

İhmal Edilmiş, Normal ve Popüler Pay Senetlerinin Performanslarının Görelî Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama

An Evaluation the Performance of Neglected, Normal and Popular Stocks: An Application in Istanbul Stock Exchange

Mehmet CİHANGİR¹
Gökben ADANA KARAAĞAÇ²

Geliş Tarihi: 01.11.2016 / Düzenleme Tarihi: 23.11.2016 / Kabul Tarihi: 26.11.2016

Özet

Çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da 2 Ocak 2012 ve 26 Aralık 2014 tarihleri arasında piyasa anomalilerinden "ihmal edilmiş firma etkisi"nin var olup olmadığının tespit edilmesidir. Bu amaçla belirtilen tarihler arasında BİST'te sürekli işlem gören pay senetlerinin ortalama sözleşme sayıları kullanılarak iki ayrı portföy oluşturulmuştur. Bunlar, *popüler* ve *ihmal edilmiş portföy* olarak adlandırılmıştır. Piyasa getirisi olarak da BİST TÜM endeksi kullanılmıştır. 2012 ve 2014 yılları arasında, popüler portföyün anormal getirisi yaklaşık olarak %1,4, ihmal edilmiş portföyün anormal getirisi %1,1, piyasa getirisi ise %1,6 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ışığında portföylerin birim risklilik düzeyleri de incelenmiş, bahse konu dönem için Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisinin var olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Anomali, İhmal Edilmiş Firma Etkisi Anomalisi, Borsa İstanbul

Abstract

This study aims to determine whether or not the neglected firm effect, one of the market anomalies, exists in Istanbul Stock Exchange between the 2nd January 2012 and 26th December 2014. For this purpose, two different portfolios were formed by using stocks. Average contract numbers, continuously traded at specified date ranges. These portfolios were named popular and neglected. BISTTUM Index was used as the market return. Between 2012 and 2014, the abnormal return of popular portfolio was found approximately %1,4, the abnormal return of neglected portfolio was found %1,1 and the return of market was found %1,6. In the light of this conclusion, the unit risk of portfolios were also examined and the existing of neglected firm effect was not found out in Istanbul Stock Exchange for specified dates range.

KeyWords : Anomaly, Neglected Firm Effect Anomaly, Istanbul Stock Exchange

Giriş

İdeal bir piyasada firmalar, bazı yatırım kararları verirler. Yatırımcılar da bu firmaların ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlerin fiyatlarının tüm mevcut bilgiyi 'tamamıyla yansıtmış' olduğunu varsayarak bu firmalar arasından bir seçim yapabilirler (Fama, 1970: 383). Yatırımcıların hangi firmanın menkul kıymetlerine yatırım yapacakları ise üstlenebilecekleri risk düzeyi ile yakından ilgilidir. Bazı yatırımcılar düşük risk düzeyinde düşük bir getiriye razı olurken, bazı yatırımcılar ise yüksek riske katlanarak daha fazla bir getiri elde etmek isteyebilirler.

1950'li yıllara kadar kabul gören Geleneksel Portföy Yaklaşımında yatırımcılar, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkileri göz önünde bulundurmadan, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarını artırarak riski azaltabileceklerini düşünmüşlerdir (Cihangir vd., 2008:127). 1952 yılında Harry Markowitz yayınlamış olduğu makale ile çeşitli menkul kıymetlerle oluşturulan bir portföyün beklenen getirisinin ve riskinin nasıl hesaplanacağı konusuna yeni bir yaklaşım getirmiştir (Konuralp, 2005:313). Bu yeni yaklaşım finans literatüründe *Modern Portföy Teorisi* adıyla yerini almıştır.

¹Yazışma Adresi: Doç. Dr., Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü, Osmaniye, Türkiye. E-Posta: cihangir@osmaniye.edu.tr

²Arş. Gör., Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Markowitz' in Modern Portföy Teorisi'nde öne sürdüğü görüşlerden belki de en önemlisi piyasaların etkin olduğudur. Zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda olmak üzere üç türü bulunan bu teoriye göre piyasadaki tüm yatırımcılar rasyonel yatırımcıdır. Düşük riskle yüksek getiri sağlamak, aynı risk düzeyinde daha yüksek getiriyi tercih etmek, ya da aynı getiriye daha düşük riskle sahip olma özelliği rasyonel yatırımcının özelliklerindedir. Hal böyle iken hiçbir yatırımcının aynı risk düzeyinde piyasa getirisinden daha fazla bir getiri elde etmesi olası değildir. (Fama, 1970:383).

Yirmi birinci yüzyılın başlamasıyla beraber etkin piyasalar hipotezinin düşünsel hakimiyeti zayıflamaya başlamıştır (Malkiel,2003:4). Bunun en önemli sebeplerinden biri yapılan ampirik çalışmaların, etkin piyasalar hipoteziyle ters yönde sonuç vermeye başlamasıdır. Bu dönemde yapılan çalışmaların bazılarında yatırımcıların piyasa getirisinden daha fazla getiri elde edebildikleri gözlemlenmiştir. Etkin piyasalar hipotezi ile bağdaşmayan bu durum anomali (anomaly) terimi ile ifade edilmeye başlanmıştır (Karan, 2011:285).

Anomaliler etkin olmayan piyasaların bir göstergesidir. Bazı anomaliler sadece bir kez gerçekleşip sonradan ortadan kaybolmaktadırlar, bazıları ise sık sık ve devamlı olarak gerçekleşmektedir. Bir piyasada anomaliler sürekli görülüyorsa bunlar *piyasa anomalileri* olarak adlandırılmaktadır (Tverskyve Kahneman, 1986:253).

Standart finans teorisinde finansal piyasa anomalileri, bir pay senedinin ya da pay senedi grubunun performansının etkin piyasalar hipotezinin varsayımlarından sapması anlamına gelmektedir. Anomalilerin genel olarak temel anomaliler, takvimsel anomaliler, teknik anomaliler ve diğer anomaliler olarak sınıflandırıldıkları görülmektedir (Bildik, 2000: 16). Temel anomaliler arasında; piyasa değeri/defter değeri anomalisi, düşük fiyat/defter değeri anomalisi, yüksek temettü getirisi anomalisi, fiyat/kazanç oranı anomalisi, aşırı tepki anomalisi ve ihmal edilmiş pay senedi anomalisi gösterilmektedir (Latif vd., 2011:4). Çalışma konumuz gereği diğer anomalilere değinilmeyecektir. Araştırmaya konu olan ihmal edilmiş firma etkisi anomalisi, temel anomaliler içerisinde incelenmektedir. Bazı araştırmalarda dikkatten kaçmış, ihmal edilmiş pay senetlerine yatırım yaparak anormal getiri sağlanabildiği gözlemlenmiştir (Karan, 2011:299).

Çalışmada Borsa İstanbul'da 2 Ocak 2012 ve 26 Aralık 2014 tarihleri arasında piyasa anomalilerinden "ihmal edilmiş firma etkisi"nin var olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır.

Literatür Taraması

Çalışmanın konusunu oluşturan ihmal edilmiş firma etkisi anomalisi ile ilgili yapılan araştırmalardan bazıları şu şekilde sıralanabilir:

Bauman (1964) çalışmasında, popüleritesi düşük adi pay senetleri ile görece olarak daha popüler olan adi pay senetlerinin ortalama getirilerini belirlemek amacıyla toplam varlıkları 15 milyon doların üzerinde olan Amerikan yatırım şirketlerini incelemiştir. Araştırma 1954 ve 1960 periyodu için yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda en az popüler adi pay senetlerinden sağlanan ortalama yıllık getirinin en popüler adi paylardan sağlanan ortalama yıllık getiriden %3.6 daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Bauman (1965) çalışmasında 1954 ve 1963 yılları arasında işlem gören pay senetlerinin yıllık yatırım getirilerini incelediği bu çalışmada, S&P's, en az popüler ve en çok popüler pay senetlerinin yıllık getirileri sırasıyla, %16.1, %15.9 ve %13.7 olarak tespit etmiştir. S&P's en karlı pay senetlerine sahip olan gruptur ve en az popüler pay senetlerinden %1.2 oranında daha fazla yıllık getiri sağlamıştır. Fakat bunun yanında en az popüler pay senetleri de en çok popüler pay senetlerinden %1.2 daha fazla yıllık getiri sağlamıştır.

Arbel vd. (1983), 1971 ve 1980 yılları arasında New York Borsası'ndan, Amerikan Borsası'ndan ve tezgahüstü piyasalardan eşit sayıda tesadüfi olarak seçilen 510 şirket üzerinde araştırma yapmışlardır. Bu 510 şirketin pay senetlerinden, ihmal derecelerine göre üç farklı portföy oluşturulmuş ve ortalama yıllık getirileri hesaplanmıştır. Sonuç olarak da ihmal edilmiş pay senetlerinden oluşan portföyün, diğer iki portföye göre daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Carvell ve Strebel (1987) çalışmalarında ihmal edilmiş firma etkisi ve Ocak ayı ve küçük firma etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda ise, ihmal edilmiş firma etkisinin Ocak ayı etkisinden ayrı olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Jahera ve Lloyd (1989), çalışmalarında farklı bilgi düzeylerinde ya da daha önceki çalışmalarda ihmal edilmiş olarak tanımlanan ihmal edilmiş firma etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla, New York Borsası'ndan, Amerikan Borsası'ndan ve tezgahüstü piyasalardan firmalar seçilmiştir. Sonuç olarak, anormal getirilerin piyasadaki bilgi düzeyiyle ters bir ilişki içerisinde olduğu ve piyasa getirisinin üzerinde getiri sağladığı sonucuna varılmıştır.

Bhardwaj ve Brooks (1992) çalışmalarında menkul kıymet getirileri ile ihmal derecesi arasındaki ilişkinin ölçülmesini hedeflemişlerdir. New York Borsası'ndan ve Amerikan Borsası'ndan elde edilen ve Ocak 1977 ve Aralık 1988 döneminde işlem gören 15.953 pay senedi incelenmiştir. Sonuç olarak, en fazla ihmal

edilen paylardan oluşan grubun anormal getirisi %3.76 iken, en çok takip edilen paylardan oluşan grubun normal üstü getirisi ise -%10 olarak tespit edilmiştir.

Beard ve Sias (1997) çalışmalarında ihmal edilmiş firma etkisinin varlığını araştırmak için Amerikan Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 3752 firmanın pay senetlerinin yıllık getirileri üzerinden Ocak 1982 ve Aralık 1995 dönemi için incelemişlerdir. Çalışma ihmal edilmiş pay senetlerinden oluşan portföyün diğer portföylerden daha fazla getiri sağladığını ve Amerikan Menkul Kıymetler Borsası'nda ihmal edilmiş firma etkisinin varlığını ortaya koymuştur. Fakat firma büyüklüğü de çalışmaya dahil edildiğinde ihmal edilmiş firma etkisinin ortadan kalktığı tespit edilmiştir.

Elfakhani ve Zaher (1998), 1 Ocak 1986 ve 31 Aralık 1990 tarihleri arasında New York Borsası'nda ve Amerikan Borsası'nda işlem gören tüm firmaları çalışmalarına dahil edip, firma büyüklüğü ile ihmal etkisinin ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda ise, ihmal edilmiş firma etkisinin tek başına firma büyüklüğü etkisini açıklayamamasına rağmen, az da olsa payı olduğu sonucuna varmışlardır.

Karan (2000) çalışmasında Ocak 1996 ve Aralık 1998 Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisinin varlığını test etmiştir. Çalışmanın sonucunda, normal üstü getiriler ile firma büyüklüğü arasında ters yönlü ve zayıf bir ilişki, işlem miktarı ve normal üstü getiriler arasında ters yönde anlamlı bir ilişki ve normal üstü getirilerle firma büyüklüğü ve işlem miktarı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisinin varlığını göstermektedir.

Tripathi vd. (2006) Hindistan Menkul Kıymetler Borsası'nda ihmal edilmiş firma etkisinin var olup olmadığını test etmek amacıyla Haziran 2000 ve Haziran 2004 döneminde pay senetleri menkul kıymetler borsasında işlem gören 190 şirketi incelemiştir. Yapılan uygulamaların neticesinde, Hindistan Menkul Kıymetler Borsası'nda güçlü bir ihmal edilmiş firma etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Akkoç vd. (2009) çalışmalarında İstanbul Borsası'nda yarı güçlü forma piyasa etkinliğini, ihmal edilmiş firma etkisi bağlamında incelemişlerdir. Analiz 1 Ocak 1999 ve 31 Aralık 2008 tarihleri arasında, 10 yılı kapsayan bir dönemde aylık getiri verileri kullanılarak yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda aylık ortalama normal üstü getiriler ihmal edilmiş, normal ve popüler portföyler için sırasıyla, % -1.00, %0.88 ve %2.89 olarak bulunmuştur. Çalışmanın bulguları bahse konu dönem için mevcut verilerle İstanbul Borsası'nda ihmal edilmiş firma etkisinin olmadığını göstermiştir.

Yöntem

Araştırmanın veri setini Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay senetleri oluşturmaktadır. Gerekli veriler www.datastore.com adresinden temin edilmiş ve 2 Ocak 2012 ve 31 Aralık 2014 tarihleri arasında borsada sürekli işlem gören pay senetleri tespit edilerek analize uygun hale getirilmiştir. Çalışmada pay senetlerinin aylık verileri kullanılmıştır. Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisinin varlığını tespit etmek için portföyler oluşturulurken ihmal edilmişliğin ölçüsü olarak *ortalama sözleşme sayılarından* yararlanılmıştır. Öncelikle her pay senedinin aylık anormal getirisi hesaplanmış ve piyasa getirisi olarak da BİSTTÜM (XUTUM) endeksi kullanılmıştır. Pay senetlerinin aylık anormal getirileri hesaplandıktan sonra, ortalama sözleşme sayılarına göre portföyler oluşturulmuştur. Her ay için en yüksek ortalama sözleşme sayısına sahip 20 pay senedi popüler portföye, en düşük ortalama sözleşme sayısına sahip 20 pay senedi de ihmal edilmiş portföy içerisine dahil edilmiştir. Ve her ay ortalama sözleşme sayıları baz alınarak bu işlem tekrar edilmiştir. Aylık anormal getiriler hesaplanırken kullanılan formül aşağıdaki gibidir;

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots \dots \dots (I)$$

AR_{it} =i payının t ayındaki anormal getirisi

R_{it} =i payının t ayındaki getirisi

R_{mt} =piyasanın t ayındaki getirisi

Oluşturulan portföylerin aylık anormal getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır;

$$AR_{pt} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \dots \dots \dots (II)$$

AR_{pt} =portföylerin t ayındaki anormal getirileri

AR_{it} = i payının t ayındaki anormal getirisi

n = pay senedi adedi

Her ay için portföylerin anormal getirisi hesaplandıktan sonra, bu portföylerin yıllık kümülatif anormal getirileri şu şekilde hesaplanmıştır;

$$CAR_k = \sum_{t=1}^k AR_t \dots\dots\dots(III)$$

CAR_k = portföylerin k yılındaki kümülatif anormal getirileri

AR_t = portföylerin t ayındaki anormal getirileri

Son olarak da portföylerin üç yıllık ortalama kümülatif anormal getirileri hesaplanmıştır;

$$ACAR = \sum_{k=1}^3 CAR_k / 3 \dots\dots\dots(IV)$$

$ACAR$ = portföylerin 3 yıllık ortalama kümülatif anormal getirileri

CAR_k = portföylerin k yılındaki kümülatif anormal getirileri

Sonrasında portföylerin riskini ölçmek için kovaryans matrisleri oluşturulup bu matrisler çözülmüştür. Portföydeki her pay bir senedinin ağırlığı da %5 olarak eşit alınmıştır.

Daha sonra çalışmada ihmal edilmişliğin ölçüsü olarak kullanılan ortalama sözleşme sayıları ile anormal getiriler arasında bir ilişki olup olmadığını görebilmek için anormal getirin bağımlı, ortalama sözleşme sayısının bağımsız değişken olduğu aşağıdaki regresyonik model kurularak portföy getirileri ile ortalama sözleşme sayıları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olup olmadığı saptanmaya çalışılmıştır.

$$AR_{it} = a_1 + a_2 OSS_{it} + u_{it} \dots\dots\dots(V)$$

AR_{it} = Anormal Getiri

a_1 = Regresyon Sabiti (Kesim Noktası)

a_2 = Regresyon Katsayısı

OSS_{it} = Ortalama Sözleşme Sayısı

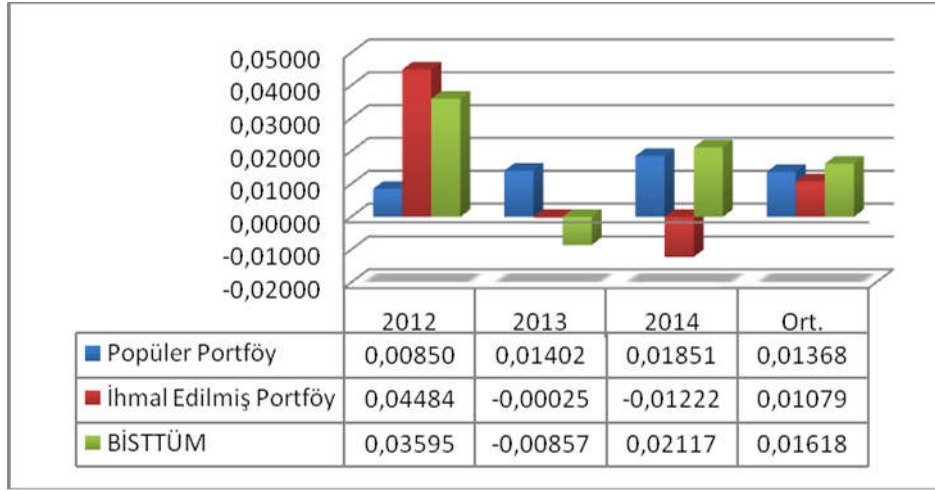
u_{it} = Hata Terimi

Bulgular Ve Yorumlama

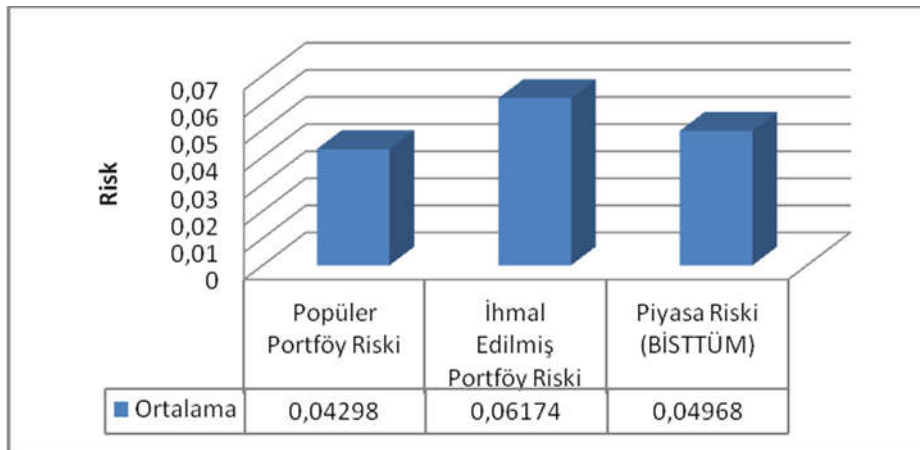
2 Ocak 2012 ve 26 Aralık 2014 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisinin araştırıldığı çalışmada popüler ve ihmal edilmiş portföylerin aylık anormal getirileri ve piyasa getirisi olarak alınan BİSTTÜM endeksinin getirisi ile risklilikleri Tablo.1'deki gibi hesaplanmıştır;

Tablo 1: Portföylerin Ve Piyasanın Anormal Getirileri

Yıllar	Popüler Portföy	İhmal Edilmiş Portföy	Piyasa Getirisi (BİST TÛM)
2012	0,00850	0,04484	0,03595
2013	0,01402	-0,00025	-0,00857
2014	0,01851	-0,01222	0,02117
Ortalama	0,01368	0,01079	0,01618
Portföy Riski	0,04298	0,06174	0,04968



Şekil 1: 2012-2014 yılları arası portföylerin anormal getirileri ve piyasa getirisi



Şekil 2: Portföylerin ve piyasanın ortalama riski

Tablo 1'de ve Şekil 1'de görüldüğü gibi, 2012-2014 yılları arası ortalamaya bakıldığında portföyler ve piyasanın aylık anormal getirileri arasında çok büyük farklılık olmamakla beraber, sonuçlar yıl bazında incelendiğinde;

- 2012 yılında popüler portföyün getirisi yaklaşık olarak %0,9, ihmal edilmiş portföyün getirisi %4,5 ve piyasa getirisi olarak alınan BİST TÜM endeks getirisi de %3,6 olarak bulunmuştur. Bu yıl içerisinde popüler portföy piyasa getirisinin altında kalırken, ihmal edilmiş portföy piyasa getirisinden daha fazla bir getiri sağlamıştır.
 - 2013 yılında popüler portföyün getirisi %1,4, ihmal edilmiş paylardan oluşan portföyün getirisi %0,03 ve piyasa getirisi de %0,86 olarak tespit edilmiştir. Söz konusu yılda popüler portföyün getirisi, ihmal edilmiş portföyün ve piyasa getirisinin üzerinde bulunmuştur.
 - 2014 yılında popüler portföyün getirisi %1,9, ihmal edilmiş paylardan oluşan portföyün getirisi %1,2 ve piyasa getirisi de %2,1 olarak bulunmuştur.
 - 2012 ve 2014 yıllarını kapsayan ortalama getirilere bakıldığında ise, popüler portföyün getirisi %1,4, ihmal edilmiş portföyün getirisi %1,1, piyasa getirisi ise %1,6 olarak saptanmıştır.
- Bu verilerle ortalama olarak piyasa getirisinin diğer portföylere göre daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Ancak karşılaştırmaya salt getiriler üzerinden değil getirilerin riskliliğini de dikkate alarak bir sıralama yapmamız daha anlamlı olacaktır. Bu kapsamda sadece 2012-2014 yılı getirilerini içeren ortalama getiri ve risklilikleri üzerinden bir değerlendirme yapılmış. her bir portföyün Değişim (Varyasyon) Katsayısı hesaplanmıştır. Söz konusu model birim riskin saptanmasına olanak tanımaktadır.

$$\text{Değişim (Varyasyon)Katsayısı} = \frac{\text{Risk}}{\text{Getiri}}$$

$$DK_{\text{pop}} = \frac{\sigma_{\text{pop}}}{R_{\text{pop}}} = \frac{0,04298}{0,01366} = 3.14$$

$$DK_{\text{ihm}} = \frac{\sigma_{\text{ihm}}}{R_{\text{ihm}}} = \frac{0,06174}{0,01079} = 5.77$$

$$DK_{\text{BİSTTÜM}} = \frac{\sigma_{\text{BİSTTÜM}}}{R_{\text{BİSTTÜM}}} = \frac{0,04968}{0,01618} = 3.07$$

Daha anlaşılabilir yorum yapılabilmesi için tüm veriler Tablo 2’de bir arada gösterilmiştir.

Tablo 2: Portföylerin Getiri, Risk ve Değişim Katsayıları

Yıllar	Popüler Portföy Getirisi	İhmal Edilmiş Portföy Getirisi	Piyasa Getirisi (BİST TÜM)
2012	0,00850	0,04484	0,03595
2013	0,01402	-0,00025	-0,00857
2014	0,01851	-0,01222	0,02117
Ortalama Portföy Getirisi	0,01368	0,01079	0,01618
Portföy Riski	0,04298	0,06174	0,04968
Değişim Katsayısı	3.14	5.77	3.07

Tablo 2 incelendiğinde de görülecektir ki, Piyasa Getirisi(BİST TÜM) en düşük birim riskle en yüksek getiriyi sağlamıştır.

Söz konusu getiri ve risk hesaplamalarından sonra portföylerin ortalama sözleşme sayısı kriteriyle, portföylerin getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını görmek için V No’lu formül ve model kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır.

Tablo 3: Normalüstü Getirilerle Ortalama Sözleşme Sayıları Arasındaki İlişki İstatistikleri

	Popüler Portföy		İhmal Edilmiş Portföy	
	R^2	t	R^2	t
2012	0,016936	0,415075	0,011519	0,341371
2013	0,319913	2,168875	0,019158	0,441958
2014	0,078404	-0,922360	0,025192	0,508370
Ortalama	0,019116	0,814018	0,037629	1,153003

Regresyon analizi sonucu;

- Popüler portföy için t değerlerine bakıldığında bu değer yalnızca 2013 senesinde anlamlı çıkmıştır. Yani popüler portföyün getirileri ile ortalama sözleşme sayıları arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı yalnızca 2013 senesi için saptanabilmiştir.
- İhmal edilmiş portföy için ise t değerleri, bütün yıllarda anlamsız olarak bulunmuştur. İhmal edilmiş portföyün getirileri ile ortalama sözleşme sayıları arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki hiçbir yıl için tespit edilememiştir.
- Ortalama R^2 değerlerine bakıldığında ise, bu değer popüler portföy için yaklaşık olarak %1,9 ve ihmal edilmiş portföy için de yaklaşık olarak %3,8 olarak tespit edilmiştir. Yani ortalama sözleşme sayılarının, popüler portföyün getirisi üzerindeki etkisi, ihmal edilmiş portföyün getirisi üzerindeki etkisinden görece olarak daha azdır.

Borsa İstanbul'da 2 Ocak 2012 ve 26 Aralık 2014 tarihleri arasında ihmal edilmiş firma etkisinin araştırıldığı bu çalışma sonucu popüler ve ihmal edilmiş pay senetlerinden oluşan portföylere yatırım yapan yatırımcıların ortalama piyasa getirisinden fazla bir getiri elde edemeyeceklerini göstermiştir. Popüler ve ihmal edilmiş portföy ve Borsa İstanbul'daki tüm hisse senetlerinden oluşan portföy (BİST TÛM) ile karşılaştırıldığında belirtilen tarihler arasında Borsa İstanbul'da ihmal edilmiş firma etkisi anomalisinin var olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç

Çalışmada Borsa İstanbul'da 2 Ocak 2012 ve 26 Aralık 2014 tarihleri arasında, yatırımcıların gözden kaçırdığı ve çok fazla işlem yapılmayan pay senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, piyasa getirisinden daha fazla bir getiri elde edeceğini savunan ihmal edilmiş firma etkisi anomalisinin varlığı araştırılmıştır. Bu amaçla ihmal edilmişliğin ölçüsü olarak ortalama sözleşme sayıları kullanılarak popüler ve ihmal edilmiş portföy adıyla iki ayrı portföy oluşturulmuştur. Portföyler oluşturulurken kullanılan pay senetleri belirtilen tarihler arasında Borsa İstanbul'da sürekli işlem gören pay senetleridir. Öncelikle bu pay senetlerinin anormal getirileri hesaplanmış ve en yüksek ortalama sözleşme sayısına sahip 20 pay senedi popüler portföyde, en düşük ortalama sözleşme sayısına sahip 20 pay senedi de ihmal edilmiş portföy içerisine dahil edilmiştir ve bu işlem her ay için tekrarlanmıştır.

Piyasa getirisi olarak BİST TÛM endeks getirisinin kullanıldığı çalışmada 2012, 2013 ve 2014 yıllarının her birinde ayrı ayrı sonuçlar çıkmış olup herhangi bir portföy getirisi istikrarlı olarak diğerlerine üstünlük sağlayamamışlardır. Ancak 3 yılın ortalaması alındığında en yüksek getiriyi BİST TÛM endeksinin yani piyasanın sağladığı görülmüştür.

Portföy risklerinin dikkate alınmaksızın sadece getirilerin dikkate alınmasının eksik bir değerlendirme olacağı varsayımıyla bu kez 3 yılın ortalama portföy riskleri hesaplanmıştır. Hesaplama sonucunda BİST TÛM Portföy riskinin en düşük riskli portföy olmadığı görüldüğünden sağlıklı bir sonuca ulaşılamamıştır.

Bu gibi durumlarda finans literatüründe birim riskin hesaplanması yaygın bir uygulama olduğundan tarafımızca da birim riski ölçen Değişim Katsayıları ölçülmüştür. Bu kez en düşük birim riskin yine BİST TÛM Portföyünde olduğu görülmüştür.

Böylelikle en düşük riskle en yüksek getiriyi sağlayan BİST TÜM Portföyünün en ideal portföy olduğu görülmüştür. Bu sonuç hipotezimiz olan “2 Ocak 2012 ve 26 Aralık tarihleri arasında Borsa İstanbul’da ihmal edilmiş firma etkisi anomalisinin var olduğu” tezini reddetmiş, sözkonusu dönemde yine sözkonusu değişkenlerle Borsa İstanbul’da “ihmal edilmiş firma etkisi anomalisi”nin olmadığını ortaya koymuştur.

Kaynakça

- Abalala, T., Sollis, R., 2015, “The Saturday effect: an interesting anomaly in the Saudi stock market” *Applied Economics*, Vol. 47, Issue 58, pp. 6317-6330.
- Abdioğlu, Z., Değirmenci, N., 2013, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Mevsimsel Anomaliler” *Business and Economic Research Journal*, Volume 4, Number 3, pp. 55-73.
- Akkoc, S., Kayali, M. M., Ulukoy, M., 2009, “The Neglected Firm Effect and an Application in İstanbul Stock Exchange”, *Bank and Bank Systems*, 4(3), pp. 53-58.
- Arbel, A., Carvell, S., Strebler, P., 1983, “Giraffes, Institutions and Neglected Firms”, *Financial Analysts Journal*, 39 (3), 57-63.
- Bauman, W. S., 1964, “Investment Experience with Less Popular Common Stocks”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 20, No. 2, pp. 79-88.
- Bauman, W. S., 1965, “The Less Popular Stocks versus the Most Popular Stocks”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 21, pp. 61-69.
- Bhardwaj, R. K., Brooks, L.D., 1992, “Stock Price and Neglect as Determinants of Stock Returns”, *The Journal of Finance Research*, 15(2), pp. 101-112.
- Beard, C. G., Sias, R. W., 1997, “Is There a Neglected Firm Effect?”, *Financial Analysts Journal*, pp. 19-23.
- Bildik Recep, 2000, *Hisse Senedi Piyasasında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Bir Çalışma*, İMKB Yayınları, İstanbul
- Carvell, S. A., Strebler, P.J., 1987, “*Is There a Neglected Firm Effect?*” [Elektronik versiyon]. Erişim tarihi [11.12.2015], from Cornell University, School of Hospitality Administration site: <http://scholarship.sha.cornell.edu/articles/231>
- Cihangir, M., Güzeler, A. K., Sabuncu, İ., 2008, “Optimal Portföy Seçiminde Konno-Yamazaki Modeli Yaklaşımı ve İMKB Mali Sektör Hisse Senetlerine Uygulanması”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10/3, 125-142.
- Degutis, A., Novickytė, L., 2014, “The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology”, *Ekonomika*, 93(2), pp. 7-23.
- Ege, İ., Topaloğlu, E.E., Coşkun, D., 2012, “Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 56, 175-190.
- Elfakhani, S., Zaher, T., 1998, “Differential Information Hypothesis, Firm Neglect and The Small Firm Size Effect”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), pp. 29-40.
- Fama, E. F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical.”, *The Journal of Finance*, 25 (2), *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association* New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417.
- Hansen, P. R., Lunde, A. “Testing the Significance of Calendar Effects”, *Working Paper No. 2003-03* January, 1-37.
- Jahera, J. S., Lloyd, W.P., 1989, “Exchange Listing and Size: Effects on Excess Returns”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 16(5), pp. 675-680.
- Karan, M.B., 2011, “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Gazi Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul.
- Karan, M. B., 2000, “İMKB’de İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:18, Sayı:1, 129-142.
- Keim, D. B., 1983, “Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 13-32.
- Konuralp, G., 2005, “Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi”, Alfa Yayınevi, İstanbul.

Küçükşille, E. 2012, "İMKB Endekslerinde Ocak Ayı Etkisinin Test Edilmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 53, 129-138.

Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., Farooq, S., 2011, "Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences and Some Behavioral Aspect of Market Anomalies", Research Journal of Finance and Accounting, 2 (9/10), pp.1-13.

Malkiel, B. G., 2003, "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", Journal of Economic Perspectives, 17(1), pp. 1-47.

Malkiel, B. G., 2011, "The Efficient-Market Hypothesis and the Financial Crisis.", Rethinking Finance: Perspectives on the Crisis (Proceedings of a Conference). Russell Sage Foundation, pp. 1-59.

Otchere, I., Chan, J., 2003 "Short-Term Overreaction in the Hong Kong Stock Market: Can a Contrarian Trading Strategy Beat the Market?", The Journal of Behavioral Finance, Vol. 4, No. 3, 157-171.

Rathinasamy, R.S., Mantripragada, K. G., Loh, C., 1993, "Risk and the January Effect in the Market for the U.S. Dollar", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 3, No. 1, pp. 67-81.

Tripathi, V., Tripathi, N., 2006, "Relationship between Institutional Neglect and Stock Returns in India", Business Analyst, new series, 1(1), pp. 85-92.

Tversky, A., Kahneman, D., 1986, "Rational Choice and the Framing of Decisions", The Journal of Business, 59 (4), pp. S251-S278.

Wachtel, S. B., 1942, "Certain Observations on Seasonal Movement in Stock Prices", Journal of Business, No. 15, pp. 184-193.

Werner F. M. De Bondt, Thaler, R., "Does the Stock Market Overreact?", The Journal of Finance Vol. XL, NO. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1984 (Jul., 1985), pp. 793-805.

