

Borsa İstanbul'da Değer Priminin Varlığı^{*†}**Hatice DOĞUKANLI**

Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü
hatdog@cu.edu.tr

Metin BORAK

Arş. Gör., Çukurova Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü
mborak@cu.edu.tr

Öz: Bu çalışmada değer ve büyüme hisse senetlerinin getirileri arasındaki pozitif farkı ifade eden değer priminin, Borsa İstanbul (BİST)'da Temmuz 2006 – Haziran 2015 döneminde varlığı incelenmiştir. Değer ve büyüme hisse senetlerini belirlemek amacıyla Defter Değeri/Piyasa Değeri, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi oranları ölçüt olarak kullanılmıştır. Analizler sonucunda, ölçüt olarak alınan dört orana göre değer priminin Borsa İstanbul'da süreklilik arz etmediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Değer Primi, Değer Hisse Senedi, Büyüme Hisse Senedi

The Existence of Value Premium in The Borsa Istanbul

Abstract: This study investigates if value premium which is defined by the difference in returns of value and growth stocks, exists in the Istanbul Stock Exchange (ISE) for the period July 2006-June 2015. To determine value and growth stocks in the market, book to market, earnings to price, cash flow to price and dividend yields are used as proxy measures. Results show that there is no value premium in the ISE.

Keywords: Value Premium, Value Stocks, Growth Stocks

* Bu çalışma 7-8-9 Nisan 2016 tarihinde 1. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumu'nda sunulmuş ve revize edilerek makale formatına getirilmiştir.

† Bu çalışma "Hisse Senedi Getirilerinde Değer Primi Etkisi: BIST'de Bir Uygulama" isimli yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

GİRİŞ

Yatırımcılar beklenen getirilerini artırmak için çeşitli stratejiler tercih etmektedirler. Bu stratejiler arasında son yıllarda birçok yatırımcı tarafından tercih edilen değer ve büyüme yatırım stratejileri yer almaktadır. Yatırımcılar değer stratejilerini geliştirirken şirketlerin muhasebe verilerinden faydalanmaktadırlar. Bu bağlamda yatırımcılar firmaların bilançolarında yer alan Defter Değeri/Piyasa Değeri, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verim oranlarını değer yatırım stratejisi olarak kullanmaktadırlar. Özellikle gelişmiş hisse senedi piyasalarında yapılan çalışmalar, yatırımcıların değer yatırım stratejilerini kullanarak daha yüksek bir getiri elde edebileceklerini ortaya koymaktadır. Buna göre, yatırımcı yüksek Defter Değeri/Piyasa Değeri (DD/PD), Kazanç/Fiyat (K/F), Nakit Akımı/Fiyat (NA/F) ve Temettü Verimi (TV) oranına sahip hisse senetlerini alarak, düşük Defter Değeri/Piyasa Değeri, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verim oranına sahip hisse senetlerine göre daha yüksek getiri elde edebilmektedirler. Böyle bir durumda değer priminden söz etmek mümkündür. Bu doğrultuda değer primi, yüksek DD/PD, NA/F, K/F ve TV oranına sahip hisse senetlerinin (değer hisse senetleri), düşük DD/PD, NA/F, K/F ve TV oranına sahip hisse senetlerine (büyüme hisse senetleri) kıyasla daha iyi performans göstermesi olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, Basu (1977) K/F; Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994), DD/PD, K/F ve NA/F; Fama ve French (1998), DD/PD, NA/F, K/F ve Temettü Verimi; Blume (1980), hisse başına temettü oranlarını kullanarak değer ve büyüme hisse senetlerini tanımlamışlardır. Değer primi etkisi üzerine yapılan çalışmalarda özellikle gelişen hisse senedi piyasalarında böyle bir etkinin var olduğu sonucu elde edilmiştir (Basu, 1977; Bauman, Conover ve Miller, 1998; Cook ve Rozef, 1984; Fama ve French, 1998). Diğer taraftan gelişmekte olan piyasalarda ise bazı çalışmalarda değer primi etkisinin varlığına işaret eden sonuçlar elde edilmişken, bazı çalışmalarda ise değer primi etkisinin olmadığına yönelik sonuçlar da ortaya çıkmıştır (Ding, Chua ve Fetherston, 2005; Bajwa ve Dalal, 2012). Aynı şekilde gelişmekte olan piyasalar arasında bulunan Türkiye hisse senedi piyasasında yapılan çalışmalarda değer primi varlığına yönelik çelişkili sonuçlar elde edilmiştir (Gonenc ve Karan, 2003; Uludağ, 2007). Sonuç olarak, değer priminin, yapılan çalışmaların sonuçlarına bakarak kesinlik arz etmediği değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetleri karşısında sergilediği üstün performansı tartışmakta olduğu anlaşılabilir. Sonuç olarak farklı araştırmacılar tarafından farklı ölçütler temel alınarak oluşturulan değer ve büyüme yatırım stratejileri sonucunda farklı sonuçların elde edilmesi bu konu üzerinde çalışmayı gerekli kılmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; yüksek defter değeri/piyasa değeri (DD/PD), kazanç/fiyat oranı (K/F), nakit akışı/fiyat (NA/F) oranı ve temettü verim (TV)

oranına sahip firmaların getirileri ile düşük defter değeri/piyasa değeri, kazanç/fiyat oranı, nakit akışı/fiyat oranı ve düşük temettü verim oranına sahip firmaların getirileri arasındaki farkı temsil eden değer priminin Borsa İstanbul (BİST)'da varlığının incelenmesidir. Bu oranlar temelinde oluşturulan portföylerin getirilerinin incelenmesi ve hisse senedi getirilerinde değer priminin varlığının tespit edilmesi, hisse senedi yatırım kararlarının verilmesinde hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar için yararlı olacaktır.

KURAMSAL ÇERÇEVE

Çalışmanın bu kısmında, değer primine ilişkin hem Türkiye'de hem de yurt dışında yapılmış çalışmalar incelenecektir.

Çalışmanın bu kısmında, değer primine ilişkin hem Türkiye'de hem de yurt dışında yapılmış çalışmalar incelenecektir.

Basu (1977), hisse senetleri performansları ile K/F oranı arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, incelenen dönem süresince en yüksek K/F oranına sahip hisse senetlerinin oluşturduğu portföylerden, en düşük K/F oranına sahip hisse senetlerinin oluşturduğu portföylere doğru gidildikçe ortalama yıllık getiri oranı düştüğü görülmüştür.

Cook ve Rozeff (1984), NYSE' de kayıtlı ortalama 900 hisse senedi getirileri üzerinde yaptıkları çalışmada, firma büyüklüğü ve Fiyat/Kazanç oranının 1964-1981 yılları arasında hisse senedi getirilerinde etkili olup olmadığını araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda, hisse senedi getirilerinde firma büyüklüğü ve F/K etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Keim (1985), hisse senedi getirileri ile temettü verim oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda, Ocak ayındaki temettü verim oranı ile hisse senedi getirileri arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca Ocak ayında regresyonda tahmin edilen temettü verim oranı katsayısı, diğer aylara kıyasla daha yüksek çıkmıştır.

Jaffe, Keim ve Westerfield (1989), hisse senetleri getirileri ile K/F oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda çalışma periyodu boyunca bütün aylarda anlamlı bir K/F etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Fama ve French (1992), NYSE, NASDAQ ve AMEX borsalarında işlem gören finansal olmayan firmalara ait hisse senetlerinin getirileri ile Pazar β 'sı, firma büyüklüğü, DD/PD oranı, kaldıraç oranı ve K/F oranları arasında ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, ortalama hisse senetleri getirileri ile DD/DP oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı arasında güçlü bir ilişkiye dair kanıtlar elde edilmiştir.

Barber ve Lyon (1997), çalışmada NYSE, NASDAQ ve AMEX'te işlem gören firmalara ait hisse senetleri getirileri ile firma büyüklüğü ve DD/PD oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. DD/PD temelinde oluşturulan portföylerden

yüksek DD/PD oranlı hisselerden oluşan portföylerin, düşük DD/PD oranlı hisselerin oluşturduğu portföyden daha iyi bir performans gösterdikleri tespit edilmiştir.

Bauman, Conover ve Miller (1998), çalışmanın amacı; değer hisse senetlerinin, Amerika dışında uluslar arası piyasalarda büyüme hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlayıp sağlamadığını ve hisse senedi getirilerinde firma büyüklüğünün etkisi olup olmadığını test etmektir. Sonuç olarak, 21 ülkenin hisse senedi piyasasında yapılan 10 yıllık çalışma periyodunda riske göre düzeltilmiş ve toplam getiri temelinde değer hisse senetlerinin, ülkelerin ve yılların çoğunda büyüme hisse senetlerine kıyasla üstün bir performans gösterdiği ifade edilmiştir.

Arshanapalli, Coggin ve Doukas (1998), yaptıkları çalışmada, değer stratejisinin büyüme stratejisinden hem kısa hem de uzun dönemde daha üstün bir performans sergilediği ve genel olarak değer hisse senetlerinden oluşan portföylerin hem mutlak hem de riske göre düzeltilmiş getiri performansları, büyüme hisse senetlerinden oluşan portföylerden daha üstün olduğunu ifade etmişlerdir.

Fama ve French (1998), 1975- 1995 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri ve 12 büyük EAFE (Avrupa, Avustralya ve Uzak Doğu) ülkelerinde yaptıkları çalışmalarında değer priminin varlığını incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda değer hisse senetlerinin büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek bir getiriye sahip oldukları gözlemlenmiştir. DD/PD oranına göre oluşturulan değer hisse senetlerinin, 13 ülkenin 12'sinde büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek bir getiriye sahip oldukları gözlemlenmiştir. Değer ve büyüme hisse senetleri NA/F, K/F ve TV oranlarına göre sınıflandırıldığında da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Drew ve Veeraraghavan (2001), Malezya piyasasında değer priminin mevcut olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışma dönemi içinde yapılan analizler sonucunda, Malezya piyasasında yüksek DD/PD oranlı hisse senetlerin, düşük DD/PD oranlı hisse senetlerinden daha yüksek bir getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Gonenc ve Karan (2003), 1993-1998 yılları arasında İMKB'de işlem gören hisse senetlerine ait verileri kullanarak yaptıkları çalışmada değer ve büyüme hisse senetlerinin getirilerini karşılaştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmaların aksine İMKB'de değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerine göre daha üstün getiriye sahip olmadıklarını tespit etmişlerdir.

Yen, Sun ve Yan (2004), 1975 – 1997 yılları arasında Singapur piyasasında değer ve büyüme hisse senetlerini incelemişlerdir. Sonuç olarak, Singapur piyasasında DD/PD, K/F ve NA/F oranları temelinde belirlenen değer hisse senetlerinin portföyler oluşturulduktan sonraki yıllarda özellikle ilk iki yılda

büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek bir getiri sağladıkları tespit edilmiştir.

Ding, Chua ve Fetherston (2005) çalışmalarında, değer priminin, Hong Kong, Japonya, Malezya ve Singapur piyasalarında pozitif, Tayland'da anlamlı olarak negatif, Endonezya ve Tayvan'da ise istatistiksel olarak anlamsız olduğunu ifade etmişlerdir

Fama ve French (2007), CRSP, AMEX ve NASDAQ borsalarında işlem gören hisse senetleri üzerinde yapılan çalışma 1927- 2006 dönemini kapsamaktadır. Çalışmanın sonucunda, değer hisse senetlerinin büyüme hisse senetlerine göre daha iyi bir performans gösterdikleri tespit edilmiştir.

Uludağ (2007), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda değer primi varlığını incelemiştir. Değer ve büyüme portföylerini oluşturmak için DD/PD, K/F ve NA/F oranlarını ölçüt almıştır. Çalışma sonucunda İMKB'de değer priminin var olduğunu tespit etmiştir.

Bajwa ve Dalal (2012) Hindistan hisse senetleri piyasasında değer priminin varlığını incelemişlerdir. Çalışma sonucunda DD/PD, K/F ve TV oranlarına göre Hindistan piyasasında değer priminin olmadığı sonucunu elde etmişlerdir.

Huang, Yang ve Zhang (2013) çalışmalarında, Çin hisse senedi piyasasında değer priminin var olup olmadığını araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda; Çin piyasasında değer priminin varlığına dair kanıtlar elde edilmiştir.

Hahl, Vähämaa ve Äijö (2014), 1994 – 2006 yılları arasında Finlandiya borsasında ilk halka arz edilen değer ve büyüme hisse senetlerinin düşük fiyatlama seviyelerini ve performansları arasındaki farkları kısa ve uzun dönemde incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda, ilk halka arz edilen değer hisse senetlerinin, uzun dönemde büyüme hisse senetlerine göre anlamlı bir şekilde daha yüksek bir getiriye sahip oldukları ve pazar endeksine göre neredeyse aynı performans gösterdikleri sonucu elde edilmiştir.

Gonenc ve Koyuncu (t.y), Temmuz 1991- Haziran 1999 tarihleri arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören hisse senetleri verilerini kullanarak değer ve büyüme portföylerinin getirilerini karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, 1991-1999 örnek periyodu boyunca çok küçük değer priminin varlığına yönelik bulgular elde edilmiştir. Ancak çalışma periyodu 1991-1995 ve 1995-1999 olarak iki alt döneme ayrıldığında ikinci dönemde değer priminin olmadığını tespit etmişlerdir.

Gelişmekte olan piyasalar arasında bulunan Türkiye hisse senedi piyasasında yapılan çalışmalarda değer primi varlığına yönelik çelişkili sonuçlar elde edilmiştir. Sonuç olarak, değer priminin, yapılan çalışmaların sonuçlarına bakarak kesinlik arz etmediği değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetleri karşısında sergilediği üstün performansı tartışılmakta olduğu anlaşılabilir. Dolayısıyla, farklı ölçütler temelinde değer ve büyüme hisse senetlerinin

belirlenip Borsa İstanbul'da değer priminin varlığına yönelik yapılan bu çalışma hem değer primi konusunda yeni bir kanıt sunacak hem de temel olarak alınan ölçütler arasında hangi ölçütün değer ve büyüme hisse senetleri sınıflandırılmasında daha iyi bir ölçüt olduğu konusunda kanıtlar sunacaktır.

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Değer priminin, gelişmekte olan bir ülke konumunda bulunan Türkiye hisse senedi piyasasında getiriler üzerinde bir etkisinin olup olmadığını belirlemek amacıyla araştırma için gerekli verilere sahip firmalar esas alınmıştır. Bu doğrultuda, BİST'te işlem gören firmalara ait hisse senetleri araştırma kitlesini oluşturmuştur. Araştırma örnekleme 2005-2013 döneminde BİST'te işlem gören mali sektörde faaliyet göstermeyen firmaları kapsamaktadır. Mali kuruluşların çalışma kapsamı dışında tutulmalarının nedeni, varlık yapılarının diğer sektörlerden farklı olması ve yapılacak çalışmanın sonucunu diğer çalışmaların sonuçları ile karşılaştırmaktır. Ayrıca çok sınıflı hisse senedine sahip firmalar, çeşitli nedenlerle BİST'ten kaydı silinen firmalar, mali yılı Ocak-Aralık olmayan firmalar, çalışmanın amacına yönelik yeterli veriye sahip olmayan firmalar, mali tablo verilerinin tanımlanmasında güçlükler nedeniyle farklı şirketlerin birleşimlerinden oluşan holdingler ve negatif K/F, DD/PD, NA/F oranlarına sahip firmalar çalışma kapsamı dışında tutulmuştur. Ancak, t yılında negatif K/F, DD/PD ve NA/F oranlarına sahip firmalar t+1 yılının Aralık ayında pozitif rakama ulaşmışsa örneklemeye dâhil edilmiştir. Bir firmanın çalışma kapsamına alınması için; t-1 yılının Aralık ayı sonundaki K/F, NA/F, DD/PD ve TV oranlarının bilinmesi gerekmektedir. Ancak t yılında gerekli verilere sahip olmayan firmalar t+1 yılında gerekli verilere sahip ise örnekleme kapsamına dahil edilmiştir. Çalışma periyodu süresince belirtilen bu kriterlere göre her yıl çalışma kapsamına alınan firma sayıları farklı olmuştur. Tablo 1'de yıllar itibarıyla DD/PD, K/F, NA/F ve TV ölçütlerine göre örneklemeye dâhil edilen firma sayıları gösterilmiştir.

Tablo 1. Yıllar İtibarıyla Çalışma Kapsamına Dâhil Edilen Firma Sayıları

Yıllar	DD/PD	K/F	NA/F	TV
2005	181	130	161	68
2006	188	133	153	65
2007	192	149	177	74
2008	192	111	132	72

Makale türü:Araştırma-derleme

Geliş tarihi: 11.04.2016

Kabul tarihi: 18.04.2016

2009	194	127	162	63
2010	206	151	179	67
2011	226	161	181	76
2012	259	190	212	77
2013	270	181	201	89
Ortalama	212	140	173.11	72.33

Çalışmada DD/PD, K/F, NA/F ve TV oranlarına göre değer ve büyüme portföylerinin oluşturulmasında ve portföy getirilerinin hesaplanmasında Fama ve French (1998) çalışmalarında uyguladıkları portföy oluşturma yöntemine benzer bir yöntem takip edilmiştir. Bu kapsamda, Tablo 1'de gösterilen firmalardan değer ve büyüme portföylerini oluşturmak için örneklemeye dahil edilen firmaların mali tablolarında sunulan verilere ihtiyaç duyulmuştur. Bu veriler; defter değeri/piyasa değeri, kazanç/fiyat, nakit akımı/fiyat ve temettü verim oranları olup Finnet Mali Analiz veri tabanından elde edilmiştir. Örneklemeye kapsamında bulunan firmalara ait aylık hisse senedi getirileri ise, Borsa İstanbul resmi sitesinden elde edilmiştir (<http://www.borsaistanbul.com/>). Bir hisse senedinin aylık getirisi, söz konusu hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiriyi ifade etmektedir. Hisse senedi getirileri aşağıdaki formül yardımıyla elde edilmiştir (<http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri/aylik-fiyat-ve-getiri-verileri>, 2015).

$$R_i = \frac{F_i * (BDL + BDZ + 1) - RHF * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

R_i : "i" ayına ait getiriyi

F_i : "i" ayına ait en son kapanış fiyatını

BDL: Ay içinde alınan bedelli hisse adedini

BLZ: Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedini

RHF: Rüçhan hakkı kullanma fiyatını

T: Ay içinde 1 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarını

F_{i-1} : "i" ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Ayrıca değer ve büyüme portföylerinin getirilerini pazar getirisi ve risksiz faiz oranı getirisi ile kıyaslamak için BİST 100 endeksi ve Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları kullanılmıştır. BİST 100 endeksi Borsa İstanbul resmi sitesinden elde edilmiştir (<http://www.borsaistanbul.com/>). Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları ise Hazine Müsteşarlığı

resmi sitesinde (www.hazine.gov.tr) yer alan Hazine Müsteşarlığı Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir (<https://hmvds.hazine.gov.tr>). Söz konusu faiz oranları aşağıdaki formül yardımıyla aylık risksiz faiz oranları elde edilmiştir.

$$R_{i(\text{aylık})} = (1 + R_{i(\text{yıllık})})^{1/12} - 1$$

Formüde yer alan $R_{i(\text{yıl})}$ yıllık bileşik faiz oranı ve $R_{i(\text{ay})}$ aylığa dönüştürülmüş faiz oranıdır.

Çalışma dönemi süresince herhangi bir ay için faiz oranı mevcut değilse söz konusu aydan önce ve sonraki aylar için hesaplanan faiz oranlarının basit ortalaması alınarak o ay için risksiz faiz oranı elde edilmiştir.

Değer ve büyüme portföylerinin oluşturulması için örnekleme dahil edilen hisse senetleri, 2005'ten 2013'e kadar her yılın Aralık ayında DD/PD, K/F, NA/F ve TV oranları temelinde küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. Daha sonra sıralanan bu hisse senetleri en üst gruptaki %30, en alt gruptaki %30 olmak üzere iki hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. En üst %30'luk dilimde yer alan hisse senetleri, değer hisse senetleri; en alt %30'luk dilimde yer alan hisse senetleri ise büyüme hisse senetleri olarak tanımlanmıştır. Bu işlemler her bir oran için ayrı ayrı yapılmıştır. Değer portföylerini ifade etmek için Y (yüksek), büyüme portföylerini ifade etmek için ise D (düşük) ifadeleri kullanılmıştır. Örneğin YK/F, yüksek K/F oranlı hisse senetlerinin oluşturduğu portföyü yani değer portföyünü; DK/F ise düşük K/F oranlı hisse senetlerinden oluşan portföyü yani büyüme portföyünü ifade etmektedir. Daha sonra her yılın sonunda oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin getirileri eşit-ağırlıklı yöntem kullanılarak hesaplanmıştır. Bilanço dönemi Ocak- Aralık olan firmaların 12 aylık bilançoların açıklanması takip eden yılın ilk altı aylık dönemi süresince tamamlanmaktadır (Fama ve French, 1992: 429). Dolayısıyla oluşabilecek bir sapmayı önlemek amacıyla DD/DP, NA/F, K/F ve TV oranlarına göre her t-1 yılının mali yılı sonunda (31 Aralık) oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin getirileri t yılının Temmuz ayından t+1 yılının Haziran ayına kadar gerçekleşen hisse senedi getirileri dikkate alınmıştır. Oluşturulan her bir portföyün (YDD/PD, DDD/PD, YK/F, DK/F, YNA/F, DNA/F, YTV, DTV) aylık ortalama getirisi; söz konusu ay içinde portföyde yer alan hisse senetlerinin aylık getirileri toplanıp elde edilen değer, portföyde yer alan hisse senedi sayısına bölünerek elde edilmiştir.

ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmanın bu bölümünde yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda gerçekleştirilen analizlerden elde edilen bulgular ve söz konusu bulgulara ilişkin yorumlar sunulacaktır. Bu bağlamda öncelikle uygulamaya ilişkin özet istatistikler hakkında bilgiler verilecek daha sonra değer primine ilişkin bulgulara yer verilecektir.

2005-2013 yılları arasında DD/PD, NA/F, K/F ve TV oranlarına göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerine ilişkin ortalama getiri, standart sapma, minimum ve maksimum değerleri Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Pazar, Değer ve Büyüme Portföylerine İlişkin Özet İstatistikler

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
YDD/PD	108	0.020	0.079	-0.236	0.170
DDD/PD	108	0.014	0.079	-0.267	0.292
YK/F	108	0.017	0.074	-0.247	0.192
DK/F	108	0.017	0.087	-0.256	0.387
YNA/F	108	0.020	0.076	-0.245	0.194
DNA/F	108	0.016	0.087	-0.278	0.367
YTV	108	0.021	0.071	-0.280	0.206
DTV	108	0.018	0.082	-0.205	0.447
Pazar	108	0.011	0.080	-0.231	0.228

Not. Y, yüksek (değer portföyü); D, düşük (büyüme portföyü) ifade etmektedir.

Tablo 2'de analiz dönemi kapsamında oluşturulan değer ve büyüme portföylerine ilişkin özet istatistikler incelendiğinde, değer ve büyüme portföyleri arasında en yüksek ortalama getiriye (%2.1) sahip TV oranına göre oluşturulan değer portföyü iken en düşük ortalama getiriye (%1.4) sahip portföy ise DD/PD oranına göre oluşturulan büyüme portföyüdür. Değer portföyleri arasında en yüksek ortalama getiriye (%2.1) sahip portföy TV oranına göre oluşturulan değer portföyü iken en düşük ortalama getiriye (%1.7) sahip portföy ise K/F oranına oluşturulan değer portföyü olmuştur. Büyüme portföyleri arasında en yüksek ortalama getiriye sahip portföy %1.8 oranına sahip TV oranına göre oluşturulan portföy iken en düşük ortalama getiriye (%1.4) sahip portföy ise DD/PD oranına göre oluşturulan büyüme portföyü olmuştur. Değer ve büyüme portföyleri arasında 108 aylık analiz dönemi süresince maksimum getiriye sahip portföy TV oranına göre oluşturulan büyüme portföyü iken minimum getiriye sahip portföy ise TV oranına göre oluşturulan değer portföyü olduğu görülmektedir. Maksimum ve minimum getiriler arasındaki en büyük

farkın ise TV oranına oluşturulan değer portföyünde meydana geldiği gözlemlenmektedir.

Değer primine ilişkin daha önce yapılan çalışmalarda değer primi, değer hisse senetlerinden oluşan değer portföyü getirisi ile büyüme hisse senetlerinden oluşan büyüme portföyü getirisi arasındaki pozitif fark olarak tanımlanmaktadır (Fama ve French, 1998; Yen vd., 2004; Bauman ve Miller, 1997; Bauman vd., 1998; Kim, 2012). Diğer yandan değer ve büyüme portföy getirileri arasındaki negatif fark ise büyüme primi olarak tanımlanmaktadır (Uludağ, 2007: 80). Değer değeri/piyasa değeri, nakit akımı/fiyat, kazanç/fiyat ve temettü verim oranları dikkate alınarak oluşturulmuş olan değer ve büyüme portföyleri eşit-ağırlıklı olarak hesaplanmış getirileri arasında önemli olarak bir farkın olup olmadığını belirlemek için t-testleri yapılmıştır. Bu bağlamda, değer ve büyüme portföylerinin standart sapmaları, t testi sonuçları ve p (olasılık) değerleri Tablo 3 ve Tablo 4'te yer almaktadır. Elde edilen sonuçların anlamlılığı, sosyal bilimler alanında geleneksel olarak kullanılan %5 anlamlılık seviyesine göre yorumlanmıştır.

Tablo 3. Değer Değeri/Piyasa Değeri ve Kazanç/Fiyat Oranlarına Göre Oluşturulan Değer ve Büyüme Portföylerinin Aylık Ortalama Getirileri

	YDD/PD	DDD/PD	Y-DD/DPD	YK/F	DK/F	Y-DK/F
Ortalama	0.020	0.014	0.006	0.017	0.017	0.0001
Std. Sapma	0.079	0.079	0.037	0.074	0.087	0.040
t testi	2.660	1.840	1.750	2.430	2.050	0.020
Olasılık değeri	0.009	0.069	0.083	0.017	0.043	0.986

Not. Y, yüksek (değer portföyü); D, düşük (büyüme portföyü); Y-D, yüksek oranlı hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirileri ile düşük oranlı hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirileri arasındaki farkı ifade etmektedir.

Tablo 4. Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi Oranlarına Göre Oluşturulan Değer ve Büyüme Portföylerinin Aylık Ortalama Getirileri

	YNA/F	DNA/F	Y-DNA/F	YTV	DTV	Y-DTV
Ortalama	0.020	0.016	0.004	0.021	0.018	0.003
Std. Sapma	0.076	0.087	0.040	0.071	0.082	0.046
t testi	2.790	1.930	1.100	3.020	2.260	0.630

Makale türü:Araştırma-derleme

Geliş tarihi: 11.04.2016

Kabul tarihi: 18.04.2016

Olasılık değeri	0.006	0.057	0.276	0.003	0.026	0.530
------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Not. Y, yüksek (değer portföyü); D, düşük (büyüme portföyü); Y-D, yüksek oranlı hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirileri ile düşük oranlı hisse senetlerinden oluşan portföylerin getirileri arasındaki farkı ifade etmektedir.

Tablo 3 ve Tablo 4 incelendiğinde, Defter Değeri/Piyasa Değeri oranına göre oluşturulan değer portföyünün aylık ortalama getirisi pozitif ve anlamlı iken büyüme portföyünün aylık ortalama getirisi pozitif ancak anlamlı değildir. Değer ve büyüme portföylerinin getirileri arasındaki farkı ifade eden değer primi (Y-DDPD) ise pozitif ancak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir. Kazanç/Fiyat oranına göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin aylık ortalama getirileri pozitif ve anlamlı iken değer primi (Y-DKF) pozitif ancak %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı değildir. Nakit Akımı/Fiyat oranına göre oluşturulan değer portföyünün aylık ortalama getirisi pozitif ve anlamlı; büyüme portföyünün getirisi pozitif ancak anlamlı değil iken değer primi (Y-DNAF) ise pozitif ancak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir. TV oranına göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin aylık ortalama getirileri pozitif ve anlamlı iken değer primi (Y-DTV) pozitif ancak anlamlı değildir.

Tablo 3 - 4'de dört orana göre elde edilen değer primleri (değer - büyüme) pozitif çıkmıştır. Değer primi %0.6 ile %0.01 arasında değişmektedir. En yüksek değer primi, DD/PD oranına göre oluşturulan değer ve büyüme portföyleri arasında oluşurken (%0.6), en düşük değer primi ise K/F oranına göre oluşturulan değer ve büyüme portföyleri arasında gerçekleşmiştir (%0.01). NA/F oranına göre değer primi (Y-DNA/F) %0.42, TV oranına göre değer primi (Y-DTV) %0.3 olarak elde edilmiştir. Ancak bu değerler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Elde edilen sonuçlara göre, değer priminin Borsa İstanbul'da devamlı olmadığı görülmektedir. Gönenç ve Karan (2003) yaptıkları çalışmada PD/DD oranına göre oluşturulan değer ve büyüme portföyleri sonucunda Borsa İstanbul'da değer priminin olmadığını aksine büyüme priminin varlığına ilişkin kanıtlar sunmuşlardır. Benzer şekilde Gönenç ve Koyuncu (t.y) 1991- 1999 yılları arasında yaptıkları çalışmalarında değer primini 1991-1995 ve 1995-1999 alt dönemlerinde incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre değer primi ilk dönemde çok küçük iken ikinci alt dönemde ise değer priminin varlığına ilişkin bir kanıt elde edememişlerdir.

Bu çalışmada elde edilen analiz sonuçları, birçok gelişmiş piyasalarda değer primine ilişkin yapılan çalışmalarla tutarlı olmadığı ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde (Arjantin, Kolombiya, Meksika, Pakistan, Tayland, Tayvan, Hindistan, Endonezya) yapılan çalışmaların sonuçlarıyla tutarlıdır. Ding, Chua ve Fetherston (2005) çalışmalarında, Hong Kong, Endonezya, Japonya, Malezya, Singapur, Tayvan ve Tayland borsalarında kayıtlı firmalara ait hisse senetleri verilerini kullanarak değer ve büyüme portföylerinin

performanslarını, firma büyüklüğü, risk, likidite ve büyüme potansiyelini dikkate alarak incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda, değer primi; Hong Kong, Japonya, Malezya ve Singapur piyasalarında pozitif çıkarken Tayland'da anlamlı olarak negatif, Endonezya ve Tayvan'da ise istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bajwa, Dalal (2012) Hindistan hisse senetleri piyasasında değer primini ve değer hisse senetlerinin performanslarını incelemişlerdir. Değer ve büyüme portföylerini DD/PD, K/F ve temettü verim oranlarına göre oluşturmuşlardır. Yapılan analizler sonucu elde edilen bulguların, daha önce uluslar arası piyasalarda yapılan çalışmalarda değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerinden daha iyi bir performans gösterdiği sonucuyla ve değer primi varlığına dair elde edilen kanıtlar ile tutarlı olmadığı ifade edilmiştir. Sonuç olarak, Hindistan piyasasında değer priminin süreklilik arz etmediği tespit edilmiştir. Chen ve Zhang (1998) çalışmalarında hızlı gelişen piyasalarda değer hisse senetlerinin etkisini daha küçük olduğunu vurgulamışlardır. Yaptıkları çalışmada gelişen bir piyasa olan Tayland ve Tayvan borsalarında değer priminin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Borsa İstanbul dünyada hızlı gelişen piyasalardan bir tanesidir. Türkiye'de enflasyonun yüksek olmasından dolayı Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin getirileri de dalgalanmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada elde edilen sonuçlar literatürde gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalarla tutarlıdır.

Değer ve büyüme portföylerinin getirilerini, risksiz faiz oranı getirisi ve pazar portföyü getirisi ile kıyaslamak için değer ve büyüme portföylerinin risksiz faiz oranı ve pazar getirisini aşan getirileri Tablo 5 ve Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 5. Değer ve Büyüme Portföylerinin Pazar Getirisini Aşan Getirileri

	YDDP D	DDDP D	YKF	DKF	YNA F	DNAF	YTV	DTV
Ortalama	0.009	0.003	0.006	0.006	0.009	0.005	0.001	0.007
Std. Sapma	0.048	0.055	0.043	0.059	0.044	0.061	0.045	0.060
t testi	1.950	0.530	1.500	1.080	2.190	0.870	2.180	1.170
Olasılık değeri	0.054	0.595	0.136	0.284	0.031	0.388	0.031	0.245

Not. Y, yüksek (değer portföyü); D, düşük (büyüme portföyü) ifade etmektedir.

Tablo 6. Değer ve Büyüme Portföylerinin Risksiz Faiz Oranını Aşan Getirileri

	YDDPD	DDDPD	YKF	DKF	YNAF	DNAF	YTV	DTV
Ortalama	0.011	0.005	0.008	0.008	0.011	0.007	0.011	0.009
Std. Sapma	0.079	0.079	0.074	0.088	0.076	0.087	0.071	0.082
t testi	1.430	0.610	1.120	0.940	1.510	0.810	1.640	1.080
Olasılık değeri	0.157	0.545	0.267	0.350	0.133	0.417	0.103	0.285

Not. Y, yüksek (değer portföyü); D, düşük (büyüme portföyü) ifade etmektedir

Değer ve büyüme portföylerinin pazar getirisini aşan getirilerinin gösterildiği Tablo 5 incelendiğinde, değer ve büyüme portföylerinin pazara göre daha yüksek bir getiriye sahip oldukları görülmekte ancak NA/F ve TV oranına göre oluşturulan değer portföyleri dışında diğer portföylerin pazarı aşan getirileri istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Tablo 6'da ise değer ve büyüme portföylerinin risksiz faiz oranını aşan getirileri gösterilmektedir. Sonuçlara göre değer ve büyüme portföyleri risksiz faiz oranı üzerinde bir getiriye sahip oldukları görülmekte ancak bu değerler istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar beklenen getirilerini artırmak için çeşitli stratejiler tercih etmektedirler. Bu stratejiler arasında son yıllarda birçok yatırımcı tarafından tercih edilen değer ve büyüme yatırım stratejileri yer almaktadır. Özellikle gelişmiş hisse senedi piyasalarında yapılan çalışmalar, yatırımcıların değer yatırım stratejilerini kullanarak daha yüksek bir getiri elde edebileceklerini ortaya koymaktadır. Buna göre yatırımcı yüksek Defter Değeri/Piyasa Değeri, yüksek Kazanç/Fiyat, yüksek Nakit Akımı/Fiyat ve yüksek Temettü Verimi oranına sahip hisse senetlerini alarak düşük Defter Değeri/Piyasa Değeri, düşük Kazanç/Fiyat, düşük Nakit Akımı/Fiyat ve düşük Temettü Verim oranına sahip hisse senetlerine göre daha yüksek getiri elde edebilmektedirler. Bu çalışmada değer ve büyüme hisse senetleri sınıflandırılmasında literatürde yaygın olarak kullanılan Defter Değeri/Piyasa Değeri, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi oranları ölçüt alınarak BİST'te değer priminin varlığı araştırılmıştır. Bu amaçla söz konusu her bir orana göre aylık gözlemler kullanılarak değer ve büyüme portföyleri oluşturulmuştur. Daha sonra her bir orana göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin getirileri arasındaki farklar için t testi uygulanmış ve bu farkın anlamlı olup olmadığına bakılmıştır. Hisse senetleri, Defter Değeri/Piyasa, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi oranlarına göre

sınıflandırıldığında değer ve büyüme portföyleri arasındaki farkın pozitif ancak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu sonuçlar doğrultusunda Defter Değeri/Piyasa, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi oranlarına göre oluşturulan değer priminin Borsa İstanbul'da olmadığı görülmektedir. Ayrıca değer ve büyüme portföyleri Pazar portföyü ve risksiz faiz oranı getirisi ile karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, her bir orana göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin pazara göre daha yüksek bir getiriye sahip oldukları tespit edilmiştir; ancak Nakit Akımı/Fiyat ve Temettü Verimi oranına göre oluşturulan değer portföyleri dışında diğer portföylerin pazarı aşan getirileri istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Değer ve büyüme portföyleri risksiz faiz oranı ile kıyaslandığında hem değer hem de büyüme portföylerinin risksiz faiz oranı üzerinde bir getiriye sahip oldukları ancak bu farkın da anlamlı olmadığı görülmüştür. Sonuç olarak Borsa İstanbul'da DD/PD, K/F, NA/F ve TV oranlarına göre belirlenen değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerinden daha yüksek bir performans gösterip göstermediği yönünde anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır diğer bir ifadeyle değer priminin varlığı belirlenmemiştir. Bu sonuç, ülkemiz hisse senedi piyasasında yüksek DD/PD, K/F, NA/F ve TV oranlı hisse senetlerini düşük DD/PD, K/F, NA/F ve TV oranlı hisse senetlerine tercih etmek suretiyle geliştirilen değer yatırım stratejisinin yatırımcılar için bir değer yaratmayacağı anlamına gelmektedir.

Gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan Türkiye'nin hisse senedi piyasasında konuya ilişkin yapılacak olan çalışmalarda enflasyon oranı, faiz oranı ve ülkenin politik yapısı dikkate alınarak değer ve büyüme hisse senetlerinin riskliliklerinin belirlenmesi ve değer ve büyüme portföy betalarının ekonominin iyi ve kötü olduğu durumlarda değişip değişmediği, kötü giden bir ekonomide değer ve büyüme hisse senetlerinin nasıl bir performans sergilediğinin belirlenmesi değer ve büyüme yatırımcılar için yararlı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Arshanapalli, B., Coggin, T. D. ve Doukas, J. (1998), “**Multifactor Asset Pricing Analysis of International Value Investment Strategies**”, The Journal of Management, Vol. 24, No: 4, ss.10-23.
- Bajwa, R. ve Dalal, R. C. (2012), “**Performans Analysis of Value Stocks & Evidence of Value Premium: A Study on Indian Equity Market**”, International Journal of Research in Computer Application & Management, Vol. 2, No. 6, ss. 113-118.
- Barber, Brad M. ve Lyon, John D. (1997), “**Firm Size, Book-to-Market, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms**”, The Journal of Finance, Vol. 52, No: 2, June, ss. 875-883.
- Basu, S. (1977), “**Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis**”, The Journal of Finance, Vol. 32, No: 3, June, ss. 663-682.
- Bauman, W. S. ve Miller, R. S. (1997), “**Investor Expectations and the Performance of Value Stocks Versus Growth Stocks**”, The Journal of Portfolio Management, Vol. 23, No: 3, Spring, ss. 57-68.
- Bauman, W. S., Conover, C. M. ve Miller, R. E. (1998), “**Growth Versus Value and Large Cap Versus Small-Cap Stocks in International Markets**”, Financial Analysts Journal, Vol. 54, No: 2, March/April, ss. 75-89.
- Blume, M. E. (1980). “**Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence**”, The Review of Economics and Statistics, Vol. 62, No: 4, November, ss. 567-577.
- Chen, N., Zhang, F. (1998), “**Risk And Return of Value Stocks**”, The Journal of Business, Vol. 71, No: 4, October, ss. 501- 535.
- Cook, Thomas J. Ve Rozeff Michael S. (1984), “**Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?**”, Journal of Financial Quantitative Analysis, Vol. 19, No: 4, December, ss. 449-466.
- Ding, David K., Chua J. L. ve Fetherston, T.A. (2005), “**The Performance Of Value And Growth Portfolios In East Asia Before the Asian Financial Crisis**”, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 13, ss. 185-199.
- Drew, Michael E. ve Veeraraghavan, M. (2002), “**A Closer Look at the Size and Value Premium in Emerging Markets: Evidence From the Kuala Lumpur Stock Exchange**”, Asian Economic Journal, Vol. 16, No: 4, ss. 337-351.

- Fama, E. F. ve French, K. R. (1998), “**Value Versus Growth: The International Evidence**”, The Journal of Finance, Vol. 53, No: 6, December, ss. 1975-1999.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (1992), “**The Cross-Section of Expected Stock Returns**”, The Journal of Finance, Vol. 47, No: 2, June, ss. 427-465.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (1995), “**Size And Book-to-Market in Earnings and Returns**”, The Journal of Finance, Vol. 50, No: 1, March, ss. 131-155.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (2007), “**The Anatomy of Value and Growth Stock Returns**”, Financial Analysts Journal, Vol. 63, No: 6, ss. 44-54.
- Gonenc, H. ve Karan, B. (2003), “**Do Value Stocks Earn Higher Returns Than Growth Stocks in an Emerging Market? Evidence From the Istanbul Stock Exchange**”, Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 14, No: 1, ss. 1-25.
- Gonenc, H. ve Koyuncu, O. (t.y.), “**Value Versus Growth Portfolio Performances: A Data Mining Approach on Turkish Stocks**”, Hacettepe University, <http://yunus.hacettepe.edu.tr/~halit/Gonenc%20and%20Koyuncu%20-%20Value%20versus%20Growth.pdf>, Erişim tarihi: 05.01.2016
- Hahl, T., Vähämaa, S. ve Ä, J. (2014), “**Value Versus Growth in Ipos: New Evidence from Finland**”, Research in International Business and Finance, Vol. 31, ss. 17-31.
- Jaffe, J., Keim, Donald B. ve Westerfield, R. (1989), “**Earnings Yield, Market Values, and Stock Returns**”, The Journal of Finance, Vol. 44, No: 1, March, ss. 135-148.
- Keim, Donald B. (1985), “**Dividend Yields and Stock Return: Implications of Abnormal January Returns**”, Journal of Financial Economics, Vol. 14, March, ss. 473-489.
- Kim, Daehwan. (2012), “**Value Premium Across Countries**”, The Journal of Portfolio Management, Vol. 38, No: 4, Summer, ss. 75-86.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1994), “**Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk**”, The Journal of Finance, Vol. 49, No: 5, December, ss. 1541-1578.
- Rozeff, M. S. (1984), “**Dividend Yields Are Equity Risk Premiums**”, Journal of Portfolio Management, Vol. 11, No: 1, ss. 68-75.
- Uludağ, D. T. (2007), “**Value Stocks vs. Growth Stocks: A Comparison of the investment Styles & an Analysis of Istanbul Stock Exchange**”, Ankara: Capital Markets Board of Turkey, Publication Number: 23.
- Yen, J.Y., Sun, Q. ve Yan, Y. (2004), “**Value Versus Growth in Singapore**”, Journal of Multinational Financial Management, Vol. 14, ss. 19-34.