

Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma

Muammer ERDOĞAN (*)

Bekir ELMAS (**)

Özet: Finans alanında bir çığır açmış olan etkin piyasalar hipotezi (EPH)'ne göre; piyasada hisse senedi fiyatları temel değeri yansıtmakta, böylece bazı teknikler kullanarak ekstra bir kazanç elde edilememektedir. Aynı şekilde hisse senedi getirileri zamandan bağımsız olup tüm zaman dilimleri getiri açısından farksızdır. Yani bu hipoteze göre, bilgili bilgisiz hiç kimse piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamamaktadır. Dolayısıyla ekstra kazanç elde etmek için bir takım teknikler kullanmak yararsızdır.

Ancak yapılan pek çok çalışmayla EPH'yle çelişen sonuçlara ulaşılmış ve getiriler üzerinde zamanın etkisi ortaya konmuştur. Bu durumlar "Anomaliler" olarak isimlendirilmektedir. Bu çalışmada İMKB'de bireysel olarak yatırımlarını yöneten yatırımcıların "Anomaliler" hakkındaki düşünceleri sorgulanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Etkin Piyasalar Hipotezi, Davranışsal Finans, Anomaliler.

The Anomalies Seen in the Stock Markets and A Research an the Individual Investor

Abstract: According to efficient markets hypothesis, which broke a new epoch in the field of finance; share prices in the market reflect the basic value and therefore, no additional profit may be acquired by utilising some techniques. Also, incomes from shares are independent from time and all time frames is indifferent in terms of income. So, according to this hypothesis, none – well-educated or not- can cannot acquire income above the market. Thusly, it is useless to utilise some techniques with the purpose of acquiring extra income.

However, with numerous studies conducted, it has been arrived at results conflicting with EPH and the effect of time on the incomes has been demonstrated. This cases is called "Anomalies". In this study, are researching the ideas about "Anomalies" of investors, who manage their investments individually on ISE.

Key Words: Efficient Markets Hypothesis, Behavioral Finance, Anomalies.

*) Prof. Dr., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD. (e-posta: merdogan@atauni.edu.tr)

***) Arş. Gör., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD. (e-posta: belmas@atauni.edu.tr)

Giriş

Gözlemediğimiz kadarıyla; davranışsal finans modelleri, bireysel yatırımcı davranışlarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini incelemektedir. Dolayısıyla bu konuyu davranışlarla ilgili olduğu için ortaya koymak zordur. Davranışsal finans geleneksel ekonomide benimsenen bir yaklaşım gibi, Mikro ve Makro şeklinde iki kısımda incelenebilir. Mikro Davranışsal Finans; klasik ekonomi teorisinde rasyonel aktörler olarak tasarlanandan farklı olarak bireysel yatırımcıların eğilimlerini ve davranışlarını inceler. Makro Davranışsal Finans ise; etkin piyasa hipotezine karşı davranışsal modellerin ileri sürdüğü anomalileri tanımlar ve açıklığa kavuşturur (Pompian, 2006: 8-9).

Eugene Fama'nın (1965,1970) geliştirdiği ve daha sonra yine kendisi tarafından revizyona tabi tutulan (Fama,1991) etkin piyasalar hipotezi (EPH), menkul kıymet fiyatlarının onlara ilişkin tüm bilgiyi yansıttığını ileri sürmekte ve piyasada işlem yapan hiçbir yatırımcının bir takım teknikler kullanarak aşırı getiri (excess return) elde edemeyeceğini ifade etmektedir (Tunçel, 2007: 253). Ancak EPH'nin ortaya koyduğu bu varsayım ile çelişen ampirik bulgular elde edilmiştir. Hipotez ile bağdaşmayan bu bulgulara normalden sapma anlamına gelen ve Türkçe'de de kabul görmüş olan anomali (anormallik, anomaly) terimi kullanılmaktadır (Karan, 2001: 280-281).

Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem ya da realite olarak tanımlanmaktadır. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik çerçevede açıklamak güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir. Deyim yerinde ise, anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimidir, bir başka deyişle "çelişki"dir. Yaşamın ekonomik, finansal, sosyal ve kültürel boyutlarında anomali olarak değerlendirilen gözlemlerle karşılaşmak mümkündür (Özmen, 1997: 11).

Başta Eugene Fama olmak üzere bazı araştırmacılar anomalileri şansın bir sonucu olarak görmekte olup EPH'ne herhangi bir tehdit oluşturmadığı görüşündedirler. Fama (1998) çoğu anomalinin metodolojideki şanslarla yok olacağını iddia etmektedir. Wenner De Bont, Richard Thaler ve Andrei Schleifer gibi diğer bazı araştırmacılar ise anomalileri yatırımcıların tamamıyla rasyonel davranamamalarının bir sonucu olarak görmektedirler (Rodriguez, 2002: 2). Yapılan pek çok çalışma ile yatırımcıların rasyonel olmayan bazı davranışları sürekli olarak tekrarladıkları ve böylece bazı anomalilerin hisse senedi piyasasında sürekli olarak gözlemlenebildiği ortaya konulmuştur.

Piyasalarda görülen anomalileri genel olarak aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür;

1) Dönemsel Anomaliler: Günlere İlişkin Anomaliler, Aylara İlişkin Anomaliler ve Tatillere İlişkin Anomaliler.

2) Kesitsel Anomaliler: Fiyat / Kazanç Oranı Etkisi, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Etkisi, Firma Büyüklüğü Etkisi, Fiyat / Satış Oranı Etkisi, Fiyat / Nakit Akımı Etkisi ve Kazanç Duyuruları Etkisi.

3) Fiyat Anomalileri: Aşırı Tepki Anomalisi ve Düşük Tepki Anomalisi.

I. Anomaliler Hakkında Kısa Bilgiler ve Literatür Araştırması

Bu anomalilerin en önemlileri ele alınacak olursa;

A. Dönemsel Anomaliler

Etkin piyasalar hipotezine göre, hisse senedi getirileri zamandan bağımsızdır. Dolayısıyla tüm zaman dilimleri getiri açısından farksızdır (Özmen, 1997: 12). Türkçe literatürde takvimsel anomaliler veya mevsimsel anomaliler gibi farklı şekillerde isimlendirilebilen dönemsel anomaliler; hisse senedi getirilerinin herhangi bir gün, hafta, ay, yıl gibi herhangi bir zaman diliminde, diğer zaman dilimlerine göre daha iyi veya daha kötü performans gösterip göstermediği ile ilgilidir. Dönemsel anomalilerin hisse senedi piyasalarında tespiti etkin piyasalar hipotezinin sorgulanmasına neden olmuştur.

1. Günlere İlişkin Anomaliler

EPH'ne göre; getiri zamandan bağımsız olup haftanın her bir gününün getirisi diğer günlerin getirisinden anlamlı şekilde farklılaşmamalıdır. Fakat yapılan pek çok çalışma ile durumun böyle olmadığı haftanın bazı günlerinin devamlı olarak diğer günlere nazaran daha yüksek veya daha düşük getiri sağladığı ortaya konmuştur.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; ilk olarak Fields (1931) tarafından 1915-1930 yılları arası, Dow Jones Sanayi Ortalaması incelenmiş, 717 haftadaki Cumartesiler ile Pazartesi ve Cuma kapanış fiyatları karşılaştırılmıştır. Beklentinin tam tersine, Cumartesileri fiyatların yükselme eğiliminde olduğu, 717 haftanın %52'sinde Cumartesi ortalama getirilerin Cuma ve Pazartesi günlerine oranla daha yüksek, %36'sında ise daha düşük olduğu bulunmuştur (Özmen, 1997: 14).

Cross (1973) ve French (1980) ilk defa S&P karma endeksi için Pazartesi getirilerinin genelde negatif olduğunu, Jaffe ve Westerfield (1985), A.B.D. (1962-1983), Avustralya (1973-1983), İngiltere (1950-1983), Japonya (1970-1983) ve Kanada (1976-1983) borsaları olmak üzere toplam 5 farklı borsada, en düşük getiri sağlayan günün, A.B.D., İngiltere ve Kanada borsalarında Pazartesi, Avustralya ve Japonya'da da Salı günü olduğunu, en yüksek getiri sağlayan günün ise haftanın son günü olan Cuma günü olduğunu, Lakonishok ve Smidt (1988), Dow Jones Sanayi Endeksinin 1897-1986 yılları arası 90 yıllık dönemi için, haftanın ilk günü olan Pazartesilerin sistematik olarak negatif getiri sağladığını, haftanın son işlem günü olan Cuma (Cumartesi) gününün ise sürekli pozitif ve en yüksek getiriyi sağlayan gün olduğunu, Barone (1989) Milano Borsası için yaptığı çalışmasında Pazartesi ve Salı getirilerinin negatif, Cuma günkü getirilerin ise pozitif olduğunu tespit etmişlerdir.,

Aynı zamanda Solnik ve Bousquet (1990), Paris Borsası CAC Endeksinin Ocak 1978 (Aralık 1987 tarihleri arasında Salı günü) %8,9 ile haftanın en düşük getirisini sağlayan gün iken Cuma günleri, %13,2 ile haftanın en yüksek getirili günü olduğunu, ayrıca Pazartesi günü ise, Cumadan sonra haftanın en yüksek getirisinin sağlandığını, Wong, Hui ve Chan (1992), negatif Pazartesi getirilerinin Salı günü de devam ettiğini, Tayland

borsasının Filipinler, Kore, Malezya, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerle aynı getiri davranışını gösterdiğini, Agrawal ve Tandon (1994), Aralık 1981- Ocak 1983 dönemi için toplam 19 ülke borsasının 18'inde, en yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı getirinin Cuma günü gerçekleştiğini iki ülkede ise Cuma gününe ek olarak Çarşamba günü de en yüksek getirinin sağlandığını, 1 ülkede ise en yüksek getirinin Salı günü elde edildiğini, benzer olarak negatif ve ortalamanın altında getirinin sağlandığı günlerin ise sırası ile Pazartesi ve Salı günleri olduğunu görmüşlerdir.

Haftanın günü etkisi üzerinde Dünya borsalarında birçok çalışmanın mevcut olduğu gibi İMKB için de yapılan çok sayıda çalışma mevcuttur. Muradoğlu ve Oktay (1993) yaptıkları çalışmada güçlü bir haftanın günü etkisinin varlığını tespit etmişlerdir. Bulgularına göre, bu etkinin Cuma-Salı arasında uzunca bir döneme yayıldığını göstermekte olup; Salı günleri negatif Cuma günleri ise pozitif getiri elde edilmektedir. Aynı zamanda Aydoğan (1994), Karan (1994), Balaban (1994), Balaban (1995), Özmen (1997), Bildik (2000), Demirer ve Karan (2001), Karan ve Uygur (2001), Bildik (2004), tarafından yapılan çalışmalarda, Pazartesi ve Salı günlerinin çoğunlukla negatif getiri sağladığı, Cuma gününün ise istatistiksel olarak anlamlı ve haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu saptanmıştır. Böylece haftanın günü anomalisinin İMKB'de de geçerli olduğu tespit edilmiş olup İMKB açısından etkin piyasalar hipotezinin varsayımlarından sapma meydana geldiği ortaya konulmuştur.

Diğer yazarların aksine Aybar (1993) yaptığı çalışmasında İMKB'de haftanın günü etkisine ait herhangi bir bulguya rastlamadığını belirtirken, Tunçel (2007) daha durağan bir dönem olarak seçtiği 1 Ocak 2002-30 Haziran 2005 dönemine ait ve ayrıca alt dönemler olarak her bir yıla ait olarak günlük getiriler arasında anlamlı bir farklılığın olmadığını tespit etmiştir.

Demirer ve Karan (2001), haftanın günleri etkisine ilişkin olarak yaptıkları çalışmalarında diğer çalışmalardan farklı olarak, İMKB'de bir tür hafta başı etkisi olduğunu öne sürmektedirler. Bu çalışmada, borsa haftaya pozitif bir getiri ile başlıyorsa, o haftanın ortalama getirisinin pozitif, eğer haftanın ilk gününün getirisi negatifse, haftanın ortalama getirisinin de negatif olacağını savunmaktadırlar. Bu sonuçlara göre yatırımcıların, haftaya pozitif bir getiri ile başlayan haftada, pozitif getiri sağlama ihtimalinin yüksek olduğunu vurgulamışlardır.

2. Aylara İlişkin Anomaliler

Aylara ilişkin anomali çalışmalarında; hisse senedi getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre sürekli bir farklılaşma içerisinde olup olmadığı araştırılmıştır. Bu çalışmalarda, hisse senedi getirileri üzerinde ayların, aybaşlarının, ayın ilk ve ikinci yarılarının, ay sonlarının, ya da yılbaşları ile yılsonlarının herhangi bir etkisi olup olmadığı araştırılmaktadır. Yapılan çalışmalardan en dikkat çekici olanı Ocak Ayı anomalisi ile ilgili olanıdır.

Ocak ayı anomalisi, hisse senetlerinin ocak aylarında yılın diğer aylarına oranla daha yüksek bir getiri sağladığını ifade eden bir anomalidir. Hisse senetlerinin diğer aylara oranla ocak aylarında sistematik olarak yüksek getiri sağladığı yapılan pek çok çalışmayla desteklenmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Wachtel (1942), yapmış olduğu araştırmasında A.B.D.'de hisse senetleri piyasasında, ocak aylarında diğer aylara oranla daha yüksek getiri sağlandığını, bu getirinin piyasa değeri düşük olan hisse senetlerinde daha da yüksek olduğunu belirlemiştir. Bu çalışma ocak ayı anomalisinin ilk olarak tespit edildiği çalışmadır.

Rozeff ve Kinney (1976) New York borsasında, Gültekin ve Gültekin (1983) 17 ülke borsasından 12'sinde (Almanya, Avustralya, Belçika, Danimarka, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, Japonya, Kanada ve Norveç), Corhay, Hawawini ve Michel (1987), Londra, New York, Paris ve Brüksel borsalarında, Agrawal ve Tandon (1994) Avusturalya, Belçika, Brezilya, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zellanda, Singapur, İsveç, İsviçre, İngiltere, ABD-DOW ve ABD-EW olmak üzere 20 borsadan Kanada, Almanya, Lüksemburg, Yeni Zellanda, ABD-DOW ve ABD-EW borsaları dışındaki tüm borsalarda istatistiksel olarak anlamlı ocak ayı anomalisinin varlığını bulgulamışlardır.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Balaban (1995), Ocak 1988-Aralık 1993 dönemine ilişkin yapmış olduğu çalışmada hisse senetleri, Ocak, Haziran ve Eylül aylarında diğer aylara oranla daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür. Balaban bu durumun yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiden kaynaklandığını belirtmiştir.

Özmen (1997), Ocak 1988-Mayıs1996 tarihlerini kapsayan 101 aylık döneme ilişkin yapmış olduğu çalışmada, %29,89 ile en yüksek getiriye sağlayan ayın ocak ayı olduğu, bu ayı sırasıyla haziran ve eylül aylarının takip ettiğini, %-0,07 ile negatif getiri sağlayan tek ayın ise ekim ayı olduğunu tespit edilmiştir.

Bildik (2000), 1988-1998 yılları arasında endeksin günlük değişim oranlarını hesaplayarak, aylık bazda incelemeye tabi tutmuştur. Sonuç olarak, yılın diğer aylarından farklı olarak günlük ortalama getirilerin en yüksek olduğu ayın ocak ayı olduğu, hisse senetlerinin günlük ortalama getirisinin ocak ayında diğer ayların 4 katı, haziran ayında ise diğer aylarınkinin 3 katı düzeyinde bulunduğu, ocak ayını sırası ile haziran, eylül ve aralık aylarının izlemekte olduğu ve yıl içinde yıllık ortalama getirilerin en düşük olduğu ayın ağustos ayı olduğu bunu sırasıyla, ekim, temmuz ve mart aylarının izlediği tespit edilmiştir.

B. Kesitsel Anomaliler

1. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı Etkisi

Bir hisse senedinin F/K oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kazanca bölünmesiyle bulunmaktadır. F/K oranı etkisi; piyasada düşük F/K oranına sahip hisse

senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlamasıyla ilgilidir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Basu (1977, 1983) çalışmalarında NYSE firmaları için F/K oranı etkisini test etmiştir. Çalışmalarda hisse senetleri F/K oranı bakımından beş gruba ayrılarak F/K oranı etkisi incelenmiştir. Araştırma sonuçlarında düşük F/K oranı sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisselerden daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir. Ayrıca Basu (1983), analiz Firma büyüklüğü kontrol edilerek tekrarlandığında sonucun değişmediğini görmüştür.

Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994), NYSE ve AMEX borsalarında Nisan 1963 – Nisan 1990 dönemi için, Bourgeois ve Lussier (1994), Kanada borsasında (TSE) 1972 – 1988 dönemi için ve Patel (2000), 22 hisse senetleri piyasalarında yaptığı çalışmasında düşük F/K oranlı hisse senetlerinin 22 piyasanın 16'sında yerel endekslerden daha iyi performans gösterdiğini bulgulamışlardır.

İMKB'ye yönelik olarak çalışma yapanlardan Karan (1996); Nisan 1989 – Mart 1995 dönemine ait İMKB için yaptığı çalışmasında temel bir çalışma olan Basu'nun yöntemini izlemiştir. Bu çalışmanın sonucunda F/K oranı etkisinin İMKB içinde geçerli olduğu ve düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine uzun vadeli yatırım yapılarak yüksek F/K oranlı hisse senetlerinden daha fazla getiri elde edilebileceği sonucuna varılmıştır.

Hayırsever Baştürk'ün (2004), 01.01.1995-21.12.2000 dönemini kapsayan çalışmasında, firma büyüklüğü ve sistematik risk (beta) değerleri kontrol edildikten sonra F/K oranlarına göre oluşturulan portföylerde düşük F/K oranı lehine karar verilmesini sağlayacak belirgin bulgulara rastlanamamıştır.

Öztürkatalay'ın (2005), 1 Temmuz 1989- 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmasında, kesitsel regresyon analizinde hem ana hem de alt dönemler de pozitif K/F oranı etkisi tespit edilememiş ancak negatif K/F oranı ile aylık getiriler arasında 3 alt dönem için anlamlı bir ilişki varlığı bulunmuştur. Zaman serisi regresyon analizi sonuçlarına göre pozitif K/F oranı etkisi tespit edilememiştir.

2. Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/D) Oranı Etkisi

Piyasa değeri / Defter değeri (P/D) oranı bir şirketin hisse fiyatının hisse başına düşen özsermaye tutarına bölünmesiyle elde edilmektedir. P/D oranı etkisi; küçük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığını ifade etmektedir.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994), NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören hisse senetleri için Nisan 1963 – Nisan 1990 dönemine ait yaptıkları çalışmalarında oluşturdukları 10 portföyün 5 yıllık süre boyunca getirilerini hesaplamışlardır. Sonuç olarak P/D oranı yükseldikçe getiri azalmakta ve en yüksek P/D oranına sahip hisse senedi % 19,8 en düşük P/D oranına

sahip hisse senedi ise % 9,3 getiri sağlamakta dolayısıyla getiri farkı % 10,5 olarak oluşmaktadır.

Rouwenhorst (1999), gelişmekte olan 20 borsaya yönelik olarak 1987 – 1997 dönemini kapsayan çalışmalarında 20 piyasadan 16'sında düşük P/D oranlı hisselerin yüksek P/D oranlı hisselerden daha iyi performans sergilediklerini bulgulamıştır. Tüm piyasalar dikkate alınarak düşük P/D oranına sahip hisse getirilerinden yüksek P/D oranlıları çıkarıldığında aylık ortalama %0,93 getiri sağlanabildiği görülmektedir.

Patel (2000), 22 hisse senetleri piyasasında yaptığı çalışmada düşük P/D oranına sahip firmaların 22 piyasadan 13'ünde yerel endekslerden daha yüksek getiriler sağladığını tespit etmiştir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Karan (1996b), P/D oranı etkisini ölçmek için İMKB'ye yönelik olarak yaptığı çalışmada 1988 – 1995 döneminde yıllık bazda düşük P/D oranına sahip hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı hisselerle nazaran daha fazla getiri sağladığını tespit etmiştir.

Yıldırım'ın (2005), 1990-2002 dönemini ele alan çalışmada defter değeri-piyasa değeri (D/P) etkisi mevcut olup olmadığı özgün portföyler oluşturularak incelenmiştir. Her yılsonu yeniden oluşturulan bu portföylerin ele alınan 12 yıllık dönem sonundaki getirilerine bakıldığında, İMKB de defter değeri-piyasa değeri (D/P) etkisinin var olduğu anlaşılmıştır.

Öztürkatalay'ın (2005), 1 Temmuz 1989- 30 Haziran 2003 dönemi için yaptığı çalışmada, bu dönem için P/D oranının İMKB'de gerçekleşmediği tespit edilmiştir.

Canbaş ve Diğerleri (2008)'nin çalışmada, İMKB şirketleri için hisse senedi getirilerinde defter değeri/piyasa değeri (D/P) oranı etkisi incelenmiş ve sonuç olarak, yüksek D/P oranına sahip firmalar, düşük D/P oranlı firmalardan daha yüksek getiri sağladığı ifade edilmiştir.

C. Fiyat Anomalileri (Pricing Anomalies)

Son yıllarda menkul kıymet getirileriyle ilgili delillerin tümü, menkul kıymetlerin rasyonel olarak kamuya açıklanmış tüm mevcut bilgileri yansıtmakta olduğunu savunan geleneksel görüşle keskin bir mücadele şeklinde sunulmaktadır. Gözlemlenen anomalilerin en yaygın olanları aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (Daniel ve Diğerleri, 2005: 460);

1. Kısa dönem momentum (kısa dönem hisse senedi getirilerinde pozitif otokorelasyon -tek bir hisse veya tüm piyasa için-).

2. Uzun dönem trend dönüşümü (uzun dönem hisse senedi getirilerinde negatif otokorelasyon)

3. Finansal varlık fiyatlarının volatilitésinin nakit akışlarının volatilitésine göre aşırı yüksek olması.

4. Bazı şirket haberlerinin ilan edildiği günkü fiyat hareketinin müteakip dönemde trende dönüşmesi

5. Kar açıklamalarını müteakip kar sürprizi ile aynı yönde trend oluşması, fakat uzun vadede bu trendin tersine dönmesi.

Yukarıdaki sınıflandırma incelendiğinde, yatırımcıların piyasaya ulaşan bilgilere düşük tepki veya aşırı tepki gösterebilmekte oldukları ancak takip eden dönemde bu durumun tersine döndüğü anlaşılmaktadır. Rasyonel yatırımcılar sayesinde temel değerinden uzaklaşan menkul kıymetler er geç temel değerlerine döneceklerdir. Bu durumda yatırımcılar hiç ekstra risk almadan ters yönlü yatırım stratejileri (contrarian investment strategies) olarak ifade edilen kaybedenleri satın alarak, kazananları satarak yüksek getiriler elde edebilmektedirler.

1. Aşırı Tepki Anomalisi (Overreaction Anomaly)

De Bondt ve Thaler (1985, 1987)'a göre yatırımcılar tecrübesizliklerinden dolayı yeni haberlere eski haberlerden daha çok ilgi göstermektedirler. Yine De Bondt ve Thaler'ın yaptıkları başka bir çalışmada (1990) ise sadece tecrübesiz yatırımcılar değil aynı zamanda profesyonel yatırımcıların da yeni bilgiye eski bilgiden daha çok değer verdikleri ifade edilmektedir (Sevim, İMKB Sayı:35: 25-26). Bu durumun sonucu olarak yatırımcılar yeni haberlere aşırı tepki göstermekte, bu yeni haber etkisi ile aşırı iyimserlik ya da kötümserliğe kapılmakta, böylece, fiyatlar temel değerlerinden ya çok yükselmekte ya da çok düşmektedirler. Bu aşırı tepkiyle, aşırı yükselen ya da düşen fiyatlar sonraki dönemlerde ters yönlü hareket ederek düzelmektedirler. Yani geçmişte fiyatı çok düşen-kaybeden (artan-kazanan) hisse senetlerinin değeri gelecekte fiyatların ters hareketi ile artacak (azalacak) ve getirileri yüksek (düşük) olacaktır (Durukan, 2004: 137). Aşırı tepki anomalisinde hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye neden olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip senetlerin, yüksek değerlenmesine (değerinden fazla fiyata gelmesine) neden olmakta, takip eden yıllarda ise ortalama karın düşmesine yol açmaktadır (Barberis ve diğ., 2005: 423)

De Bondt ve Thaler (1985)'e göre; eğer hisse senedi fiyatları sistematik bir şekilde aşırı değerleniyorsa, hisse senedi getirileri, kazançlar gibi hiçbir muhasebe verisini kullanmadan, geçmiş getiri davranışlarıyla tahminlenebilir. Bu durumda iki hipotez önerilmektedir (De Bondt ve Thaler, 1985: 795);

1) Hisse senedi fiyatlarının aşırı hareketlerini, sonraki dönemde ters yönlü fiyat hareketleri izleyecektir.

2) Önceki fiyat hareketi ne kadar büyük olursa, sonraki harekette, ters yönde, o kadar büyük olacaktır.

Her iki hipotez zayıf formda piyasa etkinliğinin ihlali anlamındadır.

Dünya borsalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan; De Bondt ve Thaler (1985) NYSE'de işlem gören hisse senetlerinin aylık verilerini kullanarak Ocak 1926 ve Aralık 1982 yılları arasında kapsayan dönem için çalışma yapmışlar ve 36 aylık dönemler için

en kötü performans gösteren 35 (veya 50) hisse senedi ve en iyi performans gösteren 35 (veya 50) hisse senedinden portföyler oluşturmuşlardır. İlk 36 aylık dönemde kaybeden hisse senetleri, ikinci 36 aylık dönemde pazardan %19,6 daha fazla kazanırken; ilk dönemde kazanan hisse senedi portföyleri, ikinci dönemde pazardan %5 daha az kazanmıştır. Böylece oluşturulan iki portföy arasındaki kümülatif getiri farkı %24,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar, 36 aylık dönemde kazanan ve kaybeden hisse senetlerinin performanslarının, izleyen 36 aylık dönemde tersine döndüğünü göstermektedir. Yön değiştirmeler genellikle ocak ayında gerçekleşmekte olduğu tespit edilmiş olup, bu durumun vergi etkisinden kaynaklandığına karar verilmiştir.

ABD hisse senetleri için Howe (1986) 1963-1981 dönemi, De Bondt ve Thaler (1987) 1926-1982 dönemi ve Zarowin (1989) 1971-1981 dönemi için, Chopra, Lakonishok and Ritter (1992) NYSE’de, Alonso ve Robio (1990) İspanya borsasında, Gunaratne ve Yonesawa (1997) Tokyo borsasında, Baytaş ve Çakıcı (1999) Kanada, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa ve İtalya borsalarında, uzun vadede aşırı tepki verme hipotezini test etmişler ve bu etkinin varlığına dair bulgulara ulaşmışlardır.

Aynı zamanda uzun vadede aşırı tepki verme hipotezini test eden ve aksi yönde bulgulara ulaşan çalışmalarda bulunmaktadır. Zarowin (1989b) ve Pettengill ile Jordan (1990) Amerikan hisse senedi piyasaları için, Kryzanowski ve Zhang (1992) Kanada’nın Toronto borsası için yaptıkları çalışmalarda aşırı tepki hipotezine zıt sonuçlar elde etmişlerdir.

İMKB’ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Ülkü (2001), Ekim 1989-Eylül 2000 dönemi, İMKB-100 endeksine ilişkin aylık getirileri kullanarak yapmış ve söz konusu dönemde İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını tespit etmiştir.

Durukan (2004), İMKB’de 1988-2003 yıllarına ilişkin aylık verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, aşırı reaksiyon anomalisini destekler sonuçlara ulaşmıştır. Ayrıca bu çalışmada kaybeden portföyün getiri artışı ve fiyat dönüşümünün kazanan portföye göre daha fazla olduğunu saptamıştır. Söz konusu bu davranışın nedenini, yatırımcının kötü habere iyi habere göre daha fazla tepki verilmesi ve kaybetme korkusu ile hisse senetlerinin elden çıkarılması davranışı ile açıklamıştır.

Barak (2005) çalışmasında 1992-2004 yılları arasında düzenli olarak faaliyet gösteren ve analiz için verilerinde sorun olmayan tüm işletmeler (80 işletme) analiz edilmiştir. İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisini ölçmek amacı ile 3 ve 5’er yıllık dönemlerle, kazandıran-kaybettiren portföyler oluşturulmuş ve bu portföylerin takip eden 3. ve 5. yıldaki getiri performansı gözlemlenmiştir. Uzun dönem anormal getiri hesaplamaları ve ulaşılan bulgular İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını kanıtlamıştır. Aynı zamanda elde edilen bulgular, İMKB’de çeşitli yatırım stratejileri (uzun dönem zıtlık stratejileri) yoluyla piyasa ortalamasının üzerinde bir getiri elde etmenin mümkün olduğunu ortaya koymuştur.

Sevim, Yıldız ve Akkoç (2006) çalışmasında 29 Ocak 1988 - 31 Aralık 2002 tarihleri arasındaki dönem incelenmiştir. Yapılan ampirik çalışmanın sonuçlarına göre kazandıran

portföy piyasasının altında %50,57 oranında daha az getiri sağlarken, kaybettiren portföy piyasasının üzerinde %66,11 daha fazla getiri sağlamıştır. Bu çalışmada aşırı tepki verme hipotezinin öngördüğü işlem stratejisi izlenerek elde edilen bulgular İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın zayıf formda etkin bir piyasa olmadığı sonucunu ortaya koymuştur.

Yücel ve Taşkın (2007), Aralık 1991- Aralık 2005 dönemi için yapılan çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analizlerde tüm portföy oluşturma ve takip dönemleri için elde edilen sonuçlar aşırı tepki hipotezini destekler yönde fiyat dönüşümlerinin varlığına işaret etmekte ve bu bulgular İMKB'nin zayıf formda etkin olmadığı sonucunu vermektedir. 1 yıllık, 2 yıllık ve 3 yıllık portföy oluşturma ve takip dönemleri içinde arbitraj portföyünün, zıtlık stratejileri kullanılarak önemli kar sağlanabileceği bulunmuştur. 3 yıllık analiz dışında, kazanan portföyün getirilerinin mutlak değeri, kaybeden portföyün getirilerinden yüksek çıktığı ve bu durumun De Bont ve Thaler'in bulgularının tersi bir durum olduğu sonucuna varılmıştır.

2. Düşük Tepki Anomalisi (Underreaction Anomaly)

Chopra ve Diğerleri (1992), düşük tepkiyi, yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi şeklinde açıklamışlardır. Yatırımcıların yeni bilgiye geç tepki vermesi, geçmişte kazanan (kaybeden) hisse senetlerinin gelecekte de kazanmaya (kaybetmeye) devam etmesine neden olmaktadır. Dolayısı ile kazananların alınması ve kaybedenlerin satılması ile oluşturulacak portföy stratejisi kısa dönemde yüksek getiri sağlayacaktır (Durukan, 2004: 137). Düşük tepki bulguları, yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi ya da haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durumda, yeni haberler, fiyatlara yavaş etki ederek olumlu bir ilişki (otokorelasyon) oluşturmaktadırlar (Barberis ve Diğerleri, 2005: 423).

Pozitif kısa dönemli otokorelasyon genel olarak yetersiz tepkinin bir belirtisi şeklinde yorumlanmaktadır. Fakat bu her zaman böyle değildir; Daniel ve Diğerleri, pozitif kısa dönemli otokorelasyonun uzun süre devam eden aşırı tepkinin sonucu da görülebileceğini savunmaktadırlar (Ülkü, 2001: 120).

Dünya borsalarına yönelik olarak; Hisse senedi piyasalarında düşük tepkinin varlığı ilk kez Ball ve Brown (1968) tarafından ortaya konulmuştur. Ball ve Brown (1968) 1957-1966 yılları arasında belirledikleri kriterlere uyan 261 ABD hisse senedi üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir.

Cutler ve Diğerlerinin (1991) farklı piyasalarda, 1960-1988 dönemi için, Abarbanell ve Bernard'ın (1992) 1976-1986 dönemi için ve Chan, Jgadeesh ve Lakonishok'ın (1996) yaptıkları çalışmaları hisse senedi piyasasında kazanç momentumu (earnings momentum) olduğunu göstermektedir.

İMKB'ye yönelik olarak yapılan çalışmalardan; Ülkü (2001), Ekim 1999-Eylül 2000 dönemi için yaptığı çalışmada, hisse senetleri fiyatındaki 1 ve 2 haftalık otokorelasyonun önemsiz derecede, 3,4 ve 6 haftalık otokorelasyonun ise önemli derecede pozitif olduğunu tespit etmiştir. Yapılan çalışmada, otokorelasyonun büyüklüğü ve istatistiki anlamlılık derecesi 4 haftalık gecikme değerinde tepe noktasına ulaştığı bulgulanmıştır. Bu durum, Chan, Hameed ve Tong (2000)'un 2 ve 4 haftalık momentum stratejilerin en karlı olduğu şeklindeki bulgularıyla uyumludur.

Barak (2005) çalışmasında İMKB'de kısa dönemli düşük tepki anomalisi, şirket birleşme kararları, temettü ödeme kararları, bedelli ve bedelsiz sermaye artırım kararları temelinde araştırılmıştır. Şirket birleşme kararlarının öncesinde gözlemlenen 3 ve 4 haftalık pozitif otokorelasyon kısa dönemli düşük tepki anomalisini destekler niteliktedir. Bedelli sermaye artırım kararının, sermaye artırım tarihi (günü) dışında, hisse senedi fiyat hareketine olumlu ya da olumsuz bir etki yapmadığı görülmüştür. Temettü ödeme kararlarının hisse senedinin fiyat davranışına etkisinin analizinde temettü ödeme kararı öncesinde istatistiki olarak anlamlı düzeyde pozitif anormal getiri hareketi saptanmıştır. Temettü ödeme tarihi sonrasında ise oransal olarak çok düşük olmakla birlikte hisse senedi getirilerinde bir düşüş gözlenmiştir. Temettü ödemeleri öncesinde, kısa dönemli momentum stratejilerinden yararlanılarak ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bedelsiz sermaye artırım kararlarının hisse senetleri fiyatlarının, özellikle artırım tarihi ve öncesinde, istatistiki olarak anlamlı düzeyde pozitif anormal getiri davranışı sergilediği saptanmıştır. Buna karşın, artırım tarihi sonrasında ise, hisse senedi fiyatlarında negatif anormal getiri hareketi gözlemlenmiştir. Böylece genel olarak İMKB'de düşük tepki anomalilerinden faydalanılarak, piyasada ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

II. Araştırmanın Amacı Kapsamı ve Kısıtları

Araştırmanın Amacı; Etkin Piyasalar Teorisi'ne göre hisse senedi getirileri zamandan bağımsızdır. Ancak yapılan pek çok çalışmayla zamanın getiri üzerindeki etkisi ortaya konmuştur. Bu durum "anormali" olarak isimlendirilmektedir. Bu çalışmada İMKB'de bireysel olarak yatırımlarını yöneten yatırımcıların "anomaliler" hakkındaki düşünceleri sorgulanmaktadır.

Araştırmanın kapsamını, İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa ve Antalya olmak üzere en fazla hisse senedi yatırımcısı bulunan 5 il ile bulunduğumuz il olan Erzurum'daki bireysel hisse senedi yatırımcıları oluşturmaktadır.

Araştırmamız, 410 bireysel hisse senedi yatırımcısına yapıldığı için, elde edilen bulgular bu yatırımcılardan alınan verilerle sınırlıdır. Aynı zamanda çok karmaşık ve değişken koşullar altında bulunduğumuz dikkate alındığında yatırımcılara yönelik yapılan her araştırmada olduğu gibi bu araştırmada da zaman ve mekan yönünden kısıtlar bulunmaktadır. Araştırmanın temelinde insan unsuru olması sebebiyle, sosyal bilimlerdeki araştırmalara özgü genel kısıtlar bu araştırma için de geçerli olup, sayısal verilerin güvenilirliği, veri toplama da kullanılan anket tekniğinin özellikleriyle sınırlı bulunmaktadır.

A. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmada test edilmek istenen hipotezler şunlardır:

H₁: Hisse senetleri Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağlar.

H₂: Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar.

H₃: Hisse getirilerini hissenin Fiyat / Kazanç Oranı etkiler.

H₄: Hisse getirilerini hissenin Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı etkiler.

H₅: Kısa vadede kazanan hisseleri alarak ve kaybedenleri satarak yüksek getiri elde edilebilir.

H₆: Orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alarak ve kazananları satarak yüksek getiri elde edilebilir.

B. Araştırmanın Ana Kütle ve Örneklem Süreci

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB) 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırladığı hisse senedi yatırımcı profili araştırma verilerine göre¹; Türkiye'de hisse senetlerine yatırım yapmış olan toplam 996.015 kişi veya kurum bulunmaktadır. Bu sayının 984.518'ini (%98,85) yerli ve 4.942'sini (%0,50) yabancı bireysel hisse senedi yatırımcısı oluşturmakta iken, 6.555'ini (%0,65) kurumlar ve kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Bu çalışmada en çok yatırımcısı bulunan 5 il ve bulunduğumuz il ana kütle olarak belirlenmiştir. Bu durumda ana kütleimiz 598.147 bireysel hisse senedi yatırımcısıdır. Ana kütleimiz Türkiye'deki bireysel hisse senedi yatırımcılarının %61'ini oluşturmaktadır.

Ana kütle içerisinde örnek kütlelerin büyüklüğünün belirlenmesi amacıyla;

$$n = \frac{NPQZ^2}{(N-1)d^2 + PQZ^2}$$

formülü² kullanılarak örnek büyüklüğünün tahmini yapılacak olursa. Bu formülde;

n = Örnek kütle büyüklüğü,

N = Ana kütle hacmi,

P = Bir takım psikolojik faktörlerin hisse alım-satımını etkileme ihtimali,

Q = Bir takım psikolojik faktörlerin hisse alım-satımını etkilememe ihtimali (1-P),

Z = %(1- a) düzeyinde Z test değeri,

1) <http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.06.2009)

2) Hüseyin ÖZER, *Üniversite Öğrencilerinde Cep Telefonu Yaygınlık ve Kullanımı Araştırması*, Atatürk Üniversitesi Yayın No: 940, İİBF Yayın No: 107, Araştırma Serisi No: 91, Erzurum (2004), ss. 21-22.

a = Önem düzeyi,

d = Hata (tolerans) payı'nı göstermektedir.

Formülde P = 0.5, Q = 0.5 olarak belirlenmiş, % 5 önem düzeyinde % 5 hata payı ile ana kütle temsil edecek örnek büyüklüğü;

$$n = \frac{1.095.996(0.5)(0.5)(1.96)^2}{(1.095.996 - 1)0.05^2 + (0.5)(0.5)(1.96)^2} \cong 384$$

olarak hesaplanmıştır. Buna göre analizde kullanılacak örnek kütle büyüklüğü en az 384 olmalıdır. Çalışmada bu örnek kütle üzerinde yani 410 bireysel hisse senedi yatırımcısı alınmıştır.

C. Ön Çalışma

Araştırma için kesin anket formu hazırlanıp veri toplamasına geçilmeden önce anket sorularının anlaşılır, amaca uygun ve istatistiki olarak uygun olup olmadığını belirlemek ve eksiklikleri gidermek amacıyla öğretim üyeleri ve hisse senedi yatırımcılarıyla görüşülerek anket ile ilgili eleştirileri ve önerileri alınmıştır. Bu öneriler ve görüşler ışığında anket üzerinde çalışmalar yapılmış ve ankete son hali verilmiştir.

D. Veri Toplama Yöntem ve Aracı

Çalışmada olasılıklı örnekleme türlerinden gelişigüzel örnekleme yöntemi kullanılarak aracı kurumlar ve bankaların seans salonlarında yatırımlarını takip eden bireysel yatırımcılara hazırlanan anket uygulanmıştır. Anket çalışması 10 Eylül ile 5 Kasım 2009 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

E. Anketin Güvenilirlik ve Geçerliliği

Güvenilirlik bir ölçümün hatadan bağımsız kalma derecesini ifade etmekte olup her bir ölçüm için gereklidir. Bir ölçüm aracının güvenilirliğinin hesaplanmasında birçok yöntem kullanılmakla birlikte en yaygın olarak kullanılan yöntem içsel tutarlılık yöntemidir. Çalışmada içsel tutarlılık yöntemi kullanılarak "cronbach alfa güvenilirlik ölçütü" hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucunda cronbach alfa katsayısı; 0,72 olarak bulunmuştur. Cronbach alfa katsayısının 0,61-0,80 arasında olması anketin güvenilir olduğunu göstermektedir (Nakip, 2006: 146).

F. Verilerin Analizi**1. Demografik Özellikler****Tablo 1:** Ankete Katılan Yatırımcıların Demografik Özellikleri

Özellikler		Sayı	Yüzde	Özellikler		Sayı	Yüzde
Cinsiyet	Kadın	93	22,7	Hisse Senedi Yatırım Süresi	1 yıldan az	10	2,4
	Erkek	317	77,3		1-3 yıl	49	12
Medeni durum	Evli	301	73,4		4-6 yıl	81	19,8
	Bekar	109	26,6		7-10 yıl	94	22,9
Yaş	18-29	56	13,7		10 yıldan fazla	176	42,9
	30-39	133	32,4	Yatırımlarda Hisse Senedi Oranı	% 25'in altında	36	8,8
	40-49	142	34,6		%25-49 arasında	61	14,9
	50-59	47	11,5		% 50-74 arasında	188	45,9
	60-69	18	4,4		% 75-100 arasında	125	30,5
	70 ve üstü	14	3,4	Hisse Senedi Portföyü Yatırım Değeri	1.000 TL'den az	10	2,4
Eğitim Durumu	Okur/yazar	5	1,2		1.001-5.000 TL	35	8,5
	İlköğretim	36	8,8		5.001-10.000 TL	98	23,9
	Lise	120	29,3		10.001-50.000 TL	158	38,5
	Üniversite	203	49,5		50.001-100.000 TL	99	24,1
	Master Doktora	46	11,2		100.000 TL'den çok	10	2,4

Araştırmaya katılanların özellikleri Tablo 1'de toplu şekilde gösterildiği gibi şu şekilde sıralanabilir:

- Araştırmaya katılan toplam 410 yatırımcının 93'ü (% 22,7) kadın ve 317'si (%77,3) erkektir. Bu oran Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB) 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırladığı hisse senedi yatırımcı profili araştırma verilerine göre, Türkiye'de toplam %27 kadın ve %73 erkek yatırımcı oranına oldukça yakındır³.
- Araştırmaya katılan yatırımcıların 301'i (%73,4) evli ve 109'u (%26,6) bekarıdır.
- Araştırmaya katılan yatırımcıların 56'sı (%13,7) 18-29 yaş aralığında, 133'ü (%32,4) 30-39 yaş aralığında, 142'i (%34,6) 40-49 yaş aralığında, 47'si (%11,5) 50-59 yaş aralığında, 18'i (%4,4) 60-69 yaş aralığında ve 14'ü (%3,4) 70 yaşın üzerindedir.
- Araştırmaya katılan yatırımcıların 5'i (%1,29) okur/yazar, 36'sı (%8,8) ilköğretim mezunu, 120'si (%29,3) lise mezunu, 203'ü (%49,5) üniversite mezunu olup 46'sı (%11,2) ise master/doktora'sını yapmaktadır.

3) <http://www.tspakb.org.tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.03.2009)

- Araştırmaya katılan yatırımcıların 10'u (%2,4) 1 yıldan daha az süredir hisse senedine yatırım yaparken 49'u (%12) 1-3 yıl arasında, 81'i (%19,8) 4-6 yıl arasında, 94'ü (%22,9) 7-10 yıl arasında ve 176'sı (%42,9) 10 yıldan daha fazla bir süredir hisse senedine yatırım yapmaktadır.
- Araştırmaya katılan yatırımcıların 36'sı (%8,8) toplam portföylerinin % 25'in altında bir kısmını hisse senetlerine yatırırken 61'i (%14,9) %25-49 arasında bir kısmını, 188'i (%45,9) % 50-74 arasında bir kısmını ve 125'i (%30,5) % 75-100 arasında bir kısmını borsa yatırımı olarak değerlendirmektedir.
- Araştırmaya katılan yatırımcıların 10'u (%2,4) 1.000 TL'den az bir değerle yatırım yaparken 35'i (%8,5) 1.001-5.000 TL'lik bir değerle, 98'i (%23,9) 5.001-10.000 TL'lik bir değerle, 158'i (%38,5) 10.001-50.000 TL'lik bir değerle, 99'u (%24,1) 50.001-100.000 TL'lik bir değerle ve 10'u (%2,4) 100.000 TL'den daha fazla bir değerle yatırım yapmaktadır.

2. Hipotez Testleri

Tablo 2'de görüldüğü gibi, ankete katılan yatırımcıların % 60,7'si hisse senetlerinin Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade ederken, %13,9'u bu düşüncede olmadıklarını ve %25,4'ü ise kararsız olduklarını ifade etmektedir.

Tablo 2: Hisse senetleri Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağlar.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	12	2,9	3,55	0,93
Katılmıyorum	45	11,0		
Kararsızım	104	25,4		
Katılıyorum	203	49,5		
Tamamen Katılıyorum	46	11,2		
Toplam	410	100		

Verilen cevapların ortalaması 3,55, standart sapması ise 0,93'tür. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların çoğunluğunun hisse senetlerinin diğer aylara oranla Ocak aylarında sistematik olarak yüksek getiri sağladığı fikrinde oldukları anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan Cuma günü haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu yapılan bir çok çalışma ile saptanmıştır. 3 No'lu tabloda "Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar" ifadesine katılıp katılmadıkları sorulmuştur.

Tablo 3: Hisse senetleri Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağlar.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	19	4,6	2,74	0,88
Katılmıyorum	150	36,6		
Kararsızım	165	40,2		
Katılıyorum	53	12,9		
Tamamen Katılıyorum	15	3,7		
Toplam	402	100		

Ankete katılanların %41,2'si bu ifadeye katılmazken, %40,2'si kararsız kalmış ve %16,6'sı ise katıldığını ifade etmektedir. Verilen cevapların ortalaması 2,74, standart sapması ise 0,88'dir. Böylece ankete katılan yatırımcıların çok az bir kısmı Cuma gününün getiri açısından diğer günlerden farklı olduğunu düşünmektedir.

Hisse senetlerinin getirilerinin Fiyat / Kazanç oranı etkisine gelince; piyasada düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlamasıdır. Tablo 4'de sunulduğu gibi ankete katılan yatırımcıların %62,4'ü hisse senetlerinin getirisinin F/K oranından etkilendiğini düşünürken, %8,6'sı bu düşüncede olmadıklarını ve %29'u ise kararsız olduklarını ifade etmektedir.

Tablo 4: Hisse getirilerini hissenin Fiyat / Kazanç Oranı etkiler.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	5	1,2	3,56	0,76
Katılmıyorum	30	7,4		
Kararsızım	118	29		
Katılıyorum	232	57		
Tamamen Katılıyorum	22	5,4		
Toplam	407	100		

Verilen cevapların ortalaması 3,56, standart sapması ise 0,76'dır. Sonuçlardan ankete katılanların çoğunluğu hisse senedi getirilerinin F/K oranından etkilendiği görülmüştür.

Tablo 5: Hisse getirilerini hisselerin Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı etkiler.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	4	1	3,48	0,81
Katılmıyorum	44	10,8		
Kararsızım	137	33,7		
Katılıyorum	194	47,8		
Tamamen Katılıyorum	27	6,7		
Toplam	406	100		

Tablo 5 incelendiği takdirde; ankete katılan yatırımcıların %54,5'i küçük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade etmektedir. Ancak katılımcıların %45,5'i bu düşüncede olmadıklarını veya kararsız olduklarını ifade etmektedir. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların önemli bir kısmının P/D oranı etkisi konusunda farklı düşüncede veya kararsız oldukları anlaşılmaktadır. Verilen cevapların ortalaması 3,48, standart sapması ise 0,81'dir.

Tablo 6: Kısa vadede kazanan hisseleri alarak ve kaybedenleri satarak yüksek getiri elde edilebilir.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	2	0,5	3,55	0,83
Katılmıyorum	36	8,8		
Kararsızım	152	37,3		
Katılıyorum	169	41,5		
Tamamen Katılıyorum	48	11,8		
Toplam	407	100		

Piyasada kısa vadede bir süre iyi haberler kaydeden hisselerin fiyatları temel değerlerin çok üzerine çıkabilmekte veya tam tersi olarak bir süre kötü haberler kaydeden hisselerin fiyatları temel değerlerin çok altına inebilmektedir. Tablo 6'da görüldüğü gibi, ankete katılan yatırımcıların %53,3'ü kısa vadeli yatırımlarda kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma yönlü bir yatırım stratejisi izlemekle yüksek getiri elde edebileceği düşüncesinde iken, %37,3'ü bu konuda kararsız kalmıştır. Verilen cevapların ortalaması 3,48, standart sapması ise 0,81'dir.

Tablo 7: Orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alarak ve kazananları satarak yüksek getiri elde edilebilir.

Katılma Derecesi	Sayı	Yüzde	Ortalama	St. Sapma
Tamamen Katılmıyorum	4	1	3,75	0,78
Katılmıyorum	27	6,6		
Kararsızım	80	19,7		
Katılıyorum	250	61,4		
Tamamen Katılıyorum	46	11,3		
Toplam	407	100		

Yatırımcılar yeni haberlere aşırı tepki gösterebilmekte, yeni haber etkisi ile aşırı iyimserlik ya da kötümserliğe kapılmakta, böylece, fiyatlar temel değerlerinden ya çok yukarılara çıkmakta ya da çok aşağılara inmektedirler. Bu aşırı tepkiyle, aşırı yükselen ya da düşen fiyatlar bir sonraki dönemlerde ters yönlü hareket ederek düzeltilmektedirler. Yani geçmişte fiyatı çok düşen-kaybeden (artan-kazanan) hisse senetlerinin değeri gelecekte fiyatların ters hareketi ile artacak (azalacak) ve getirileri yüksek (düşük) olacaktır (Duruhan, 2004: 137). Bu durum orta ve uzun vade için hisse senedi yatırımcılarına sorulmuş ve cevaplar 7 no'lu tabloda verilmiştir. Tablo 7'ye göre ankete katılanların %72,7'si Orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alma ve kazananları satma şeklinde ters yönlü bir işlem stratejisi ile normalüstü getiriler elde edilebileceğini düşünmektedir. Verilen cevapların ortalaması 3,75, standart sapması ise 0,78'dir.

Sonuç

Davranışsal finans açısından piyasalarda yatırımcılar tamamen rasyonel bir şekilde davranmamakta böylece piyasalarda bazı anomaliler görülmektedir. Yapılan pek çok çalışma ile yatırımcıların rasyonel olmayan bazı davranışları sürekli olarak tekrarladıkları ve böylece bazı anomalilerin hisse senedi piyasasında sürekli olarak gözlemlenebildiği ortaya konulmuştur. Yapılan çeşitli çalışmalarla varlığı ortaya konan bazı anomaliler, Ocak ayı etkisi, Cuma günü etkisi, Fiyat / Kazanç Oranı etkisi, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı etkisi, kısa vadede kazanan hisselerin bir süre kazandırmaya devam edeceği veya kaybettirenlerin bir süre daha kaybettirmeye devam edeceği, orta ve uzun vadede kaybettirmiş hisselerin bir zaman sonra daha fazla getiri sağlayacağı veya kazanan hisseler bir zaman sonra kaybettirmeye başlayacağıdır.

İMKB'de bireysel olarak yatırımlarını yöneten yatırımcılara ulusal ve uluslararası düzeyde varlığı kanıtlanmış olan anomaliler hakkındaki düşüncelerinin sorgulandığı bu çalışmada aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

- Ankete katılan 410 bireysel yatırımcının % 60,7'si hisse senetlerinin Ocak aylarında diğer aylara göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını ifade

- ederken, %13,9'u bu düşüncede olmadıklarını ve %25,4'ü ise kararsız olduklarını,
- %41,2'si hisse senetlerinin Cuma günleri diğer günlere göre daha iyi getiri sağladığı düşüncesinde olmadıklarını belirtirken, %40,2'si kararsız kalmış ve %16,6'sı ise bu ifadeye katıldığını,
 - %62,4'ü hisse senetlerinin getirisinin F/K oranından etkilendiğini düşünürken, %8,6'sı bu düşüncede olmadıklarını ve %29'u ise kararsız olduklarını, ifade etmişlerdir.
 - Ankete katılan yatırımcıların %54,5'i küçük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığı düşüncesine sahip olduklarını, ancak katılımcıların %45,5'i bu düşüncede olmadıklarını veya kararsız olduklarını belirtmişlerdir. Bu sonuçlardan ankete katılan yatırımcıların önemli bir kısmının P/D oranı etkisi konusunda farklı düşüncede veya kararsız oldukları anlaşılmaktadır.
 - Bu yatırımcıların %53,3'ü kısa vadeli yatırımlarda kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma yönlü bir yatırım stratejisi izlemekle yüksek getiri elde edilebileceği düşüncesinde iken, %37,3'ü bu konuda kararsız kalmıştır.
 - Katılımcıların %72,7'si orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alma ve kazananları satma şeklinde ters yönlü bir işlem stratejisi ile normalüstü getiriler elde edilebileceğini düşünmektedir.

Kaynakça

- Aybar, C.B. (1993). "Day of the Week Anomaly; A Contrary Evidence from Istanbul Stock Exchange", *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 22(1) Nisan, ss. 157-168.
- Aydoğan, Kürşat (1994). "Hisse Senedi Fiyatlamasında Aykırılıklar", *İşletme ve Finans*, 9(100) Temmuz, ss. 83-89.
- Balaban, Ercan (1995a). *Informational Efficiency of The Istanbul Securities Exchange and Some Rationale for Public Regulation*, The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper no:9502.
- Balaban, Ercan (1995b). *Some Empirics of The Turkish Stock Market*, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper no: 9508.
- Barak, Osman (2008). *Davranışsal Finans -Teori ve Uygulama-*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Barberis, Nicholas; Andrei Shleifer and Robert Vishny (1998). "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Include, Edited: By Richard H. Thaler, Advances In Behavioral Finance Vol. II Rusell Sage Foundation, Princeton University Press, New York (2005), ss. 423-259.

Barone, E. (1989). "The Italian Stock Market; Efficiency and Calendar Anomalies", SSRN Electronic Library ID-512503.

Basu, Senjoy (1977). "Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratios ; A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, Vol. 32, ss. 663-682.

Bildik, Recep (2000). *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, İstanbul: İMKB Yayını.

Bildik, Recep (2004). "Are Calendar Anomalies Still Alive?; Evidence from Istanbul Stock Exchange", SSRN Electronic Library ID-598904.

Canbaş, Serpil; Serkan Yılmaz Kandır ve Ahmet Erişmiş (2008). "İMKB Şirketlerinde Büyüklük ve Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisinin Analizi", *İMKB Dergisi*, 10(39), ss. 1-18.

Daniel, Kent; David Hirshleifer and Avanidhar Subrahmanyam (1998). "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *Journal of Finance*, Vol. 53, Included, Edited: by Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Vol. II, Russell Sage Foundation, New York: Princeton University Press (2005), ss. 460-501.

De Bondt, Werner and Richard Thaler (1985). "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40, ss. 793-805.

Demirer, Rıza and Mehmet B. Karan (2002). "An Investigation of the Day of the Week Effect on Stock Returns in Turkey", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 38, ss. 47-77.

Durukan, Banu (2004). "Aşırı Tepki Hipotezi; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar", *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Üniversitesi Sempozyum Kitabı*, İstanbul.

Fama, Eugene (1965). "The Behaviour of Stock Market Prices", *Journal of Business*, Vol. 38, ss.34-105.

Fama, Eugene (1970). "Efficient Capital Markets; A Review Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25(2), ss.383-417.

Fama, Eugene (1991). "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, 46(5), ss.1575-1617.

Fama, Eugene (1998). "Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, 49(3), ss. 283-306.

<http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=87> (Erişim Tarihi: 01.03.2009)

Jaffe, J. and R. Westerfield (1985). "Patterns in Japanese Common Stock Returns; Day of the Week and Turn of the Year Effects", *Journal of Financial Quantitative Analysis*.
<http://calendareffects.behaviouralfinance.net/weekend-effect/>

Karan, Mehmet B. (1996). "Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat/ Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *İşletme- Finans Dergisi*, 11(119), ss. 105-127.

Karan, Mehmet B. (1994). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Hafta Sonu Etkisi", *Yaklaşım*, Sayı: 20, ss. 99-109.

Karan, Mehmet B. ve A. Uygur (2001). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 56, ss. 103-116.

Karan, Mehmet Baha (2001). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 1(2), ss. 280-281.

Lakonishok, J. and S. Smidt (1988). "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", *Review of Financial Studies*, Vol. 1, ss. 403-425.

Lakonishok, Josef; A. Schleifer and R.W.Vishny (1994). "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", *Journal of Finance*, 49(5), ss. 1541-1578.

Muradoğlu, Gülnur ve T. OKTAY (1993). "Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Etkinlik; Takvim Anomalileri", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), ss. 51-62.

Nakip, Mahir (2006). *Pazarlama Araştırmaları Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar* (Genişletilmiş 2. Baskı). Ankara: Seçkin Yayınevi.

Özer, Hüseyin (2004). *Üniversite Öğrencilerinde Cep Telefonu Yaygınlık ve Kullanımı Araştırması*, Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayın No 940, İİBF Yayın No 107, Araştırma Serisi No 91.

Özmen, Tahsin (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No.61.

Öztürkatalay, Volkan (2005). *Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB'ye Yönelik Bir Araştırma*, İstanbul: İMKB Yayınları.

Patel, Sandeep A. (2000). "Characterstics-Based Premia in Emerging Markets; Sector-Neutrality, Cycles and Cross-Market Correlation", *Security Market Imperfections in World Wide Equity Markets*, Edited by KEIM, Donald B. and Ziemba, William T., Cambridge University Press.

Pompian, Michael M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Rodriguez, Javier (2002). "Essays In Behavioral Finance", A Dissertation Presented to the Faculty of The C. T. Bauer College of Business University of Houston, In Partial Fulfilment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy.

Rouwenhorst, Geert K. (1999). "Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets", *Journal of Finance*, Vol. 54, ss. 1439 – 1464.

Sevim, Şerafettin; Birol YILDIZ ve Soner AKKOÇ: "Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve İMKB Üzerine Amprik Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, Cilt 9 Say 35, ss. 23-40.

Solnik, B. and L. Bousquet (1990). "Day of the Week Effect on the Paris Bourse", *Journal of Banking & Finance*, Vol 14, ss. 461-468.

Tunçel, Ahmet Kamil (2007). "İMKB’de Haftanın Günü Etkisi", *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 13, ss. 252-265.

Ülkü, Numan (2001). "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı", *İMKB Dergisi*, 5(17), ss. 101-132.

Wong, K. A.; T. K. Hui and C.Y. Chan (1992). "Day-of-the-Week Effects; Evidence from Developing Stock Markets", *Applied Financial Economics*, Vol. 2, ss. 49-56.

Yıldırım, Nuri: "Firma Büyüklüğü ve Defter Değeri-Piyasa Değeri Etkileri; İMKB Örneği", *İMKB Dergisi*, 8 (31), ss. 1-18.