamaktadırlar, hatta bu dergilerdeki tavsiyeleri yapanların zaman zaman yapay fiyat oluşturmak isteyen spekülâtlörlere alet olduklarına inanmaktadırlar.

* Doç.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü

** Araştırma Görevlisi, Kırıkkale Üniversitesi

Anahtar Sözcükler: Etkin piyasalar, uzman görüşleri, hisse senedi performansı

Keywords: Efficient market hypothesis, expert recommendations, stocks performance.

Kurduğumuz ekonometrik modelden elde edilen sonuçlar da, anketin sonuçlarını desteklemektedir. Haftalık dergilerde hisse senedi tavsiyesi yapıldığı ayda ve sonraki ayda istatistiksel olarak anlamlı bir tahmin hatası belirlenememiştir. Buna göre, dergilerdeki tavsiyeler yapıldıktan sonra, orta vadede hisse senetlerinin fiyatları etkilenmemektedir.

Abstract:

The Effects of Analysts' Recommendations in the Weekly Stock Market Publications on the Performance of Common Stocks

Since the dissemination of information is very fast in efficient markets, investors in stock markets are informed simultaneously from every news and speculative information. So stock prices reflect all publicity available information, investors can not have abnormal gain. However, recent researchs evidenced that some advisory services do provide valuable investment advice to investors even in western countries. This paper aims to contribute to the existing studies about efficient markets in Turkey by evaluating the investment advices of weekly periodicals between the period of 1993-1994. The reaction of stocks that are recommended by experts of weekly periodicals are analyzed and measured with respect to the stocks performance. A questionnaire is conducted to individual investors and also an econometric model is applied to measure the prediction errors of experts of weekly periodicals. It is found that, the advices of brokerage house experts are the most credible source of information of individual investors, weekly periodicals' advices the second important source. The most of the investors do not believe in the earning of abnormal gain by deciding on according to the advices of weekly periodicals. Even for some investors, the credibility of weekly periodicals' advices are so low that they are anxious about the evil intentions of them.

The findings of econometric model supported the answers of the questionnaire. A statistically significant prediction error is not determined in the month of stocks' recommendation and the following month. In this way, it is concluded that recommendations of weekly periodicals have no effect on the prices of stocks in mid-run.

Giriş

Hisse senedi piyasalarında tasarruflarını değerlendirmeye çalışan ve kendi olanaklarına göre spekülasyon yapmaya çalışan yatırımcıların çoğu, bilgilerinin kısıtlı olması, temel ve teknik analiz yapma imkanlarının olmaması nedeni ile çeşitli uzmanların görüşlerinden yararlanmaktadırlar. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında yatırımcılara bu tür hizmetleri veren profesyonel uzmanlaşmış kurumlar, yatırım danışmanlık şirketleri ve bazı saygın yayın kuruluşlarının periyodik olarak tavsiyelerde bulunan uzmanları vardır. Şüphesiz bunların dışında uzman görüşlerini yansıtmayan, ancak piyasadaki dedikodulara dayanan tavsiyelerin de yatırımcıların yatırım kararlarını etkilediği bilinmektedir. Hatta uzman görüşlerinin ve piyasa söylentilerinin tavsiye edilen hisse senetlerine olan talebi artırdığı, dolayısıyla o hisse senedinin getirisinin yükselmesine neden olduğu öne sürülmektedir. Finansal piyasaların göreceli olarak etkin olduğu ülkelerde bu tür bilgilerden yararlanılarak normalin üzerinde getiri elde etmek mümkün olamayacağı gibi, uzman görüşlerinin hisse senetlerinin performanslarını etkileyeceğini de beklememek gerekmektedir. Etkin piyasalarda, her birey ve kurum pazardaki her gelişmeden ve spekülatif bilgiden aynı anda haberdar olarak kendini bu gelişmelere göre ayarlamakta ve sonuçta hiç kimse aşırı bir kazanç elde edememektedir. Buna rağmen çeşitli gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalarda, o piyasalarda bile uzman görüşlerinin hisse senetlerinin performanslarına önemli derecede etki ettiği, diğer bir ifade ile uzmanlarca tavsiye edilen hisse senetlerinin yatırımcılara zaman zaman yüksek getiri sağladığı saptanmıştır.

Ülkemizde ise, birçok bilim adamı ve uzmanın öne sürdüğü gibi hisse senedi piyasası etkin değildir. Genellikle bilimsel ya da bilimsel olmayan kaynaklar tarafından yapılan tavsiyelerin kaçınılmaz olarak bu piyasaları etkilemesi beklenmektedir. Bu tavsiyelerin bir kısmı halk arasında "tüyo" olarak adlandırılan piyasa dedikodularından, diğerleri de aracı kurum uzmanları ve yayın organlarının tavsiyelerinden oluşmaktadır. Haftalık borsa dergileri, yayın organları arasında oldukça önemli bir yer tutmaktadır. 1992 yılından itibaren ekonomi ve İMKB hakkında bilgi verme iddiası ile bir çok dergi yayınlanmaya başlamıştır. Bu amaçla yayın hayatını sürdüren onlarca haftalık dergi vardır. Hemen hemen bu dergilerin çoğunda, çeşitli hisse senetleri tavsiye edilmektedir. Bu dergilerde yapılan tavsiyelerin ne kadar bilimsel yapıldığı, yatırımcıları ve piyasayı ne kadar etkilediği bilinmemektedir.

Bu çalışmada haftalık borsa dergilerinde yapılan tavsiyelerin yatırımcıları ve hisse senetleri piyasasını ne ölçüde etkilediği araştırılmıştır. Bu amaçla

yatırımcılara yönelik bir anket uygulanmış, ayrıca ekonometrik bir model kurularak haftalık dergilerde yapılan tavsiyelerin piyasayı orta vadede(15-45gün) etkileyip etkilemediği test edilmiştir.

1. Uzman Tahminleri ve Hisse Senetlerinin Getirileri

1.1 Önceki Çalışmalar

Bu konudaki çalışmalar 20. yüzyılın ilk yarısında yatırım önerilerinin hangilerinin değer taşıdığını sınyan araştırmalara kadar uzanmaktadır. Cowles (1933) bazı yatırım önerilerini yatırımcıların dikkate almadığını göstermiştir. Colker (1963), Diefenback (1972) ve Logue ve Tuttle(1973) da buna benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Son yıllarda bu konuda yapılan çalışmalar ise halka yapılan duyurularla hisse senetlerinin fiyatları arasında bir ilişki olduğu hakkında olumlu sonuçlar vermiştir (Bjerring et al.,1983). Bu duyurular aracı kurumlar ve dergilerde yayınlanan yatırım önerilerini kapsamaktadır. Llyod Davies ve Canes (1978), Givoly ve Lakonishok, Gorth et al.(1983) tarafından yapılan çalışmalar, aracı kurumlar ve yatırım danışmanlarının müşterilerine değerli yatırım önerilerinde bulunduğunu kanıtlamışlardır. Yapılan araştırmaların çoğu yayınlanan dergilerden çok, aracı kurumlar ve yatırım danışmanları üzerinde yoğunlaşmıştır. Yatırımcılar çok sayıda bilgi kaynakları olmasına karşın yatırım kararı verirken, analistlerin araştırma raporlarını en etkinli kaynaklardan biri olarak gözönünde bulundurmaktadırlar (Hirst et al.,1995).

Bazı araştırmacılar fiyat dalgalanmaları, analist tahminleri ve gerçekleşen kazanç değışiklikleri arasındaki ilişkileri ortaya koymaya çalışmışlardır (Beneish ve Peterson,1986); ayrıca bu bilgilerin analist tahminleri üzerindeki etkilerini ve seçilen hisse senetlerinin getiri performanslarını değerlendirmişlerdir. Elde edilen sonuçlarda, getiri performansları inceledikten hemen sonra olumlu tahmin edilen hisse senetlerinin satın alınmasıyla kazançların yükseltilebileceği ortaya çıkmıştır. Daha sonra yapılan bir çok çalışmada halka sunulan bilgilerin pazar hareketlerine etkileri incelenmiştir. (Mitchell, Mulherin, 1994, Baginski et al., 1993)

Performans değerlendirme konusunda yapılan çalışmalara ise çeşitli fonların performanslarının Treynor(1965), Sharpe(1966) ve Jensen(1968) gibi yazarlar tarafından ölçülmesiyle başlandığı ve bunun değışik yöntemlerle, pek çok ülke ve hisse senedi borsalarında tekrarlandığı ve geliştirildiği bilinmektedir. Son yıllarda bu konuda yapılan bir çalışmada tanınmış ve tanınmamış aracı kurum ve finansal analistlerin performansları çözümlenmekte ve

karşılaştırılmaktadır (Stickel 1992). Bu çalışma tanınmış analistlerin önerilerinin tanınmamışlara göre daha tutarlı, sık ve etkili olduğunu gözlemiştir.

Finansal analistlerin performans ölçümleri üzerine yapılan başka bir çalışmada da genel olarak kısıtlar üzerinde durulmuştur(Jacquillat et al., 1994). Bu çalışmada belirlenen en önemli kısıtlar, analistlerin örneklerini tek enstitüden sağlamaları ve ele alınan zamanın görece olarak kısa oluşudur. Buna göre yaptıkları çalışma pay başına kazanç tahminleri konusundaki beceriler üzerinde odaklanmaktadır. Sonuç olarak da finansal analizlerin bazı zorluklar taşıdığını ve bu analizlerin birbirleriyle yüksek derecede ilişkili olduklarını, bu yüzden performans ölçümleri yöntemlerinin birbirlerinden ayırt edilemediğini ortaya koymuşlardır. Al ve sat önerisi konusunda detaylı bir araştırma ortaya koyan Stickel(1995) ise yapılan önerilerin gücünü sınıflandırmış, ayrıca analistlerin ününü, aracı kurumların pazar becerilerini ve firma ölçeklerini sinamıştır. Sonuç olarak aracı kurumların al-sat önerilerinin hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ortaya koymuştur.

Bu konuda yer alan deneysel çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin Hirst et al.(1995) yatırımcıların finansal analiz raporlarına tepkilerini deneysel olarak sinamışlardır. Analist raporlarının hem yatırım önerilerini, hem de bunu destekleyen tartışmayı kapsadığını ortaya koyarak, analistlerin hisse senedi hakkında sonucu geliştirirken etkilendiğini önesürmüşlerdir. Buna göre analistin firmayla olan ilişkisi, yöneticilerini memnun etme arzusu, firma durumu, genel ekonomik eğilimler ve firmanın hizmet sunduğu sektöre ilişkin faktörlerle ilgili gerçek görüşleri, analistin hisse senedi hakkındaki önerilerini etkilemektedir.

Dergilerde çıkan uzman görüşleriyle doğrudan ilgili çalışmalar ise son birkaç yıldır ortaya konulmaktadır. Bunlardan Beneish'in(1991) çalışmasında, bir borsa dergisinde yer alan uzman görüşlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi araştırılmaktadır. Bu çalışmada Beneish, Lloyd Davies ve Canes'in çalışmalarını zaman faktörünü gözönünde bulundurarak değerlendirmiştir. Peterson ve Peterson(1995)ise, haftalık bir yatırım dergisinde yayınlanan hisse senedi önerilerine hisse senetlerinin ve finansal analistlerin tepkilerini sinamışlardır. Bu çalışmanın sonucunda dergideki haberlerle analistlerin kazanç tahminleri arasında pozitif direkt bir ilişki bulunmuştur.

Brown (1996) ise, Dreman ve Berry'in makalesini tartışmış, Dreman ve Berry'nin bulgularına karşıt olarak analistlerin kazanç tahminlerinin zaman serileri modellerinden daha tutarlı olduğunu savunmuştur.

1.2 Türkiye'de Uzman Tahminleri ve Haftalık Dergiler

İMKB, on yıllık geçmişi gözönünde bulundurulduğunda dünyadaki diğer borsalara oranla oldukça genç bir borsadır ve buna paralel olarak bir borsanın yakından ilişkili yan sektörleri, yatırımcıya bilgi ve hizmet sağlayan aracı kurumlar ile bankalar, yeni yeni faaliyetlerini geliştirmeye ve yatırımcıların bilgi ihtiyaçlarını karşılamaya başlamışlardır. Sözü edilen aracı kuruluşlar, sundukları alım satım ve portföy oluşturma hizmetleri dışında yatırımcıya yatırım ve al-sat önerilerinde de bulunmaktadır. Yatırımcılar bu aracı kurumların yanında kendilerine alternatif bilgi kaynakları sağlama eğilimindedirler. Bu alternatif de genellikle yayımlanan çeşitli haftalık borsa, ekonomi ve para dergileridir. Bu dergilerden ulaşabildiklerimizin en eskisi 1988'e gitmektedir. Çıkan dergilerin çoğu bir veya iki yıl yayımlandıktan sonra çeşitli nedenlerle kapanmaktadır. Ancak iki tanesi (*Ekonomik Trend* ve *Ekonomist*) göreceli olarak uzun süredir yayın hayatı içindedirler. Bu dergilerde yayımlanan yatırım önerileri, ilk yıllarda, sadece birkaç firmayı içeren teknik analiz ve buna bağlı al-sat önerilerinin ötesine geçmemektedir. Ancak 1992 yılında *Ekonomist* dergisi *Uzmanınız diyor ki...* adlı bir sayfa oluşturarak, burada çeşitli aracı kurumlara mensup uzmanların yatırımcıya önerilerini sunmaya başlamıştır. Bu öneriler önceleri tekdüze, genel ifadelerken, zaman içinde daha standart bir hale gelmiş, uzman isimleri, çalıştıkları aracı kurumlar referans verilerek, bu raporların başında yer almışlardır. Sayfada her hafta ortalama 5-6 rapor yer almakta ve sayfa, çoğu hafta tek tek hisse senedi önerilerini de içermektedir. 1994 yılından sonra bu çeşit dergilerin sayısı artmış ve uzman görüşlerine daha sık ve düzenli olarak yer verilmiştir. Bu dergilerden bazılarının isimleri *Capital*, *Paramatik*, *Paratüyo*, *Borsacı*, *Borsamatik*, *Ekonomik Trend* ve *Ekonomist*'tir. Dergilerin bazıları düzenli olarak tavsiyelerde bulunurken, bazıları da düzensiz aralıklarla al-sat önerilerinde bulunmaktadır. Her türlü piyasa dedikoduları dergilerde yer almakta, "tüyo" adı altında yatırımcılara karlı yatırım olanakları tavsiye edilmektedir.

Bu dergilerde yapılan tavsiyelerin ne ölçüde piyasayı etkilediği, ya da yatırımcıya normalin üzerinde getiri sağlayıp sağlamadığı bilinmemektedir. Yaptığımız ön değerlendirmede, bu dergilerin bir kısmının bazı aracı kurumlarla ve büyük spekülâtorlerle ilişkide olduğu yönünde düşünceler bulunduğu belirlenmiştir. Birçok yatırımcının ülkemizde büyük çapta manipülasyon yapıldığına inanmakta olduğu ve bu tavsiyelerin manipülasyona alet olmasından endişe ettiği ve bu nedenle tavsiyelere kuşku ile baktığı gözlenmiştir.

1.3. Teori ve Hipotez

Birçok ülkede yatırımcıların, yatırım kararı verirken yararlandıkları en önemli bilgi kaynağı uzman görüşleridir. Ashında uzman görüşlerinin amacı yatırımcıların görüşlerini ve yatırım kararlarını etkilemektir. Uzmanlarla yatırımcıların karşılıklı olarak bilgi alıp verme ilişkilerini anlayabilmek için, bu ilişkinin yapısal özelliği üzerinde durmak gerekmektedir. Psikoloji literatüründe ikna etmeye yönelik bir bilgi akışının şu iki faktöre aynı anda dayanması gerektiği belirtilmektedir:

1. *Bilgiden yararlanan(yatırımcı)'ın bilgi veren(uzman)'in mesajı ile ilgili önceki beklentileri,*
2. *Mesajın bilgiden yararlananın beklentilerini onaylayıp onaylamaması.*

Psikoloji literatürüne göre, mesaj beklentilere uygunsuz mesajı alan, gerçeklerden çok önceki beklentilerinin etkisi ile mesaja uygun davranacaktır. Eğer mesaj beklentileri onaylamazsa, mesajı alan büyük olasılıkla beklentilerine göre mesajı yargılamayacak, onun yerine mesajın pozisyonunu destekleyen diğer bir alternatif sebebe inanacak ve daha sonra mesajın fikrini kullanarak hangi durumsal olayların mesajın beklenilmeyen önerimlerde bulunmasına neden olduğunu araştıracaktır. Görülebileceği gibi, bilgiden yararlananların beklenilmeyen mesajlarla ilgili yargıları, mesaj öncesi beklentilerden çok mesajın gücünden etkilenmektedir.

Güçlü bir mesaj piyasadaki bir hisse senedi ile ilgili beklentilerden sapmalara neden olabilecektir, hisse senedinin getirisi yapılan tavsiyenin gücünün etkisi ile yükselebilecektir. Eğer bu tavsiye bilimsel bir tabana oturtulmuşsa, olumlu bir mesajın etkisi bir kaç günle sınırlı kalmayacak, en azından bir kaç hafta elde ettiği getiriye koruyabilecektir.

2. Araştırma

Hipotezimize göre yatırımcılar, uzman görüşlerinden etkilenmektedir. Buna göre ülkemizde de yatırımcıların gerçekten uzmanların görüşlerinden etkilenip etkilenmediği, diğer bir ifade ile haftalık borsa dergilerinde yapılan tavsiyelerin hisse senetleri getirilerine etkili olup olmadığını araştırmak amacı ile, bireysel yatırımcılara yönelik bir anket yoluyla ve geçmiş borsa verilerinden yararlanılarak bir regresyon modeli kurulacaktır.

2.1. Anket

Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında haftalık dergilerin etkinliğini değerlendirmek ve etkili olan diğer faktörleri araştırmak amacı ile bir anket çalışması yapılmıştır. On sorudan oluşan bu ankette, özellikle haftalık dergilerdeki uzman tavsiyelerinin etkileri araştırılmıştır. Anket, Ankara'da faaliyet gösteren aracı kurumların seans odalarında aktif olarak yatırım yapan bireylere yönelmiştir. Bu amaçla rastgele seçilen 12 aracı kurumla işbirliğine girilerek, borsa seansını izleyen rastgele 250 yatırımcının anket formunu doldurması sağlanmıştır. Böylece, yaklaşık olarak her bir kurumda 15-25 yatırımcı ankete yanıt vermiştir (Tablo 1). Yanıt veren yatırımcıların genellikle seans odalarına sık gelen ve bu nedenle aktif yatırım stratejisi uygulayan kişiler olduğu gözlemlenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre yatırımcılar, çoğunlukla yatırımlarını aylık periyodlarla yapmaktadırlar (%32.5). Bunu haftalık yatırımlar izlemekte, kısa vade olarak kabul edilen gün içi, günlük ve haftalık dönemler itibarıyla yatırımlar ise toplam olarak %55.9'a ulaşmaktadır. Şüphesiz ankete yanıt veren yatırımcıların genellikle aktif yatırımcı olması kısa dönem yatırımlarının yüksek olmasında etkili olmuştur, ancak aracı kurumların yetkililerince yapılan görüşmeler sonucunda, bu durumun genel bir eğilim olduğu saptanmıştır.

Yatırımcıların yaklaşık 1/3'ü tek bir hisse senedine yatırım yaparken, diğerleri risklerini düşürmek amacıyla portföy oluşturmaktadır. Bu yatırımların da çoğunlukla teknik ve temel analize dayandığı belirlenmiştir (%78.1). Ancak temel ve teknik analiz yapabilmek için belirli bir düzeyde eğitim almak gerektiğinden ve ülkemizde yatırımcıların bu konudaki eğitimlerine yönelik bir araştırma olmadığından, yatırımcıların bu yanıtlarını ihtiyatla karşılamak gerekmektedir. Yatırımcıların bu tür analizlerle ilgili sonuçları aracı kurum uzmanlarından ve çeşitli yayınlardan elde ettikleri düşünülmektedir. Ayrıca dördüncü soruya verilen yanıtlardan anlaşıldığına göre, yatırımcılar en çok aracı kurum uzmanlarının tavsiyelerine güvenmektedirler (%51.3). Bu sonucu %23.1 ile haftalık dergilerdeki tavsiyeler takip etmektedir.

Yatırımcıların çoğu haftalık dergilerdeki tavsiyelere dayanarak yatırım yapıldığında, normalin üzerinde getiri elde edilebileceğine inanmamaktadırlar (%71.2). Bu tavsiyelere göre yatırım yapıldığında, kaç gün içinde yüksek getiri elde edilebileceği konusundaki sorudan alınan yanıtlara göre, yatırımcıların üzerinde birleştiği belirli bir süre yoktur.

Tablo 1. Yatırımcı Anketi Sonuçları

Sorular	Yanıtlar					
	Gün içi % 11.7	Günlük 16.9	Haftalık 27.3	Aylık 32.5	Yıllık 11.7	
1.Yatırımınızı hangi sıklıkta yaparsınız?						
2.Tek bir hisse senedine mi, yoksa portföye mi yatırım yaparsınız?	Tek senet % 30.6	Portföy 69.4				
3.Hisse senedi seçerken en temel kriteriniz hangisidir?	Temel analiz % 33.1	Teknik analiz 35	Tavsiye 13.1	Önzezi 18.8		
4.En çok kimin tavsiyesine güvenirsiniz?	Ara Kurum uzmanları % 51.3	Arkadaş 8.3	Haftalık dergiler 23.1	Gazete 3.8	Radio, TV 4.5	Dedikodu 9.0
5.Sizce haftalık dergilerdeki tavsiyelere dayanarak normalin üzerinde kazanmak mümkün mü?	Evet % 28.8	Hayır 71.2				
6.Sizce haftalık dergilerdeki tavsiyelere göre yatırım yapıldığında hangi sürede yüksek getiri elde edilir?	Dergi çıkar çıkmaz % 21.6	Bir gün 7.5	2-7 gün 21.6	8-20 gün 15.7	30-60 gün 13.4	60 gün ve fazla 20.1
7.Sizce haftalık dergilerdeki tavsiyelere göre yatırım yapıldığında 15-20 günde yüksek getiri elde edilir mi?	Evet % 33.3	Hayır 66.7				
8.Sizce haftalık dergilerdeki tavsiyeler nasıldır?	İyi niyetli % 21.6	Yanılıcı 15.1	Bazen iyi niyetli, bazen de yapay fiyat oluşturanlara alet olurlar. 63.3			
9.Sizce haftalık dergilerdeki tavsiyeler neye dayanır?	Temel ve teknik ana. % 47.7	Uzman tecrübesi 30.2	Rastgele 22.1			
10.Sizce hangi dergideki tavsiyeler yatırımcıyı en çok kazandırmıştır?	Ekonomist % 33.0	Borsamatik 11.7	Paramatik 27.2	Trend 13.6	İntermed Ekonomi 2.9	Diğer 11.7

Yatırımcıların ancak %21.6'sı bu dergilerin iyi niyetle tavsiye yaptıklarına inanmaktadır. Tavsiyelerin yatırımcıyı yanlış yöne sevkettiğini ya da bu tavsiyelerin zaman zaman yapay fiyat oluşturanlara alet olduğunu düşünenler çoğunluktadır(%78.4). Diğer bir ilginç sonuç da, yatırımcıların %22.1'inin bu tavsiyelerin rastgele yapıldığını düşünmesidir.

Yatırımcılara göre en isabetli tahminleri yaparak yatırımcılara en çok para kazandıran dergi, göreceli olarak daha uzun bir yayın hayatı olan *Ekonomist* dergisidir(%33.0). Bu dergiyi *Paramatik* takip etmektedir.

2.2 Model

2.2.1. Veriler

Ülkemizde özellikle bireysel yatırımcılar, İMKB'na kısa vadede büyük getiri elde etmek amacı ile gelmektedirler. Bu yatırımcıların çoğunun bilimsel analizlerden çok tavsiye ve söylentilere göre yatırım pozisyonu aldıkları, sık sık gözlenmektedir. Anket sonuçlarında görüldüğü gibi, yatırımcıların en önemli bilgi kaynağı, aracı kurumlardaki uzmanlar ile haftalık dergilerdeki tavsiyelerdir.

Bu çalışmada, haftalık borsa dergilerinde yayınlanan yatırım uzmanı tavsiyelerinin tutarlılığını ortaya koymak amacıyla Ocak 1993-Aralık 1994 tarihleri arasındaki hisse senedi önerileri değerlendirilmiştir. Araştırmada aylık veriler kullanılmıştır. Bunun temel nedeni, İMKB'nin, yalnız hisse senetlerinin sermaye arttırımı ve temettü ödemelerine göre düzeltilmiş aylık getirilerini yayınlıyor olmasıdır. İMKB ya da başka bir kuruluşun hisse senetlerinin düzeltilmiş günlük veya haftalık getiri ile ilgili bir yayını tesbit edilememiştir. Aylık getirilerle çalışmamızın diğer bir nedeni de, yatırımcının ortalama yatırım süresinin bir çok aracı kurumun ileri sürdüğünün aksine orta vadeli(15-45 gün) olup olmadığının test edilmesidir. Çalışmanın iki yıla sınırlı kalmasının en önemli nedeni ise, 1993 yılı öncesi dergilerin çok düzensiz bir şekilde hisse senedi tavsiye etmeleridir. Kurduğumuz modelin özelliği nedeni ile 1995 yılı verileri kullanılmamıştır. Genellikle iki yıllık bir dönemi kapsıyan borsa araştırmalarının ekonomik dönüşümleri kapsayabilmek bakımından yeterli oluşundan ötürü, yararlandığımız dönemin bilimsel bir değerlendirme için yeterli olduğu düşünülmüştür. Araştırma için *Capital*, *Paramatik*, *Ekonomik Trend* and *Ekonomist* gibi Türkiye'de mevcut olan başlıca dergiler incelenmiş, uzman tavsiyelerini içeren en yapılaşmış ve devamlı veriler araştırılmıştır.

Menkul kıymetler borsası diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, göreceli olarak genç bir borsadır. Yayınlanan dergiler ise devamlılık göstermemekte ve bazıları sadece bir iki yıldır yayınlanmaktadır. Bu koşullar altında bu makalede kullanılan veriler, çoğunlukla en eski ve göreceli olarak çok satan haftalık borsa dergilerden biri olan ve haftalık hisse senedi uzman tavsiyelerini içeren *Ekonomist*'ten seçilmiştir. Her hafta '*Uzmanınız diyor ki...*' sayfasında özel aracı kurumların uzmanları, varolan ekonomik ve spekülatif faktörlerin ışığı altında

yatırım tavsiyelerinde bulunmaktadır. Ayrıca düzenli olmamakla birlikte yatırımcılar için hisse senedi önerilerinde de bulunmaktadır. Bu hali ile dergi, piyasa dedikodularını yansıtmaktan çok, belli başlı aracı kurumun uzmanlarının tavsiyelerini içermektedir.

Yapılan öneriler sadece satın alma önerileridir. Çalışmada sadece hisse senetleri alım önerileri ele alınmış, senet önerisi bulunmayan haftalar için de sektör önerilerinden yararlanılarak, tavsiye edilen sektörlerden hisse senetleri seçilmiştir. Araştırmanın uygulandığı dönemde dergilerde çok az sayıda hisse senedi satın önerisi yapıldığından, satın önerileri çalışmanın kapsamına alınmamıştır. Bu seçim yapılırken şu kriterler gözönünde bulundurulmuştur:

- (1) Her ay için 9 hisse senedi belirlenmiştir.
- (2) Seçim yapılan ayın ilk onbeş gününde önerilen senetler tercih edilmiştir.
- (3) Dokuz hisse senedi tamamlanamazsa ilk onbeş günlük sektör önerileri değerlendirilmiştir.
- (4) Tekrar önerilen hisse senetlerinin ardışık aylara denk gelmemesi amacı ile, en az 4 ay geçmeden aynı hisse senedi değerlendirmeye alınmamıştır.

Yukarıdaki noktalar gözönünde bulundurularak Ocak 1993-Aralık 1994 dahil olmak üzere yirmi dört ay için hisse senedi önerileri belirlenmiş ve her ay için ortalama dokuz hisse senedi seçilerek, bu veriler değerlendirilmiştir. Ayrıca İMKB'ndan elde edilen bileşik aylık getirilerden yararlanılmıştır.

2.2.2. Yöntem

Bu çalışmada, haftalık dergilerdeki uzmanların yaptıkları tavsiye sonucunda, tavsiye ettikleri hisse senetlerinin getirilerini etkileme güçleri, piyasa modelinin tahmin hatalarının ölçülmesiyle incelenmiştir. Kullanılan piyasa modeli şöyledir:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} = Firma i 'nin t ayındaki getirisi

R_{mt} = İMKB endeksinin t ayındaki getirisi

e_{it} = Hata terimi

α_i, β = Regresyon katsayıları

Çalışmada iki değişik yaklaşım izlenmiştir. Birinci yaklaşımda, her ay tavsiye edilen hisse senetleri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Buna göre, her bir gözlenen örnek hisse senedi, daha önceki bölümde açıklandığı gibi, ayın ilk onbeş gününde dergilerde tavsiye edilen senetler arasından seçilmiştir. Hisse senedinin seçildiği ay "olay ayı", diğer bir ifade ile "t=0" olduğu ay olarak kabul edilmiştir. Böylece o aydan bir önceki ay "t=-1" ve bir sonraki ay ise "t=+1" olacaktır. Her bir örnek hisse senedi için kurulan modelde gözlem, "t=-13"den "t=-2" ile "t=+2"den "t=+13" ayları için yapılmıştır. Diğer bir ifade ile, modelimiz olay ayı ile o aydan bir önceki ve bir sonraki ayın değerlerinin kullanılmadığı 24 aylık dönem kapsamaktadır. Örneğin 1994 yılı Ocak ayında uzmanların tavsiye ettikleri bir senet için kurulan modelde, gözlemler 1992'nin Aralık ayında başlayacak ve 1993 Ocak-Kasım döneminde devam edecektir. 1993 Aralık, 1994 Ocak ve Şubat gözlemleri modele dahil edilmeyecekler, ancak gözlem, 1994 Mart-1995 Şubat dönemini de içerecektir.

Ocak 1993-Aralık 1994 dönemindeki 24 ay için modelimiz defalarca kurulmuştur (yaklaşık olarak her ay için 9 tavsiye edilen hisse senedi gözlenmiştir). Daha sonra her bir hisse senedinin -1, 0 ve +1 aylarındaki gerçek getirileri ile model yardımı ile tahmin edilen getirilerinin farkı hesap edilerek tahmin hataları bulunmuştur. O halde,

$$PE_{it} = R_{it}(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

$$PE = \text{Tahmin hatası}$$

Böylece her bir hisse senedi için tavsiye yapılmadan önceki ayın, olay ayın ve olaydan bir sonraki ayın tahmin hataları hesap edilerek, bu aylarda pozitif ya da negatif anormal getiri elde edilip edilmediği belirlenmiştir. Daha sonra, tüm örnek firmalar için -1, 0 ve +1 aylarını ayrı ayrı içeren ortalama tahmin hataları aşağıdaki formülден yararlanılarak bulunmuştur;

$$APE_t = 1/N \sum_{i=1}^N PE_{it}$$

$$APE_t = \text{Ortalama tahmin hatası}$$

$$N = \text{Örnek olarak alınan tüm firmalar (hisse senetleri) sayısı}$$

Bu ortalamalar toplanarak, analiz dönemindeki kümülatif ortalama tahmin hatası şöyle hesap edilmiştir;

$$CAPE_k = \sum_{t=1}^k APE_t$$

$CAPE_k$ = Kümülatif ortalama tahmin hatası

Ortalama ve kümülatif ortalama tahmin hatalarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıklarını test etmek için, örnek hisse senetlerinin ortalama tahmin hatalarının standart sapmasının hesap edilmesi gerekmektedir. Bu da

$$s(APE_t) = \sqrt{1/(N-1) \sum_{t=1}^N (APE_t - \overline{APE})^2}$$

\overline{APE} = Ortalama tahmin hata

Hipotezimize göre, olay ayında ortalama ve kümülatif ortalama tahmin hatalarının sıfırdan farklı ve pozitif olması gerekmektedir. Bu hipotezi test etmek için t istatistiğinden şu şekilde yararlanmak mümkündür;

$$APE_t / s(APE_t) \cong t$$

$$CAPE_k / [ks^2(APE_t)]^{1/2} \cong t$$

Çalışmada izlenen ikinci yaklaşımda da, aynı yöntem, portföyler oluşturularak izlenmiştir. Her ay tavsiye edilen ortalama 9 hisse senedinden eşit ağırlıklı portföyler oluşturulmuştur. Böylece 24 aylık analiz dönemi için 24 ayrı portföy oluşturularak, ortalama ve kümülatif ortalama tahmin hataları hesap edilmiştir. Elde edilen sonuçların anlamlılık testleri yapılmıştır.

2.2.3. Bulgular

Bu çalışmada haftalık borsa dergilerindeki uzman görüşlerinin piyasayı etkilediği kabul edildiğinden, dergi yayımlandıktan belirli bir süre sonra (15 gün veya 45 gün) dergide tavsiye edilen hisse senetlerinin normalin üzerinde getiri sağlayacağı beklenmekteydi. Elde edilen sonuçlara göre, hisse senetlerinin aynı ayı değerlendirildiği yaklaşımda, olay ayından bir ay önce ve olay ayında

tavsiye edilen hisse senetleri pozitif anormal getiri sağlamışlar, ancak bu sonuçlar istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır (Tablo 2). Buna göre haftalık borsa dergilerinde uzmanların tavsiyeleri, orta vadede hisse senetlerinin performanslarının üzerinde herhangi bir etki yaratmakta ve bu senetlere yatırım yapanlar normalin üzerinde getiri elde edememektedirler. Aylık portföyler kurularak uygulanan yöntemde de sonuçlar oldukça önemsiz çıkmıştır.

Tablo-2

Borsa Dergilerinde Uzmanlar Tarafından Yapılan Tavsiyelerin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkileri :-1, 0 ve +1. Aylardaki Ortalama ve Kümülatif Ortalama Tahmin Hataları

Dönem	Hisse Senedi		Portföy	
	APE_t	$CAPE_t$	APE_t	$CAPE_t$
-1	.065 (.229)	.063 (.521)	-.003 (-.011)	-.003 (-.011)
0	.037 (.147)	.097 (.287)	-.046 (-.178)	-.048 (-.363)
+1	-.001 (-.002)	.092 (.266)	-.064 (-.274)	-.1124 (-.693)

Ancak elde edilen bu sonucun eksik ve yanlış yönlerini de ortaya koymak gerekmektedir. Bulgularımız, haftalık borsa dergilerindeki uzman görüşlerinin hisse senetleri üzerindeki etkisini yalnız orta vadede ve belirli zaman kesitleri itibarıyla vermektedir. Diğer bir anlatımla, araştırmada kurduğumuz model ile olay ayının, bir önceki ayın ve bir sonraki ayın sonundaki görüntülerin fotoğrafları elde edilmiş, buna karşılık olayın sonuçlarının tamamının filmi çekilememiştir. Ülkemizde yatırımcıların yatırımlarını genellikle çok kısa vadeli ve spekülasyona yönelik yaptıkları öne sürüldüğünden ve olayın sonuçlarını daha geniş ve detaylı görebilmek için günlük verilerden, hatta gün içindeki birinci ve ikinci seans verilerinden yararlanmak gerekecektir. Böylece borsa dergisinde bir hisse senedi tavsiye edildikten sonra, herhangi bir etki oluşmuşsa, bu etkinin tesiri ile yatırımcıların kaç gün sonra normalin üzerinde getiri sağlayabileceği görülecektir.

Sonuç

Hisse senedi yatırımı yapan özellikle bireysel yatırımcıların, yatırım kararlarında haftalık borsa dergilerindeki uzman görüşlerinin önemli etkileri olduğu ve bu tavsiyelere dayanılarak yatırım yapıldığında, ülkemize göre daha etkin olan gelişmiş ülkelerdeki piyasalarda bile normalin üzerinde getiri elde etmenin mümkün olduğu yönündeki görüşler son yıllarda tartışılmaktadır. Ayrıca bu tür yayınların bir spekülasyon ortamı yaratarak, yayın yapıldıktan bir süre sonra tavsiye edilen hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediği önesürülmektedir. Ülkemizde de yatırımcıların yararlanabilecekleri sınırlı sayıda bilgi kaynağı vardır. Bu nedenle haftalık borsa dergilerinden yapılan tavsiyeler önem kazanmaktadır. Son yıllarda bu tür dergilerin satışlarındaki ve çeşitlerindeki artışlar, bu görüşü desteklemektedir. Ancak yatırımcıların ne ölçüde bu tavsiyelere göre yatırım kararı aldığı ve bu tür haberlerin orta vadede yatırımcıya normalin üzerinde bir getiri sağlayıp sağlamadığı yönünde yeterli araştırma yoktur.

Bu çalışmada 1993-1994 döneminde, yatırımcıların haftalık borsa dergilerinden yapılan tavsiyelere göre yatırım kararı verip vermedikleri araştırılmış ve bu dergilere göre hisse senedi alındığında, normalin üzerinde getiri elde edilip edilmediği incelenmiştir. Bu amaçla yatırımcılara yönelik bir anket çalışması yapılmış, ayrıca ekonometrik bir model kurularak, dergilerde hisse senetleri tavsiye edildikten sonra önceden tahmin edilen getiri ile gerçek getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark, başka bir deyişle bir tahmin hatası olup olmadığı araştırılmıştır.

Uygulanan anketin sonuçlarına göre, yatırımcıların en temel bilgi kaynağı aracı kurumlarda çalışan uzmanlardır. Haftalık dergilerde yapılan tavsiyeler ikinci sıradadırlar. Yatırımcıların çoğunluğu, bu dergilerdeki tavsiyelere göre yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edebileceklerine inanmamaktadırlar, hatta bu dergilerdeki tavsiyeleri yapanların zaman zaman yapay fiyat oluşturmak isteyen spekülatoörlere alet olduklarına inanmaktadırlar.

Kurduğumuz ekonometrik modelden elde edilen sonuçlar da anketin sonuçlarını desteklemektedir. Haftalık dergilerde hisse senedi tavsiyesi yapıldığı ayda ve sonraki ayda istatistiksel olarak anlamlı bir tahmin hatası belirlenmemiştir. Buna göre, dergilerdeki tavsiyeler yapıldıktan sonra, orta vadede hisse senetlerinin fiyatları etkilenmemektedir. Ancak kısa vadede herhangi bir etki olup olmadığını belirlemek için bu modelin günlük verilerle kurulması gerekmektedir.

Kaynakça

- Beneish, M. D., "Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations", *Journal of Business*, Cilt 64, No.3, 1991.
- Bjerring, J. H., Lakonishok, J. ve Vermaelen, T., "Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations", *Journal of Finance*, Cilt XXXVIII, No.1, 1983.
- Brown, L. D., "Analysts' Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysts: An Alternative Perspective", *Financial Analysts Journal*, Ocak-Şubat 1996.
- Colker, S., "An Analysis of Security Recommendations by Brokerage Houses", *Quarterly Review of Economics and Business*, Cilt 3, Yaz 1963
- Dreman, D. N. ve Berry, M. A., "Analysts' Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysts", *Financial Analysts Journal*, Ocak-Şubat 1995.
- Diefenback, R., "How Good is Institutional Brokerage Research", *Financial Analysts Journal*, Ocak-Şubat 1972
- Givoly, D. ve Lakonishok, J., "Information Content of Financial Analysts' Forecast of Earnings: Some Evidence of Semi-Strong Inefficiency", *Journal of Accounting and Economics*, Cilt 1, 1979
- Hirst, D. E., Koonce, L. ve Simko, P.J., "Investor Reactions to Financial Analysts' Research Reports", *Journal of Accounting Research*, Cilt 33, No.2, Sonbahar, 1995.
- Harvard Business Review, Cilt 43, 1965
- Jacquillat, B. ve Gradin, P., "Performance Measurement of Analysts' Forecasts", *Journal of Portfolio Management*, Sonbahar, 1994.
- Jansen, M.C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, Cilt 23, Mayıs, 1968.
- Lloyd Davies, P. ve Canes, J., "Stock Prices and the Publication of Second Hand Information", *Journal of Business*, Cilt 51, 1978.
- Logue, D. ve Tuttle, D., "Brokerage House Investment Advice", *Financial Review*, Cilt 8, 1973
- Mitchell, M. L. ve Mulherin, H., "The Impact of Public Information on the Stock Market", *Journal of Finance*, Cilt XLIX, No.3, 1994.
- Peterson, D. R. ve Peterson, P. P., "Abnormal Returns and Analysts' Earnings Forecast Revisions Associated with the Publications of *Stock Highlights* by Value Line Investment Survey", *Journal of Financial Research*, Cilt 18, No.4, Kış, 1995.
- Stickel, S. E., "Reputation and Performance Among Security Analysts", *Journal of Finance*, Cilt XLVII, No.5, 1992.

Stickel, S. E., "Accuracy Improvements from a Concensus of Updated Individual Analysts Earnings Forecasts", *International Journal of Forecasting*, No.9, 1993.

Stickel, S. E., "The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations", *Financial Analysts Journal*, Eylül-Ekim 1995.

Sharpe, W.F., "Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, Cilt 19, Sayı.4, 1964.

Treynor, J., "How to Rate Management of Investment Funds", Harvard Business Review, Ocak-Şubat, 1965.

