

FINANSAL TAVSİYELERİN YATIRIMCI DAVRANIŞLARINA ETKİSİ THE EFFECT OF FINANCIAL RECOMMENDATIONS ON INVESTOR BEHAVIOR

Veli Özgür Yurtdaşseven¹

Serkan Çankaya²

Öz

Küresel hisse piyasaları büyüklüğünün günümüzde ulaştığı seviyeler ve teknolojinin giderek artan etkisi bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından yatırım yapmayı ciddi bir bilgi donanımı ve uzmanlığı zorunlu hale getirmektedir. Yatırım kuruluşlarında yatırımcılara bu anlamda destek veren Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı gibi bölümler tarafından hazırlanan finansal tavsiyelere daha çabuk ulaşımın yanı sıra analistler tarafından makro ve mikro anlamdaki gelişmelere yönelik daha hızlı hazırlanmış analizler yatırımcıların gün geçtikçe daha hızlı aksiyon almalarını sağlamaktadır. Teknolojik alt yapının her geçen yıl işlem hızının artmasına olanak sağlayacak şekilde gelişmesi ve bu paralelde algoritmik işlemlerin ağırlığının artması da hisse senedi yatırımlarında süreyi azaltan faktörler olarak dikkat çekmektedir. Söz konusu gelişimi Borsa İstanbul'da da gözlemlemekteyiz. Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yayınlanan veriler gerek yerli gerek yabancı yatırımcı tarafında hisse senedi elde tutma sürelerinin kısaltıldığına işaret etmektedir. Davranışsal finans açısından da ele alındığında kısalan elde tutma süresi etkisiyle yayınlanan hisse senedi raporlarının ilk gün itibarıyla yatırımcı davranışlarını da etkilediği görülmektedir. Bu çalışma ile analist tavsiyelerinin ilk gün hisselerde oluşturduğu etkiyi ölçmek amaçlanmaktadır. Hisse senedi piyasasında gerileyen vade içinde bu çalışma finansal tavsiyelerin ilk gün etkisini tespit etmek anlamında önem taşımaktadır. Elde edilen bulgular daha önce yapılan çalışmaları destekler nitelikte yatırım kuruluşlarının çıkardığı finansal tavsiyelerin ilk işlem gününde şirket hisse performanslarını etkilediğini göstermektedir.

Anahtar Kelimeler : Hisse Senedi, Finansal Tavsiye, Analist Tavsiyeleri, Yatırımcı Davranışı

Jel Sınıflaması : G11, G17, L10

Abstract

Increasing levels of global stock market size and increasing influence of technology makes serious information equipment and expertise essential for investing in terms of individual and institutional investors. In addition to quick access to financial recommendations prepared by departments such as Research and Investment Advisory, which supports investors in this sense, investment analysts provide faster and faster analysis by analysts with quicker analysis on macro and micro development. The fact that the technological infrastructure has been developed to allow faster transactions every year and the increase in the weight of algorithmic operations in parallel with this, are factors that decrease the duration of stock investments. We also see the development in the Borsa İstanbul. The data issued by the Central Securities Depository indicates that the holding period for stocks is shortened both on the domestic and foreign investor side. In terms of behavioral finance, it is also observed that investor behavior affects the stock market reports published on the first day due to the influence of the holding period, which is shortened when it is handled. This study is intended to measure the first-day effect of analyst's recommendations on the shares. In the period of declining in the stock market, this study is important in terms of determining the first day effect of financial recommendations. The findings are support previous studies and show that the financial recommendations of the investment institutions affect the company's stock performance on the first trading day.

¹ Yönetici, Garanti Yatırım Yatırım Danışmanlığı İstanbul. İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, Sermaye Piyasası Yüksek Lisans Öğrencisi oyurtdasseven@garanti.com.tr

² Doç.Dr.. İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, scanakaya@ticaret.edu.tr

Key Words : Equities, Financial Advice, Analyst Recommendation, Investor Behavior

JEL Classification : G11, G17, L10

1.GİRİŞ

Günümüzde küresel anlamda hisse senetleri toplam 100 trilyon ABD\$'na piyasa değerine ulaşmış durumdadır.(Bloomberg Terminali) Teknolojik gelişmelerin de desteğiyle hızlı bir büyüme içindeki piyasalarda hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar açısından yatırım tercihlerinde ciddi bilgi donanımı ve uzmanlığa ihtiyaç duyulmaktadır.

Hisse senedi piyasalarında yatırım yapanlar ve/veya yatırım planı olan bireysel ve/veya kurumsal yatırımcılar açısından bilginin değeri oldukça yüksektir. Gerek makro gerekse de mikro düzeyde bilgiye ulaşımı olmayan ya da bilgiye ulaşıp da yorumlayamayan yatırımcılar açısından bu tip süreçler önemli bir risk aynı zamanda maliyet unsurudur.

Diğer yandan piyasalardaki gelişim hızı bilgiye ulaşım ve karar mekanizmaları noktasında da benzer bir eğilimi gündeme getirmiş, analistlerin gelişmelere daha hızlı reaksiyon göstermelerini sağlamıştır.

Hisse piyasası sürecindeki gelişim hisse senedi yatırımcı davranışlara da yansımıştır. Gelişim hızı eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yeni adıyla Borsa İstanbul'da karşılık buldukça gerek yerli gerekse de yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerini etkilemiş, portföylerinde hisse senedi tutma sürelerinin azalmasına neden olmuştur.

Finans alanındaki çalışmalarda etkin piyasa ve rasyonel yatırımcı modellerini temel alan çalışmalar zamanla piyasalardaki gelişmeleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Bu ihtiyaçtan ortaya çıkan davranışsal finansa ait hipotezlerden de faydalanarak bu çalışmada hisse piyasalarında vadedeki değişimler ve bu değişimin finansal tavsiyelere yönelik ilk gün yatırımcı tepkileri ele alınmıştır.

2. Davranışsal Finans

Geleneksel finans teori ve modellerinin önemli bir kısmı insanların yatırım kararlarında rasyonel davrandığı ve karar alma sürecinde gerekli bilgilerin tümünü dikkate aldığı varsayımıyla hareket etmektedir. Söz konusu teorilerin yatırımcı kararlarına etki eden psikolojik faktörleri göz ardı ettiği görülmektedir. Geleneksel finans ve etkin piyasa hipotezine dayanan çalışmalarının yeterli ve tatmin edici bir şekilde açıklayamadığı yatırımcı davranışlarına yönelik çalışmalar "Davranışsal Finans"ı ortaya çıkarmıştır.

Hem psikolojinin hem de finans modellerinin görüşlerinden faydalanan ve bunu yatırımcı kararlarını açıklamakta kullanan davranışsal finansın bu haliyle ortaya çıkışı bu haliyle irrasyonel yatırımcı davranışlarıdır. Geleneksel finans yaklaşımının ana unsurlarından rasyonel kararlarla risk ve getiri değerlendirilmesine karşın, davranışsal finasta yatırımcıların risk ve getiri değerlendirilmesinde psikolojik etkenler başta olmak üzere birçok değişken etkilendiği öngörülmektedir.

Psikolojik faktörler dışında davranışsal finansı geleneksel finansal analizlerden ayıran bir diğer fark kullanılan yöntemdir. Geleneksel finans çalışmalarında genellikle öncelikle model ortaya atılır devamında ampirik çalışmalarla söz konusu modelin doğruluğu araştırılırken, davranışsal finasta önce piyasayı oluşturan yatırımcıların davranış şekilleri gözlenir sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan model kurgulanmaya çalışılır.(Bostancı, 2003;9)

Yapılan çalışmalar yatırımcıların geleneksel finans modellerinde varsayıldığı gibi rasyonel davranmadığını ve anomalilerin gündeme geldiğini göstermektedir. Davranışsal finans ile bu ortaya çıkan boşluğun kapatılması amaçlanmaktadır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da çıkan çalışması davranışsal finansın çıkışı

noktası olarak kabul edilmektedir.(Kıyılar, 2016;111) Psikolojik faktörlerin, yatırımcı karar alma mekanizmasına ve yatırım araçları fiyatlamalarına etkisini inceleyen Kahneman ve Tversky'nin çalışmaları finans çalışmalarında yeni bir alan açmıştır.

Kahneman ve Tversky'nin davranışsal finansın çıkış noktası olarak kabul edilen çalışmaları “Beklenti Teorisi”ne göre yatırımcılar yatırımlarında ortaya çıkan kazanç ve kayıplara farklı ağırlıklandırmalar yapmaktadır. Söz konusu teoriye göre yatırımcılar açısından kayıplar kazançlara göre daha fazla öneme sahiptir.(Kahneman ve Tversky, 1979; 263-292) Bu konuyu çalışmanın 7. bölümünde analistlerin tavsiyelerini aşağı yönlü revize etmeleri ve bunun ilk gün yatırımcı davranışlarına olan etkisinde de ele alınmıştır.

3.Türkiye’de Finansal Tavsiyelerde Seçim Kriterleri

Genel olarak yatırım kurumlarında çalışan analistlerin amacı belirlenmiş sektörlerde yer alan şirketleri tüm yönleriyle takip etmek ve çalıştığı kuruma ya da kurumun müşterilerine bu konuda araştırma raporları hazırlamaktır. Gerek lokal gerekse de global anlamda kurumlar arası rekabet içeriği ne olursa olsun araştırma raporlarının önemini artırmaktadır. Analistler bu amaçları paralelinde sorumlu oldukları şirketlerle ilgili gelişmeleri yakından takip etmekte, gerektiğinde şirket yetkilileriyle görüşmeler gerçekleştirmekte ve bu doğrultuda öngörülerini raporlayarak finansal tavsiyeye dönüştürmektedir.

Bir yandan maliyet etkisi diğer yandan likidite faktörü nedeniyle aracı kurum araştırma departmanları halka açık her şirkete yönelik analiz hazırlayamamakta, bu konuda belli kriterler benimsemek zorunda kalmaktadır. Bu faktör yurtdışında ve yurtiçinde geçerlik kazanmıştır.

2002 yılında yayınlanan “Analistleri Analiz Etmek” adlı çalışmada şirket analistlerinin olumlu momentuma ve yüksek işlem hacmine sahip şirket hisselerini tercih ettikleri belirtilmiştir. Aynı çalışma 2004 yılında Journal of Finance’ta da yayınlanırken, analistlerin “göz kamaştırıcı - glamour” olarak değerlendirilen olumlu momentum, görece yüksek likiditeye ve büyüme oranlarına sahip hisseleri tercih ettikleri belirtilmiştir. Bu hisseler dışında kalan halka açık şirket hisseleri ise araştırma kapsamı dışında kalmaktadır. (Jegadeesh-Kim-Krische-Lee, 2004)

Benzer eğilimi Türk hisse piyasasında da görmekteyiz. Borsa İstanbul’da yer alan toplam 310 şirket hissesine yönelik yerli ve yabancı yatırım kuruluşu araştırma bölümü ilgisi bazında 43 şirketin 10 ve üzeri araştırma bölümü kapsamında yer aldığı görülüyor. Bu grup içerisinde 20 araştırma bölümü kapsamında yer alan şirket sayısı ise 18 olarak karşımıza çıkıyor.

Küresel tercihlerden hareketle Türkiye’deki şirketlere yönelik olarak da benzer tercih sebepleri öne çıkmaktadır. Bu paralelde BİST Ulusal-30 endeksinde yer alan 30 şirketin 25’inin 10 ve üzeri araştırma bölümü tarafından kurum araştırma listesinde yer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla daha fazla analist ilgisinin Borsa İstanbul’da da yüksek işlem hacmi ve piyasa değeri ile güçlü momentum ile sağlanabildiği görülmektedir.

Tablo1 . Araştırma Bölümleri Kapsamındaki Halka Açık Şirketler

<u>Şirket</u>	<u>Takip Eden Analist Sayısı</u>	<u>Şirket</u>	<u>Takip Eden Analist Sayısı</u>
TÜPRAŞ	28	PEGASUS	19
BİM	28	PETKIM AS	18
YAPI VE KREDİ BANKASI	28	KOÇ HOLDİNG	17
GARANTI BANKASI	27	SABANCI HOLDİNG	17
AKBANK	27	EMLAK GYO	17
THY	27	ENKA İNŞAAT	17
FORD OTOSAN	27	TEKFEN İNŞAAT	17

IS BANKASI C GRUBU	26	ÜLKER BİSKÜVİ	17
HALK BANKASI A.S.	26	AYGAZ	17
TOFAS OTOMOTIV FAB.	26	DOĞUŞ OTOMOTİV	17
TURK TELEKOM	26	ANADOLU EFES	16
VAKIFBANK	25	TRAKYA CAM	16
TURKCELL	24	TÜRK TRAKTÖR	16
MİGROS	23	BİZİM TOPTAN	16
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	22	TSKB	15
ARÇELİK	21	KARDEMİR D GRUBU	14
TAV HAVALIMANLARI	20	ŞİŞECAM	13
COCA COLA İÇECEK	20	ÇİMSA	13
		AKÇANSA	13
		ASELSAN	12
		SODA SANAYİİ	12
		TORUNLAR GYO	11
		ANADOLU CAM	11
		GÜBRE FABRİKALARI	10
		ALBARAKA TÜRK	10

Kaynak : Bloomberg

Belirtilen şirket hisseleri dışında kalan, görece düşük işlem hacmi ve piyasa değeri gibi belli bazı araştırma bölümü kriterlerini karşılayamayan şirketler ise genel olarak “Küçük Ölçekli Şirketler” olarak değerlendirilmektedir. Bu gibi halka açık şirketler zaman zaman yüksek getiri potansiyelleri gündeme gelebilirse de, düşük analist ilgisi nedeniyle çoğu kez yatırımcı ve/veya yatırım şirketlerinin yatırım listesine girememektedir.

Küresel tarafta analistlerin hisse tercihlerinde belirleyici olan momentum ve işlem hacmi aslen endeks değişikliklerini etkileyen faktörlerdir. Bu açıdan yüksek işlem hacmine, piyasa değerine ve güçlü momentumu sahip şirket hisseleri borsalarda gösterge olan endeksler içerisinde yer almaktadır.

4.Borsa İstanbul Endeksleri Seçim Kriterleri

Üçüncü bölümde aracı kurum araştırma departmanlarının Borsa İstanbul (BİST) tarafından belirlenen endekslere odaklandığı belirtilmişti. Çalışmanın bu bölümünde endeks hesaplamasında Borsa İstanbul’un genel kurallarına değinilecektir. Endeks hesaplamasında Borsa İstanbul, birçok fon yatırımcının gösterge olarak kabul ettiği Ulusal-30, Ulusal-50 ve Ulusal-100 endeksleri adına ortak kuralları uygulamaktadır.

Borsa İstanbul pay endeksleri temel kurallarına göre endeks hesaplamasında “Piyasa değeri” ve “fiili dolaşımdaki pay oranı” verileri kullanılmaktadır. Değerleme günü ise Kasım, Şubat, Mayıs ve Ağustos aylarının son işlem günüdür. İlgili endeks dönemi başından en az 10 gün önce açıklanan BIST 30, BIST 50 ve BIST 100 endeksleri için Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül ve Ekim-Aralık olmak üzere dört endeks dönemi bulunmaktadır.

Endekslere şirket seçiminde BİST yayınladığı temel kurallar yönetmeliğe göre ilk olarak hisse senetleri değerlendirme dönemi sonu itibarıyla fiili dolaşımda bulunan kısmının piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe doğru sırama gerçekleştirilmektedir. BİST’te işlem gören şirket hisse senetleri değerlendirme dönemindeki günlük ortalama işlem hacimleri bazında büyükten küçüğe doğru olacak şekilde sıralanır. Günlük ortalama işlem hacimleri hesaplanırken özel işlem bildirim tipindeki işlemler değerlemeye alınmaz. Son olarak nihai sıralamada her iki listede birinci sırada yer alan hisse senedi varsa nihai listede ilk sıraya konur. Eğer her iki listede ilk sırada yer alan hisse senedi yoksa, ilk iki sıra içinde yer alan pay olup olmadığına bakılır. Oluşturulacak nihai listede ilk sırada yer alacak hisse senedi belirleninceye kadar bu işlemler tekrarlanır. Nihai listede ilk sıraya konulacak hisse senedinin belirlenmesinden sonra yukarıdaki işlem takip eden sıralar için tekrar edilir. Her iki listede ilk n sıra içinde olma şartını sağlayan iki hisse senedinin bulunması halinde piyasa değeri büyük olan nihai listede daha üst sıraya konur.

Yapılan nihai değerlendirmede sıralamada en üst sırada yer alan hisse senetlerinden başlanarak endekslere alınmak veya çıkarılmak için gereken üst ve alt sıralar da gözetilmek suretiyle endekslere seçim gerçekleştirilir.

Endeks kapsamında olmayan bir şirketin endekse girebilmesi için, değerlendirme dönemi verileri ile bir sonraki endeks dönemi için yapılan çalışma sonucunda oluşturulan nihai sıralamada belirli bir üst sıraya veya üzerine çıkması, endeks kapsamındaki bir payın endeksten çıkarılabilmesi için ise nihai sıralamada belirli bir alt sıranın altına düşmesi gerekir. Belirlenmiş üst ve alt sıralar BIST-30 Endeksi için 25. ve 35. Sıralardır.(Borsa İstanbul Pay Endeksleri Temel Kuralları)

5.Literatür Taraması

Finansal tavsiyelerin hisse senetleri üzerindeki etkisine yönelik Türkiye’de yapılan çalışmalar sınırlı kalırken, yurtdışında daha çeşitli çalışmalar görülmektedir. BİST’de işlem gören halka açık şirketlere yönelik yatırım şirketlerinin yayınladıkları tavsiyelerin hisse senedi fiyatlamasını nasıl etkilediğini konu alan tez çalışması 1999 senesine ait Alper Ercan tarafından yazılan bir tez çalışmasında yer almıştır. (Badalova, 2016)

Badalova (2016) aracı kurumların hisse senetlerine yönelik önerilerinin söz konusu şirket pay senetlerinin fiyatlarına etkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla 2007-2015 yılları arasında tavsiyeleri incelemiştir. Çalışma sonucu aracı kurum tavsiye edilen şirketler listesine giren şirket payları pozitif anormal getiri elde ederken bu listeden çıkan şirket payları ise olumsuz tepki oluşmuştur. Ancak çalışmada bir aracı kuruma ait tavsiyeler kullanılmıştır.

Yurtdışı çalışmalarda ise Moshirian, David Ng, Wu (2008) geliştirmekte olan piyasalara yönelik çalışması dikkat çekiyor. 13 geliştirmekte olan ülke hisse piyasası adına 1996-2005 senelerini kapsayan çalışma sonucunda hisse senedi fiyatlarının finansal tavsiyelerden önemli derecede etkilendiği görülmüştür. Çalışmayla alış önerilerine kıyasla satış önerilerinin daha büyük ve uzun vadeli etkilerinin olduğu, pay fiyatlarının önerilere, tavsiyenin yapıldığı ve onu takip eden gün tepki gösterdiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Liang (1999) 1990-1994 yılları arasına yönelik yaptığı çalışmada Wall Street Journal’ın Dartboard önerilen hisse senetlerinin performanslarını mercek altına almıştır. Elde edilen sonuçlar öneri tarihi sonrasında 2 günlük süre içerisinde yatırımcıların getiri elde edebileceğini ancak 15 günlük periyotta hisse senedi fiyatlarının tavsiye öncesi değerlerine geri döndüğü görülmüştür.

Barber (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.

Thaler’ın Advances in Behavioral Finance isimli çalışmasında yer alan bilgiye göre Elton, Gruber, ve Grossman (1986), 1981-1983 yılları arasında 33 aracı kurum tavsiyesini inceleyerek büyük ölçekli şirket hisse senetleri üzerinde çalışmışlardır. Çalışmada aylık bazda tavsiyelerdeki yükselme ve düşme önerilerine odaklanarak, yükseliş yönündeki tavsiyelerin %3.43 pozitif getiri, düşüş yönündeki tavsiyelerin %2.26 negatif getiri sağladığı bulgularına ulaşmışlardır.

6.Veri ve Yöntem

Tüm dünyada hisse piyasalarının piyasa değerinin 100 trilyon ABD\$’na yaklaştığı dönemde Matriks terminalinde yer alan bilgi bazında Borsa İstanbul’da yer alan tüm şirketlerin toplam piyasa değerlerine bakıldığında yaklaşık 221 milyar ABD\$’lık büyüklük görmekteyiz. Söz konusu değerün Güney Afrika’da 995 milyar ABD\$, Brezilya’da 837

milyar ABD\$, Rusya'da 643 milyar ABD\$, Endonezya'da ise 431 milyar ABD\$ olduğunu belirtelim.

Aynı kaynakta yer alan bilgi bazında BİST Ulusal 30 endeksinin 139 milyar ABD\$'lık piyasa değerine karşılık geldiğini belirtelim. Bu açıdan BİST Ulusal 30 endeksinde yer alan 30 şirketin piyasa değeri, Borsa İstanbul'da işlem gören ve sayısı 310'a ulaşmış tüm şirketlerin piyasa değerinin %62.8'ini oluşturmaktadır.

Dünyadaki görünümüne paralel Türkiye'deki halka açık şirketlerde de araştırma raporları adına belirli kriterler aranması nedeniyle çalışmada ölçümlenecek yatırımcı davranışları adına Borsa İstanbul'un (BİST) yayınladığı endekslerde önemli bir paya sahip, birçok fon, yatırım fonu ve borsa yatırım fonunun da temelini oluşturması açısından önemsenen BİST Ulusal 30 endeksi tercih edildi.

Borsa İstanbul'un üçer aylık dönemler itibariyle söz konusu endekste yer alacak şirketlerin listesini yıl içerisinde dört kez açıkladığı bir önceki bölümde yer almıştı. Son beş yıla bakıldığında aynı zamanda aşağıda yer alan tabloda 42 şirket BİST Ulusal 30 endeksinde yer almıştır. BİST 30 endeksi içerisinde yer alan 22 şirket ise son beş yıl sürekli söz konusu endeksinde kapsamında bulunmuştur. Belirtilen 22 şirketin toplam piyasa değeri 122.8 milyar ABD\$ olup ve Borsa İstanbul'da işlem gören tüm şirketlerin piyasa değerinin %55.4'ünü oluşturmaktadır.

Çalışmada Borsa İstanbul'u önemli ölçüde temsil eden Borsa İstanbul Ulusal-30 endeksinde son beş yılda (son 20 çeyrekte, 20 kez endekse dahil) sürekli şekilde yer alan aynı zamanda Tablo2'de yer alan 22 şirkete ilişkin veriler kullanılmıştır. Hem yüksek piyasa değerleri, hem son dönemde sürdürülebilir bir endeks şirketi olmaları hem de bu şartlar paralelinde yatırım kurumlarının araştırma listelerinde kendilerine yer bulmaları bu tercihte belirleyici faktörler oldu.

Tablo2 . BİST-30 Endeksine Dahil Şirketler (2013-2017)

Hisse Kodu	Şirket	Endekse Dahil Olma*	Hisse Kodu	Şirket	Endekse Dahil Olma*
KCHOL	Koç Holding	20	TAVHL	TAV Havalimanları	19
GARAN	Garanti Bankası	20	TKFEN	Tekfen İnşaat	16
AKBNK	Akbank	20	ULKER	Ülker Bisküvi	15
EREGL	Ereğli Demir Çelik	20	PGSUS	Pegasus	13
TCELL	Turkcell	20	DOHOL	Doğan Holding	12
TUPRS	Tüpraş	20	MGROS	Migros	11
ISCTR	İş Bankası C	20	FROTO	Ford Otosan	11
ENKAI	Enka İnşaat	20	OTKAR	Otokar	11
BIMAS	BİM	20	ASELS	Aselsan	10
TTKOM	Türk Telekom	20	KOZAA	Koza Anadolu Metal	9
SAHOL	Sabancı Holding	20	ASYAB	Bank Asya	7
THYAO	THY	20	CCOLA	Coca Cola	5
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	20	DOAS	Doğuş Otomotiv	5
TOASO	Tofaş Oto	20	IHLAS	İhlas Holding	4
VAKBN	Vakıfbank	20	SODA	Soda Sanayii	4
ARCLK	Arçelik	20	IPEKE	İpek Enerji	3
HALKB	Halkbank	20	SNGYO	Sinpaş GYO	2
PETKM	Petkim	20	MAVI	Mavi Giyim	2
EKGYO	Emlak GYO	20	TTRAK	Türk Traktör	1
SISE	Şişecam	20	ECILC	Eczacıbaşı İlaç	1

KOZAL	Koza Altın	20
KRDMD	Kardemir D	20

Kaynak : BİST, Finnet

*2013-2017 döneminde BİST-30 endeksine kaç kez dahil olduğunu göstermektedir.

Yatırım kurumlarında yer alan araştırma bölümleri kendilerinin belirledikleri kriterler bazında inceledikleri şirketlere yönelik öngörülerini belli başlıklar altında kategorize etmektedir. Araştırmalarının sonucunda analistler şirketlerde öngördükleri yükseliş ya da düşüş potansiyeli, şirketin bulunduğu sektör bazındaki beklentiler ve/veya makroekonomik öngörüler paralelinde kategorize ettikleri faktörler doğrultusunda tavsiyeye dönüşür. Küresel finans piyasalarında geçerli haliyle araştırma bölümü tavsiyelerini AL/Endeks Üstü Getiri, Tut/Endekse Paralel Getiri ve Sat/Endekse Paralel Getiri/Azalt olarak üç başlıkta değerlendirilmektedir.

Global tarafta finansal tavsiyelerin dağılımını incelemek adına Türkiye ile benzerlikler taşıması nedeniyle Gelişmekte Olan Piyasalar olarak değerlendirilen ülkeler değerlendirildi. Çalışmada Tablo3'te yer alan Brezilya, Hindistan, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Çin, Güney Kore, Meksika ve Tayvan tercih edildi. Bu tercihte küresel anlamda kabul görmüş piyasa kategorizasyonunu yapan ve yılda dört kez bu kategorileri güncelleyen Morgan Stanley Capital International (MSCI) endekslerinden faydalanıldı.

Belirtilen dokuz ülke Türkiye ile birlikte MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi içerisinde yer almakta. Söz konusu dokuz ülkenin MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksi içindeki payı Aralık 2017 itibariyle yaklaşık %86'dır. Aynı dönem itibariyle endeks içerisinde Türkiye'nin payının yaklaşık %1'dir. Seçilen gelişmekte olan piyasalarda finansal tavsiyelerini toplayan IBES bazında tavsiye kategorileri Güçlü Al, Al, Tut, Sat, Güçlü Sat şeklindedir.

Tablo3 . Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında Tavsiye Dağılımı

Ülke	AL-GÜÇLÜ AL	TUT	SAT-GÜÇLÜ SAT
Brezilya	52%	39%	9%
Hindistan	66%	20%	14%
Polonya	47%	32%	21%
Rusya	42%	40%	18%
Güney Afrika	39%	42%	18%
Çin	81%	14%	5%
Güney Kore	81%	16%	3%
Meksika	52%	38%	10%
Tayvan	46%	45%	9%

Kaynak : IBES

BİST'te çalışmada belirtilmiş kriterler paralelinde ele alınacak şirketlerle paralellik sağlaması amacıyla "Al-Güçlü Al" ve "Sat-Güçlü Sat" tavsiyelerini birlikte değerlendirildi. Buna göre seçilen ülkelerde tavsiyelerin özellikle "Al" ve "Tut" başlıklarında yoğunlaştığı görülüyor.

Seçilmiş gelişmekte olan ülkelerdeki tavsiye yoğunluğu Borsa İstanbul özelinde de benzer bir görünümü öne çıkarıyor. Bununla birlikte "SAT" tavsiyelerinin tüm tavsiyeler içindeki payının Ulusal-30 endeksi bazında %6 ile seçtiğimiz ülkelerdeki "Sat" tavsiyelerinin altında bir orana karşılık geldiği görülmekte. Aralık 2017 itibariyle BİST'te tavsiye veren araştırma bölümlerinin Ulusal-30 endeksine dahil şirketlerde toplam 535 önerisini bulunmaktadır. Bu önerilerin %55'i "Al", %39'u "TUT", %6'sı ise "SAT" olarak ön plana çıkmaktadır.

Tablo4 . BİST-30 Endeksine Dahil Şirketlerde Tavsiye Dağılımı

Hisse Kodu	AL	TUT	SAT	Hisse Kodu	AL	TUT	SAT
AKBNK	12	10	2	KRDMD	11	3	1
ARCLK	6	11	3	OTKAR	1	7	4
ASELS	1	8	4	PETKM	16	4	1
BIMAS	4	23	1	PGSUS	10	8	0
DOHOL	1	2	1	SAHOL	17	2	0
ECILC	0	2	0	SISE	8	5	0
EKGYO	14	2	0	TAVHL	12	7	0
ENKAI	6	8	2	TCELL	17	5	0
EREGL	10	10	1	THYAO	22	3	1
GARAN	18	5	0	TKFEN	8	6	2
HALKB	10	12	0	TOASO	19	6	0
ISCTR	9	12	1	TTKOM	18	5	1
KCHOL	13	4	0	TUPRS	14	13	1
KOZAA	0	0	1	VAKBN	9	12	1
KOZAL	0	2	0	YKBNK	7	12	5

Kaynak : Bloomberg

7.Borsa İstanbul'da Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasası Vadesine Bakış

Hisse senedi yatırımcılarının finansal tavsiye raporlarından etkileşimi ile birlikte portföylerinde hisse senedi tutma süreleri de davranışsal anlamda incelenmesi gereken bir başka konu başlığı konumundadır. Yatırımcıların hisse senedi vadesi konusundaki tercihleri finansal tavsiyelerin performansı konusunda da belirleyici olabilmektedir.

Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve Yatırımcı İlişkileri Derneği (TÜYİD) tarafından yayınlanan Borsa Trendleri raporunda elde tutma süreleri periyodik olarak yayınlanmaktadır. “Borsa Trendleri Raporu”nda yer alan tanımlama bazında Elde Tutma Süresinin hesaplanmasında, Amerika Sermaye Piyasası Otoritesi (SEC) tarafından Fonlara uygulanan elde tutma süresi formülü referans alınmıştır. Formülün işleyişi alım ve satım işlemlerinden küçük değerler, portföyün yıllık ortalama değerine bölünerek 365 (gün sayısı) ile çarpılması esasına dayanmaktadır.(TUYİD)

Borsa İstanbul'da tüm hisseler bazında elde tutma sürelerine bakıldığında 2011 yılında yerli yatırımcıların 37 gün, yabancı yatırımcıların ise 316 günlük vadeye sahip oldukları görülmektedir. O tarihten bu yana süreç analiz edildiğinde ise yerli yatırımcıların bakış açısında kayda değer bir değişiklik olmazken, yabancı yatırımcıların vadesinde hızlı bir geri çekilme görmekteyiz. Bu açıdan yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre kısa vadeli yatırım perspektifi devam ediyor olsa da, yabancı yatırımcıların hisse vadesindeki gerileme de ilgi çekicidir. 2017 yılı sonu itibariyle yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma süresi 35 güne, yabancı yatırımcıların ise 201 güne gerilemiştir.

Tablo4 . BİST'te Uyruk Bazında Yatırımcıların Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri

	Yerli Yatırımcı	Yabancı Yatırımcı
2011	37	316
2012	46	389
2013	42	313
2014	41	290
2015	39	251
2016	42	212
2017	35	201

Kaynak : MKK, TÜYİD

Hisse senedi piyasasındaki vade eğilimleri sektörel anlamda ele alındığında da benzer sonuçlar ortaya çıkmaktadır. BİST’te %38 ile tüm işlem hacmi içinde ağırlıklı hacmin gerçekleştiği bankacılık sektöründe vadenin gerek yerli gerekse de yabancı yatırımcılar bazında daha da kısaldığı görülmektedir.

Tablo5 . BİST’te Sektörel Olarak Uyruk Bazında Yatırımcıların Hisse Senetlerini Elde Tutma Süreleri

Endeks	2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011	
	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı	Yer li	Yaba ncı
BİST-100	32	185	36	190	33	230	34	268	37	287	40	343	35	275
BİST-30	32	185	31	178	28	214	26	243	30	279	33	305	35	251
Bankacılık Holding ve Yatırım	26	202	22	158	19	178	21	207	26	252	31	272	32	243
Sınai	62	287	97	311	92	337	103	392	65	355	83	481	53	330
	40	213	67	239	61	328	71	417	63	444	54	639	43	510

Kaynak :
TÜYİD

Portföylerde hisse senedi elde tutma sürelerinin kısalmada birçok faktörün etkili olduğu düşünülebilir. Bunlardan ilki süreci davranışsal finans altında sosyal etkileşim başlığı bazında ele alındığında “bilgi akışı” tanımlamasına yakınlığıdır. Davranışsal finasta bilgi akışı tezini savunanların yaptıkları çalışmalarda; bireylerin kendi tercihlerini ve özel bilgilerinin kullanmayı bilinçli olarak diğerlerinin tercihini taklit ettikleri belirtilmektedir. (Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch, 1992)

Buna göre yatırımcılar arasında kısa vadede zenginleşme ve portföylerin değerinin yükselmesi tecrübeleri, diğer yatırımcılarda da benzer eğilimi tercih etmeyle sonuçlandığını düşünüyoruz. Bu tür eğilimlerin daha çok yerli yatırımcılarda karşılık bulduğu düşünülebilir. Yabancı yatırımcılarda vade kısalmada yatırım teknolojilerinin hızının artması ve likidite gibi davranışsal finans dışı faktörlerin etkili olduğu ifade edilebilir.

8. Finansal Tavsiyelerin Yatırımcı Davranışlarına Etkisi

Altıncı bölümde yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara görece kısa vade yapısına karşın yabancı yatırımcılarda da vade yapısının yıllar bazında kısaldığı öne çıkmaktaydı. Bu istatistikî bilgi bazında BİST’e kote şirketlere yönelik çıkarılmış finansal tavsiyelerin etkilerini yakın vade açısından ele aldık.

Buna göre son beş yılda BİST-30 endeksinde sürekli yer almış 22 şirket hissesi için, aynı vadede çıkarılmış 1.773 adet finansal tavsiyeyi inceledi. Toplam 1.773 adet finansal tavsiye içinde şirketlere yönelik tavsiyelerin yükseltildiği 920 adet ve tavsiyelerin düşürüldüğü 853 adet rapor değerlendirildi. Analist raporlarında BİST-100 endeksi bazındaki getirinin baz alınması paralelinde tavsiyelerin etkisini ölçme noktasında BİST-100 bazındaki getiri kullanıldı. Böylelikle raporun yayımlandığı gün endeks etkisi tavsiye etkisinden arındırıldı. Bir başka ifadeyle başarı performansı için kıstası analistler tarafından tavsiyelerin yükseltildiği raporlarda hissenin BİST-100 endeksine görece daha iyi performans sergilemesi, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlarda hissenin BİST-100 endeksine görece daha kötü bir performans sergilemesidir.

Tablo6’da da görüldüğü üzere gerek finansal tavsiyelerin yükseltildiği gerekse de finansal tavsiyelerin düşürüldüğü raporların yatırımcılar açısından ilk gün etkisi bulunmaktadır. 2013-2017 yılları arasında incelenen raporlarda ilk gün sonuçlarının tavsiye değişikliği yönünde performansla sonuçlandığına işaret etmektedir. Tavsiyelerin yükseltildiği araştırma raporları gerek ortalama gerekse de kümülatif getiri BİST-100 endeksine görece daha yüksek oluşmuştur. Araştırma bölümleri tarafından tavsiyelerin yükseltildiği toplam 921 önerinin 560 adedi ilk gün BİST-100 endeksine görece daha iyi

performans sergilemiştir. Ortalama getiri %0.4, kümülatif getiri ise %17.4 olarak gerçekleşmiştir.

Tavsiyelerin düşürüldüğü araştırma raporlarında da ortalama ve kümülatif getiri gösterge olarak kabul edilen BİST-100 endeksinin altında gerçekleşmiştir. Analist raporlarında tavsiyelerin düşürüldüğü toplam 849 önerinin 486 adedi ilk gün BİST-100 endeksine görece daha kötü performans sergilemiş, ortalama kayıp %0.3, kümülatif kayıp ise %11.7 olmuştur. Bu durum davranışsal finans yönüyle ele alındığında “kayıptan kaçınma” olarak değerlendirilebilir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky’nin 1979 yılındaki çalışmalarda insanların aynı miktarda kazanç ve kayıp durumları ile karşılaştığında genel olarak kayıptan kaçınmayı tercih ettikleri, riskten kaçınma olgusunun verilen kararlarda daha fazla etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kayıptan kaçınma eğilimi ile birlikte yatırımcıların tavsiyelerin düşürüldüğü öneriler sonrasında tavsiyelerin yükseltildiği önerilere göre fiyatlamada konusunda görece daha az istekli olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Tablo6. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (BİST-100 Rölatif)

Tavsiyelerin Yükseltildiği Öneriler		Tavsiyelerin Düşürüldüğü Öneriler	
Toplam Öneri	921	Toplam Öneri	849
Başarılı Öneri	560	Başarılı Öneri	486
Başarı Oranı	61%	Başarı Oranı	57%
Ortalama Getiri	0.4	Ortalama Getiri	-0.3
Kümülatif Getiri	17.4%	Kümülatif Getiri	-11.7%

Kaynak : Bloomberg, Matriks

Tavsiye değişikliklerinin işlem hacimlerinde de benzer eğilimi öne çıkardığı görülmektedir. 2013-2017 yılları adasında 1.773 finansal tavsiyeyi işlem hacmi bazında da ele aldık. Söz konusu raporların yayınlandığı günlerde tavsiye değişikliği yapılmış hisse senedi işlem sıralarında önceki güne göre işlem hacminde ortalama %19’luk bir artış görülmektedir. Bu paralelde raporların ilk gün etkisinin hacim tarafında da karşılık bulmaktadır.

Bu eğilimin ilerleyen dönemde algoritmik işlemler ve robot emirlerle etkisini daha da artırması beklenilebilir. Finansal tavsiyeleri baz alan algoritmik formüller ve hisse senetlerindeki dalgalanmadan korunmak adına önceden belirlenmiş robot emirler vasıtasıyla işlem hacmi destek bulacaktır.

Tablo7. Finansal Tavsiyelerin İlk Gün Etkisi (İşlem Hacmi Bazında)

Tüm Öneriler Ortalama Hacim Artışı	19%		
Tavsiyelerin Yükseltildiği Öneriler		Tavsiyelerin Düşürüldüğü Öneriler	
Toplam Öneri	921	Toplam Öneri	849
Ortalama Hacim Artışı	23%	Ortalama Hacim Artışı	15%
İşlem Hacmi Artanların Oranı	52%	İşlem Hacmi Artanların Oranı	48%

Kaynak : Bloomberg, Matriks

İşlem hacmindeki artışları tavsiyelerin yönü ile değerlendirildiğinde Tablo7’de görüldüğü üzere tavsiyelerin yükseltildiği analist raporlarında ortalama işlem hacmi artışı, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlara göre daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Aynı değerlendirme içinde tavsiyesi yükseltilmiş raporlarda ilk gün işlem hacmi artmış araştırma raporu payının, tavsiyelerin düşürüldüğü raporlardaki rakama göre daha yüksek oranda gerçekleştiği görülmektedir.

9.Sonuç

Hisse piyasalarının artan büyüklüğü ve piyasaları etkileyen koşullardaki hızlı değişimler her türlü yatırımcı açısından uzmanlık derecesinde finansal tavsiye anlamında desteğin önemini artırmaktadır. Özellikle teknolojinin etkisiyle hisse piyasalarında ve bilgiye ulaşımında hızın daha da arttığı bir dönemde profesyonel desteğin önemini daha da belirginleştirmektedir.

Piyasalarda veri, haber akışı vb her türlü trafiğin hız kazanması gerek hazırlanan çalışmalar bazında Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı gibi bölümlerde tarafından hazırlanan analizlerde daha kısa vadenin gündeme gelmesine neden olmaktadır. Aynı paralelde Borsa İstanbul'da işlem vadeleri gerek yerli yabancı yatırımcı tarafında her geçen yıl kısalmaktadır. Bu eğilim davranışsal eğilimlerin sonucu olabildiği gibi yüksek likidite ve artan işlem hızı gibi gelişmelerden de etkilenmektedir.

Çalışmada BİST 30 endeksi içerisinde yer alan ve aynı zamanda borsanın tüm piyasa değerinin %55.4'üne karşılık gelen 22 şirket için son beş yılda hazırlanmış 1.773 finansal tavsiyeyi değerlendirdik. Çalışma sonucunda yatırımcıların kısalan vade yapısı içinde gerek tavsiyelerin yükseltildiği gerekse de tavsiyelerin düşürüldüğü araştırma raporları fiyatladığını, raporun yayınlandığı ilk gün tavsiye değişikliğinin yönünde performansların oluştuğu görülmektedir. Benzer etki işlem hacmi değişikliklerinde de görülse de, şirket hisselerinde tavsiye yükseltildiğinde tavsiyenin düşürüldüğü günlere göre daha yüksek hacmin oluştuğu görülmektedir.

Sonuç olarak yatırım kuruluşları tarafında çıkarılan finansal tavsiyeler ilk işlem gününde şirket hisse performanslarını etkilemektedir.

Kaynakça

- Badalova, L. (2016), Aracı Kurum Tavsiyelerinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, 1
- Barber, B., (2001), Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, The Journal of Finance, No:2, 531-563.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., Welch, I., (1992) A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades, Journal of Political Economy, Dergi no:100, 992-1026
- BİST, (2018). <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=12>
- Bloomberg: Piyasa Veri Terminali, (2018)
- Bostancı, F. (2003), Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlik Etüdü, 9
- Finnet 2000 Plus : Piyasa Veri Terminali, (2018)
- Jegadeesh, N. ve Kim, J. ve Krische, S. ve Lee, C. (2004), Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?, 2004, 1083
- IBES: Veri Terminali, (2018)
- Kahneman, D. ve Tversky, A., (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, Econometrica, 263-292
- Kıyılar, M. ve Akkaya, M., (2016), Davranışsal Finans, Literatür, 111
- Liang, B., (1999), "Price Pressure: Evidence from the "Dartboard" Column". The Journal of Business, no: 72, 119-134.
- Matriks: Piyasa Veri Terminali, (2018)
- Moshirian, F. ve Ng, D. ve Wu, E. (2008), "The value of stock analysts recommendations: Evidence from emerging markets", International Review of Financial Analysis, 74-83.
- MSCI, (2018). <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>
- Thaler, R. (2005), Advances in Behavioral Finance, Princeton University Press, Vol.2, s.395
- TUYİD, (2018). https://www.tuyid.org/files/yayinlar/Borsa_Trendleri_Raporu_XXIII_TR.pdf