

İMKB'de İHMAL EDİLMİŞ HİSSE SENEDİ ETKİSİ

Mehmet Baha KARAN

(Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, 06532, Ankara)

Özet:

İhmal edilmiş hisse senedi etkisi, uzmanların izlemediği senetlerin yakından izlenen senetlere göre daha yüksek performans sağladığını öne sürmektedir. Bu çalışmada, ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin İMKB'de olup olmadığı araştırılmıştır. 1996-1998 döneminde aylık verilere göre popüler, normal ve ihmal edilmiş olarak sınıflandırılan hisse senetlerinin sistematik riskleri, firma büyüklükleri ve anormal getirileri hesaplanmıştır. İhmal edilmiş hisse senetlerinin sistematik risklerinin diğer gruplardan daha az olduğu, anormal getirilerinin ise normal ve popüler senetlerden fazla olduğu da belirlenmiştir. Ayrıca ihmal edilen senetlerin genellikle küçük, popüler senetlerin ise büyük piyasa değerine sahip hisse senetlerinden oluşmasına rağmen, İMKB'de de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden daha güçlü bir anomali olduğu, ve ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden büyük ölçüde bağımsız olduğu görülmüştür.

Abstract:

Neglected Firm Effect in İstanbul Stock Exchange

The "neglected-firm effect" suggests that securities that analysts ignore offer higher returns than securities that they follow and scrutinize heavily. This study aims to research neglected firm effect in İstanbul Stock Exchange. Firms were classified according to their degree of neglect and divided in three groups, as popular, normal and neglected by using monthly data. It was found that while the systematic risks of neglected firms are more than the other groups' systematic risks, abnormal returns of them are less. It was also revealed that neglected securities of

Anahtar Sözcükler: İhmal Edilmiş Hisse Senedi, Firma Büyüklüğü Etkisi, Piyasa Etkinliği, Türkiye

Keywords: Neglected Common Stock, Size Effect, Market Efficiency, Turkey

ISE are generally small capitalized firms, but neglected firm effect is nearly independent of the small firm effect.

Giriş:

CAPM ve Etkin piyasalar Hipotezine dayanarak yapılan çeşitli çalışmalarda finansal piyasalarda "fiyat/kazanç, "küçük firma", "haftasonu" ve "nakit temettü" etkilerinin yanı sıra "ihmal edilmiş firma" etkisinin varlığı da uzun zamandır öne sürülmektedir. Bu çalışmalarda yatırımcı ve uzmanlar tarafından ihmal edilerek, daha az tavsiye edilen ve daha az işlem gören hisse senetlerinin diğer senetlerden daha yüksek bir performans gösterdiği belirlenmiştir. İhmal edilmiş hisse senetleri ile ilgili ilk çalışmalarda (Bauman 1964 ve Bauman 1965) popüler olmayan hisse senetlerinin popüler senetlerden daha yüksek performans gösterdiklerini ortaya koyan sonuçlar elde edilmiş ve bu anomalinin varlığı özellikle etkin piyasalar hipotezinin gelişmesi ile 1980'lerin başlarından itibaren daha çok araştırılmaya başlanmıştır. Arbel ve Strebel(1982), Arbel ve Strebel(1983) ile Arbel, Carvell ve Strebel (1983) yaptıkları çalışmalarda genellikle küçük ve orta büyüklükteki firmaların uzmanlar tarafından gözden kaçırıldığını ya da kısıtlı bilgiler nedeniyle yeterince incelenmediğini belirterek bu firmaların daha sonraki tarihlerde yatırımcılarına büyük piyasa değerine sahip ve popüler şirketlere göre bir kazanç primi sağladıklarını belirlemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre, 10 yıllık bir dönem boyunca S&P endeksindeki hisse senetlerinden uzmanların daha az ilgisini çeken senetler yatırımcılarına ortalama yıllık %16 getiri sağlarken, yakından izlenen hisse senetleri ancak ortalama %9 getiri sağlamışlardır. Diğer taraftan hisse senetleri tesadüfi olarak seçilerek, o senetlere sahip kurum sayısına göre sınıflandırma yapılması durumunda ise, yalnız bir portföyde ya da hiç portföylere girmeyen senetlerin, kurumların ellerinde çok fazla buldukları senetlere göre iki kat daha fazla getiri sağladıkları görülmüştür. Diğer taraftan ihmal edilmiş hisse senetlerinin getirilerinin büyük ve önemli şirketlerin hisse senetlerine göre çok daha oynak olmasına rağmen, ancak sahip oldukları risklerinin üstün performanslarının avantajını ortadan kaldırmadığı saptanmıştır.

Peterson, Peterson ve Ang(1986) ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığına işaret etmişler ancak bu etkinin istatistiksel olarak çok anlamlı olmadığını belirtmişlerdir. Dowe ve Baum(1986) firma büyüklüğü etkisinin ihmal edilmiş hisse senedi etkisinden daha önemli olduğunu belirtirken, Carvell ve Strebel(1987) ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden daha güçlü bir anomali olduğunu, ve ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden büyük ölçüde bağımsız olduğunu öne

sürmüşlerdir. Merton(1987) ihmal edilmiş hisse senedi etkisini yetersiz bilginin olduğu bir dünyadaki denge fiyatlamaya modeline bağlayarak, hem firma büyüklüğü etkisinin hem de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin uzmanların peşin hükümlerinden kaynaklandığını belirtmiş, Dowen(1989) de bu görüşleri desteklemiştir. Bu konuda son yıllarda yapılan çalışmalarda(Beard ve Sias,1997) 1980'lerden itibaren ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin ortadan kalktığını, bu durumun büyük ölçüde yatırımcıların geçmişte bu etkiden yararlanmasından kaynaklandığını ortaya koymuşlardır.

Gelişmekte olan bir borsa olan İMKB'na yönelik çeşitli çalışmalar Karan(1996), Aydoğan(1994), bu piyasanın etkin olmadığına işaret ederek herhangi bir temel göstergenin ya da zaman serilerine dayanan bir yöntemle dayanılarak normalin üzerinde getiri elde edilebileceğine işaret etmişlerdir. Bu çalışmada da İMKB'da ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin değerlendirilecek ve bu etkinin varlığı 1996-1998 döneminde araştırılacaktır. Ayrıca firma büyüklüğü etkisi de ölçülerek ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin bu etkiden bağımsız olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Hipotez:

Gelişmekte olan borsalar arasında önemli bir konuma sahip olan İMKB'de, olduğu gibi, uluslararası piyasalarda da kurumsal yatırımcılar ağırlıklı bir yer tutmaktadırlar. Bu kurumların uzmanları ve portföy yöneticileri yüksek likiditeye sahip, hakkında yeterli bilgiye sahip oldukları ve belirli büyüklüğe sahip firmaları yatırımlarında tercih etmektedir. Bu tür kuruluşlar ihtiyatlı bir yatırım politikası oluşturduklarından, genellikle küçük firmaları daha riskli olarak değerlendirmektedir. Ayrıca küçük firmaların temetü ödemeleri de çok yetersiz olmaktadır. Bu nedenle kurumsal yatırımcılar pazarı bölümlere ayırmak eğiliminde olmakta ve bir çok firmayı yatırım yapabilecekleri firmaların dışında olarak kabul etmekte ve dolayısı ile onlar hakkında yeterli bilgi de toplamamaktadırlar. Bu durum bazı hisse senetlerin ihmal edilmesine yol açmaktadır. Yapılan çalışmalarda ihmal edilmiş hisse senetleri, genellikle uzmanlar tarafından yeterince izlenmeyen ve dolayısıyla kurumsal yatırımcılar tarafından daha az yatırım yapılan hisse senetleri olarak belirtilmektedir. Bu tür hisse senetlerin genellikle küçük veya orta büyüklükteki firmaların senetleri olduğu konusunda literatürde bir çok çalışma vardır. Bu firmaların daha sonra yüksek getiri sağladığı ve literatürdeki ismi ile "ihmal edilmiş hisse senedi" etkisi oluşturduğu belirtilmektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre önceden oluşturulmuş bir yatırım stratejisine dayanarak normalin üzerinde getiri elde etmek mümkün değildir. Herhangi bir yöntemle

dayanılarak böyle bir getiri elde edildiğinde, bir pazar anomalisi elde edilmektedir.

Teorik olarak bir piyasada tüketiciler bir malın kalitesi ve o mal ile ilgili belirli bilgilere karşılık para ödemektedir. Tüketiciler düşük kaliteli bilgilere sahip oldukları ürünlerden karşılaşacakları belirsizlikleri veya ek bilgi alma giderini ortadan kaldırmak için iskonto talep edeceklerdir. İhmal edilmiş hisse senedi etkisi de finansal piyasalarda aynı düşünce kalıpları içinde çalışmaktadır. Bir hisse senedi ile ilgili daha yüksek kalitedeki bilgiler onun alış fiyatını yükseltmekte ve dolayısı ile ihmal edilmiş hisse senetlerine göre getirisini azaltmaktadır. Arbel, Carvell ve Strebel(1983) bilgi kalitesi faktörünün normal risk ölçütleri ile açıklanamadığı, daha teknik terimlerle, ihmal edilmiş hisse senetlerinin yüksek getirisinin Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinin açıklayamadığı bilgi eksikliği priminden kaynaklandığını iddia etmişlerdir.

Etkin olmayan fiyatlama sürecinden kaynaklanan nedenlerle pazarın ihmal edilmiş kısmı, bilgi yetersizliği priminin üstünde veya altında, normalin üzerinde getiri sağlayabilecektir. Böylece bilgi yetersizliğinden dolayı bazı hisse senetleri ucuz olurken, bazıları da pahalı olacaktır. Kurumsal yatırımcılara bazı firmalara yatırım yapmalarını daha pahalı hale getiren faktörler pazarda kurumları ve yatırımcıları ayıran bir tür engel oluşturmaktadır. Süphesiz bilgi eksikliği primini nedeniyle ihmal edilmiş hisse senedinin getirisi oluşan pazar engelinin maliyetinin üzerindeyse, kurumsal yatırımcılar bu tür senetlere yatırım yapabileceklerdir. Bunun sonucunda fiyat dengeye girerek bir süre yüksek getiri sağlamayacaktır. Arbel, Carvell ve Strebel(1983) tüm pazar engellerinin getiri ile açıklanması mümkün olmadığını ileri sürmüştür. Onlara göre yatırımcıların temkinli yatırım politikaları da pazar engellerini artırmaktadır. Finansal yöneticilerin verdikleri kararlar onların kendilerini koruma içgüdüleri ile sınırlandırılmıştır. Kurumlarının pazar değerini maksimize etmekten başka amaçları da olabilen bu yöneticiler, daha emin yatırım yapma amacı ile ihmal edilmiş hisse senetleri pazar bölümünün vaadettiği imkanlara yüz çevirebileceklerdir.

Yukarıda belirtilen faktörlerin hemen hemen hepsi yatırımcılara normalin üzerinde getiri elde etmek olanağını sağlayabilmektedir. Gerek bireysel yatırımcılar gerekse ihmal edilmiş hisse senedi grubuna yatırım yapabilecek kurumsal yatırımcılar bu durumdan yararlanarak pazarın üzerinde getiri sağlayabileceklerdir.

İhmal edilmiş hisse senetleri anomalisini pazar arz ve talebi kavramları ile açıklamaya çalışan Miller(1989), popüler hisse senetleri hakkında bilgilerin fazla olması ve buna bağlı olarak daha fazla yatırımcının ilgilenmesi nedeniyle talep eğrilerinin yukarıya doğru kayacağını belirtmiştir. Bu nedenle popüler hisse senetlerinin fiyatları artarken, ihmal edilmiş hisse senetleri hakkında piyasaya yeterince bilgi akmadığından, fiyatları düşmekte ve yatırımcılar için normalin üzerinde getiri elde etme olanağı ortaya çıkmaktadır.

İhmal edilmiş hisse senedinin tanımı konusunda Standard & Poor's'un raporlarına göre üç değişik ölçüt sözkonusudur(Arbel, 1985):

1. Hisse senedine sahip olan finansal kurum sayısı
2. Finansal kurumlar tarafından firmanın piyasadaki hisse senetlerine sahip olma yüzde oranı
3. Kurumsal ilginin ağırlıklı ölçütü olarak kabul edilen (1) ile (2)'nin çarpımı.

Bir hisse senedine olan kurumsal sahipliliğin, firmanın finansal uzman ve tahmincilerden temin ettiği ilgi ile yüksek düzeyde bir korelasyona sahip olduğu bir çok çalışma tarafından ortaya konulmuştur. Bu nedenle bu konuda yapılan çalışmaların çoğunda ihmal edilmişlik ölçütü çoğunlukla o hisse senedini takip eden uzman sayısına dayanmıştır.

Ancak bu çalışmada ihmal edilmişlik ya da popüler hisse senedi olma ölçütü o hisse senedinin borsa aracı kurumları tarafından ortalama işlem yapılma sayısına dayandırılmıştır. Diğer gelişmekte olan borsalar gibi, İMKB'de aşırı spekülasyon olması ve yatırımcıların hisse senedi değiştirme hızlarının çok yüksek olması böyle bir sınıflandırma yapmamızı desteklemektedir. Yüksek düzeyde işlem yapılan hisse senetleri doğal olarak finansal kurumlar tarafından daha fazla sahip olunacağı için popüler hisse senedi olarak kabul edilirken, göreceli olarak az işlem gören hisse senetleri ihmal edilmiş hisse senetleri olarak kabul edilmiştir. Bu iki grup arasında kalan ve orta düzeyde işlem gören hisse senetleri de normal senetler olarak adlandırılmıştır.

Veriler:

Bu çalışma ile ilgili tüm veriler İMKB'den sağlanmış olup Ocak 1996-Aralık 1998 dönemini kapsamaktadır. İhmal edilmiş ya da popüler senetlerin seçimi tamamiyle İMKB aracı kurumlarının o hisse senedi ile ilgili olarak yaptığı ortalama işlem miktarına dayandırılmıştır. Bu amaçla, İMKB'de en

fazla işlem yapan ve aylık işlemlerin yaklaşık % 33'ünü sağlayan 10 aracı kurumun yaptığı tüm işlemler incelenmiş ve aylık alış ve satış ortalamaları açısından tüm senetler sınıflandırılmıştır. Ortalama işlem miktarı her bir aracı kurumun yapmış olduğu alım ve satım kontratlarının ortalaması olarak tanımlanmıştır. Aylık periyodlar itibari ile, en az işlem gören 20 hisse senedi ihmal edilmiş, yine en fazla işlem gören 20 hisse senedi popüler ve bu gruplar arasında kalan rasgele seçilen 20 hisse senedi de orta düzeyde işlem gören(normal) hisse senedi olarak seçilmiştir. Seçilen tüm senetlerin yararlanılan tarihten önce asgari 36 ay borsada işlem görmüş ve bu dönem içinde kesintisiz olarak borsada kalmış olması gerekmektedir.

Her ay 20'şer tane ihmal edilmiş, normal ve popüler hisse senedi seçilmiştir. Bu senetlerin seçildikleri tarihten bir ay sonraki performansları incelenmiş ve özellikle ihmal edilmiş senetlere yatırım yapan yatırımcıların diğer gruplardan daha fazla getiri elde edemedikleri araştırılmıştır. Bu kapsam itibari ile her ay 60 hisse senedi olmak üzere 1996-1998 dönemindeki 36 ay boyunca toplam 2160 hisse senedi incelenmiştir. Bu senetlerin her birinin 36 aylık geçmiş verilerinden yararlanılarak betaları hesap edilmiştir. Beta hesaplamalarında 3 yıllık verilerden faydalanmasının iki nedeni vardır. Bunlardan birincisi, bir çok hisse senedinin borsaya yeni girmiş olması nedeniyle, geriye yönelik verisi olan çok sayıda firma bulma zorluğudur. Diğer nedeni ise, Bloomberg gibi bazı uluslararası finansal analiz firmalarının da beta hesaplamalarında 3 yıllık verilerden yararlanmalarınıdır. Risksiz getiri oranı olarak 6 aylık hazine bonosunun aylık getirisi hesaplanarak kullanılmıştır

Bu çalışmada ayrıca ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğünden kaynaklanıp kaynaklanmadığı araştırılmıştır. Bu nedenle izlenen tüm senetlerin buldukları tarih itibari ile firma büyüklükleri hesaplanmıştır. Firma büyüklükleri hisse senedi sayısı ile hisse senedi pazar fiyatının çarpılması sonucunda bulunmuştur. Elde edilen sayılar daha sonra dolar değerine çevrilerek incelenilen 3 yıl boyunca ortaya çıkan enflasyon etkisinden arındırılmaya çalışılmıştır. Firma büyüklüğüne ilişkin veriler logaritmaları alınarak araştırma modelinde kullanılmıştır. Bunun nedeni, logaritma veri rakamlarını normalize ederek verilerden kaynaklanan hataları da minimuma indirmektedir.

Araştırma Modeli:

Bu çalışmada öncelikle İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedinin varlığı, ihmal edilmiş, normal ve popüler olarak sınıflandırılmış hisse senetlerinin bir dönem sonraki performansları ölçülerek tartışılacaktır. Bu aşamada sözleşme

sayısına göre gruplandırılan hisse senetlerinin performansı dönemsel getiri veya risksiz oranın üzerinde artık getiri olarak hesap edilerek grupların birbirinden farklılığı değerlendirilecektir. Daha sonra getiriler Peterson, Peterson ve Ang(1986) tarafından kullanılan yaklaşımla sistematik riske göre düzeltilerek anormal getirilerin büyüklüğü üzerinde durulacak ve ihmal edilmiş hisse senetlerinin sistematik riski de dikkate alındığında diğer gruplardan farklı performans gösterip göstermedikleri incelenecektir.

Tablo(1)'de 3 grup hisse senedinin ortalama aylık verileri değerlendirilmiştir. İzlenebileceği gibi, ihmal edilmiş hisse senetlerinin aylık ortalaması 271 adet işlem iken, görürken, popüler hisse senetleri 9427 adet işlem görmektedir. Buna karşılık ihmal edilmiş senetlerin ortalama pazar değerleri popüler senetlere göre oldukça küçük olup, orta düzeyde işlem gören hisse senetleri bu iki değer arasında bir yerde bulunmaktadır. Bu grupların getirisi ise ilk bakışta Arbel ve Stabel(1983)'in ortaya koydukları gibi bir ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığı konusunda bazı ipuçları vermektedir. Diğer taraftan beta rakamları beklentimizin aksine ihmal edilmiş hisse senetlerinde ortalama olarak daha düşükken, popüler senetlerde daha yüksektir.

Tablo 1:
Hisse Senedi Gruplarının Aylık Getiri ve Risk Bilgileri

	İhmal Edilmiş Hisse Senetler	Orta Düzeyde İşlem Gören Hisse Senetleri(Normal)	Popüler Hisse Senetleri
Ortalama Aylık İşlem Miktarları	271	1434	9427
Ortalama Getiri	0.0779	0.0729	0.0619
Ortalama Pazar Değeri	55.9 Milyon Dolar	121.4 Milyon Dolar	717.9 Milyon Dolar
Ortalama Beta	0.676	0.923	1.025

Bu bulguları daha yakından incelemek amacı ile çalışmamız ekonometrik modeller ve istatistiksel testlerle desteklenmiştir. Çalışmada öncelikle hisse senedinin pazardaki tercih edilme, diğer bir ifade ile ortalama sözleşme sayısı ile, beta ve firma büyüklüğü arasında bir ilişki aranmıştır. Böylece daha önceki bir çok çalışmada görüldüğü gibi ihmal edilmiş hisse senetlerinin aynı zamanda küçük piyasa değerine sahip hisse senetlerinden oluşup oluşmadığı araştırılacaktır.

$$Söz_t = \gamma_1 \beta_1 + \gamma_2 LBüy_t$$

$$Söz_t = \text{Ortalama sözleşme sayısı}$$

$$\beta_1 = \text{Beta}$$

$$LBüy_t = \text{Firma Büyüklüğü(Log)}$$

Tablo 2:
Sözleşme Sayısı, Beta ve Firma Büyüklüğü İlişkilerini
Gösteren Ekonometrik Modelin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	t-stat	p value
Beta	407.9984	2.2525	0.0244
Firma Büyüklüğü	2164.633	22.8256	0.0000

Tablo 2'den izlenebileceği gibi, sözleşme sayısı ile beta ve firma büyüklüğünün pozitif yönde anlamlı bir ilişkisi mevcuttur. Buna göre beta değeri arttıkça hisse senetlerinin işlem görme sıklığı da artmaktadır. İhmal edilmiş firmalar çoğunlukla piyasa değeri küçük firmalardan oluşmaktadır. Buna karşılık, beta değeri ile işlem görme sıklığı arasında pozitif yönde bir ilişkinin olması, İMKB'de popüler ve büyük firmaların beklentimizin tersine daha yüksek bir sistematik riske sahip olduğu anlaşılmaktadır. Bu konuda uluslararası borsalarda yapılan araştırmalarda genellikle küçük firmaların daha yüksek, büyük firmaların ise daha düşük betaya sahip oldukları yönünde bulgular mevcuttur. İMKB'deki bu durumun borsanın genel olarak yüksek risk içermesinden ve popüler hisse senetlerine yönelik çok yüksek spekülasyondan kaynaklandığı düşünülmektedir.

İMKB'deki hisse senetlerine yönelik ilgi ile getiri ve firma büyüklüğü etkilerini daha iyi bir şekilde belirleyebilmek amacı ile, daha önce yaptığımız sınıflandırmaya ilave olarak yeni bir sınıflandırma yapılmıştır. Daha önce ihmal, normal ve popüler olarak üç ayrı gruba ayırdığımız hisse senetleri tekrar kendi içinde firma piyasa değeri açısından yeniden bir sınıflandırmaya tabi tutulmuşlardır. Firma değeri 100 Milyon Dolardan fazla olan firmalar kendi içinde büyük, 100-50 Milyon Dolar olan firmalar orta ve 50 Milyon dolardan az olan firmalar küçük olarak belirlenmiştir. Böylece her bir grubun yapısı daha iyi değerlendirilebilecektir. Ayrıca her bir grubun ortalama getirileri ile risksiz oranın üzerindeki artık getirileri hesaplanmıştır.

Tablo 3:
Sözleşme Sayısına Göre Sınıflandırılmış Hisse Senetlerinin
Alt Gruplarının Performansları

		Küçük	Orta	Büyük	ORTALAMA
<i>İhmal</i>	Firma Sayısı	494	126	103	720
	Getiri	5.39	7.32	6.15	0.0779
	Artık Getiri	-1.83	-0.16	-0.93	0.6181
<i>Normal</i>	Firma Sayısı	359	154	210	720
	Getiri	8.21	6.30	6.40	0.0729
	Artık Getiri	1.02	-0.85	-0.73	0.1141
<i>Popüler</i>	Firma Sayısı	134	110	479	720
	Getiri	8.20	8.21	5.27	0.0619
	Artık Getiri	1.01	0.93	-1.67	-0.9803

Tablo 3'deki sonuçlar genel olarak ihmal edilmiş hisse senetleri küçük firmalardan oluşmakta olduğunu ve kalan yaklaşık %30'un orta ve büyük firmalardan oluştuğunu göstermektedir. Diğer taraftan popüler firmalar da büyük firmalardan oluşmuş olup, ancak belirli oranda orta ve küçük firmalar vardır. Ancak grupların hiçbiri yalnız büyük ya da küçük senetlerden oluşmamaktadır. Her bir grubun getirileri ayrı ayrı incelendiğinde, özellikle ihmal edilmiş firmaların artık getirilerinin genel olarak normal ve popüler gruptan daha yüksek olmasına rağmen ara gruplarda bu üstünlük gözlenmemektedir

Elde edilen ilk bulgulara göre ihmal edilmiş senetlerde sistematik riskin beklentinin aksine düşük, popüler senetlerde yüksek olması, getirilerin sistematik riske göre düzeltildiğinde, ihmal edilmiş hisse senedinin varlığının söz konusu olabileceği yönünde bazı ipuçları vermiştir.

Çalışmanın bu aşamasında getiriler sistematik riske göre düzelterek İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığı araştırılmıştır. Bu şekilde İMKB'deki şirketlerin sözleşme sayılarına göre oluşturulacak bir portföyün bir dönem sonra normalin üzerinde bir getiri elde edip edemeyeceği araştırılacaktır. Bu amaçla aşağıdaki modelden yararlanılmıştır;

$$AR_{it} = R_{it} - RF_{it} - ((R_{mt} - RF_{it}) \beta_{it})$$

$$AR_{it} = t \text{ Dönemindeki Aylık Anormal Getiri}$$

$$R_{it} = \text{Hisse Senedinin Aylık Getirisi}$$

$$R_{mt} = \text{İMKB endeksinin aylık beklenen getirisi}$$

$$RF_{it} = \text{Risksiz Oran}$$

$$\beta_{it} = \text{Beta}$$

Buna göre yıllar itibari ile yıllık getiriler, anormal getiriler ve şirketlerin pazar değerleri ile ilgili bilgiler Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4:
Yıllar İtibari ile Aylık Ortalama Getiriler ve Anormal Getiriler

Yıl	Gözlem Sayısı	Getiri	Anormal Getiri
1996	720	12.31	0.86
1997	720	8.20	0.41
1998	720	0.75	-0.74

Yıllar itibari ile ihmal edilmiş, normal ve popüler hisse senetlerinin getirileri de Tablo 5'de verilmiştir. Tablodan izlenebileceği gibi, üç yıl boyunca her yıl ihmal edilmiş hisse senetleri diğer gruplara göre yüksek anormal getiri sağlarken, en kötü performansı popüler hisse senetleri göstermektedir.

Tablo 5:
Yıllar İtibari ile İhmal Edilmiş, Normal ve Popüler Hisse Senetlerinin Aylık Ortalama Anormal Getirileri

Yıllar	İhmal	Normal	Popüler
1996	5.51	1.67	-4.60
1997	6.93	-0.93	-5.07
1998	5.14	1.61	-8.99

Anormal getiriler ile sözleşme sayıları ve firma büyüklüklerinin etkilerini değerlendirebilmek amacı ile aşağıdaki regresyon modelleri kurulmuştur;

$$AR_{it} = a_1 + a_2 LBüy_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$AR_{it} = b_1 + b_2 Sözü_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$AR_{it} = c_1 + c_2 LBüy_{it} + c_3 Sözü_{it} + u_{it} \quad (3)$$

$Söz_{it}$ = Ortalama sözleşme sayısı

$LBüy_{it}$ = Firma Büyüklüğü (Log)

u_{it} = Hata terimi

Birinci modelde anormal getiri ile firma büyüklüğü arasında bir ilişki aranırken ikinci modelde anormal getiri ile hisse senedinin popülüritesi (sözleşme sayısı) araştırılmıştır. Üçüncü modelde ise iki değişken bir arada değerlendirmeye alınmıştır. Hazırlanan modellerde önce ayrı ayrı yıllar, daha sonra ise tüm yıllar bir arada değerlendirilecektir.

Tablo 6:
Anormal Getirilerle Firma Büyüklüğü Arasındaki İlişkileri Gösteren
Ekonometrik Modelin Sonuçları

Yıllar	Sabit	LBüy	R ²	F
1996	9.5159 (3.7981)*	-4.9345 (-3.7346)*	0.019	13.947
1997	8.2695 (3.8065)*	-4.1577 (-3.9101)*	0.021	15.289
1998	8.1433 (3.8420)*	-5.0513 (-4.6555)*	0.029	21.674
1996-1998	2.1385 (1.6272)	-1.0910 (-1.6314)	0.001	2.665

*%1 düzeyinde anlamlı

Birinci model sonuçlarına göre (Tablo 6) 1996, 1997 ve 1998 yıllarında anormal getirilerle firma büyüklüğü arasında ters yönde anlamlı ilişkiler olduğu görülmekle beraber 1996-1998 döneminde modelimiz genel olarak anlamlı çıkmamıştır. Buna göre, genel olarak anormal getirilerle firma büyüklüğü arasında zayıf ve ters yönlü bir ilişki görülmektedir

Sözleşme sayıları ile anormal getirilerin arasındaki ilişkilerin incelendiği ikinci modelde (Tablo 7) gerek yıllar itibari ile, gerekse 1996-1998 döneminde anormal getirilerle sözleşme sayıları arasında ters yönde anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedinin etkisi açıkça görülmektedir. Sözleşme sayılarına göre belirli bir dönemde oluşturulan hisse senetlerinin bir sonraki dönemde, sözleşme sayısı azaldıkça daha yüksek sistematik riske göre düzeltilmiş getiri verdiği anlaşılmıştır.

Tablo 7:
Anormal Getirilerle Sözleşme Sayısı Arasındaki İlişkileri Gösteren
Ekonometrik Modelin Sonuçları

Yıllar	Sabit	Söz	R ²	F
1996	3.5067 (2.8070)**	-0.0012 (-3.2740)*	0.015	10.718
1997	2.4674 (2.3850)	-0.0006 (-3.3064)*	0.015	10.932
1998	2.1322 (1.9537)	-0.0005 (-4.8761)*	0.032	23.776
1996-1998	1.4519 (2.3371)**	-0.0003 (-3.8181)*	0.006	14.575

*%1 düzeyinde anlamlı

**%5 düzeyinde anlamlı

Üçüncü model (Tablo 8) iki değişkeni bir arada değerlendirmiştir. 1996 ve 1998 yılında anormal getirilerle ters yönlü güçlü firma büyüklüğü ve sözleşme sayısı ilişkisi olduğu görülmekle beraber 1997 yılında sözleşme sayısının bir değişken olarak fazla önemli olmadığı görülmüştür. Ancak ikinci modelde 1997 yılında anormal getirilerle sözleşme sayısı arasında önemli bir ilişkinin saptanması nedeni ile bu durum gözardı edilebilir. Ayrıca 1996-1998 dönemi itibariyle kurulan modelin sonuçları bize genel olarak güçlü sözleşme etkisi ve çok zayıf firma büyüklüğü etkisi olduğunu vermesi bu değerlendirmemizi desteklemektedir. Sonuç itibariyle, bu çalışma İMKB'de sözleşme sayısına göre belirlenen hisse senetlerinin anormal getiri sağlayabileceği yönünde güçlü işaretler vermektedir. Elde edilen bulgular İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin varlığını göstermiş ve ihmal edilen firma etkisinin firma büyüklüğü etkisinden daha önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 8:
Anormal Getirilerle Firma Büyüklüğü ve Sözleşme Sayısı Arasındaki İlişkileri Gösteren Ekonometrik Modelin Sonuçları

Yıllar	Sabit	LBüy	Söz	R ²	F
1996	9.4715 (3.7892)*	-3.8818 (-2.7509)**	-0.0008 (-2.0809)**	0.025	9.192
1997	7.4548 (3.3149)*	-3.1802 (-2.4953)**	-0.0003 (-1.3891)	0.023	8.619
1998	6.2259 (2.7752)**	-2.8801 (-2.0870)**	-0.0004 (-2.5309)**	0.038	14.121
1996-1998	0.9910 (0.7331)	0.2986 (0.3837)	-0.0004 (-3.4705)*	0.007	7.360

*%1 düzeyinde anlamlı
**%5 düzeyinde anlamlı

Sonuç:

İhmal edilmiş hisse senedi etkisinin bir pazar anomalisi olduğu konusunda çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalara göre, kurumsal yatırımcılar gerek likidite, gerek bilgi ve gerekse risk nedenleri ile pazarı bölümlenme eğiliminde olup, bir bölüm hisse senetlerine fazla yatırım yapmamakta ve bu hisse senetleri bir müddet sonra yatırımcılarına yüksek getiri sağlayabilmektedir. Böyle bir etkinin varlığı çeşitli çalışmalarda saptanmış ve bu etkinin firma büyüklüğü etkisinden bağımsız olup olmadığı yine bu çalışmalarda tartışılmıştır.

Bu çalışmada İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedinin varlığı araştırılmıştır. Yatırımcıların yatırım sürelerinin çok kısa olduğu ve aşırı spekülasyon yapıldığı bu piyasada diğer çalışmalardan farklı olarak ihmal edilme ölçütü olarak büyük kurumsal yatırımcıların ortalama sözleşme sayıları kullanılmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre ihmal edilmiş, normal ve popüler olarak sınıflandırılmış hisse senetlerinin bu sınıflandırmadan bir ay sonra elde ettikleri getirileri ve sistematik riskleri ölçülmüştür. Bu konuda yapılmış diğer çalışmalardan farklı olarak İMKB'deki ihmal edilmiş hisse senetlerinin getirilerinin, büyük ve önemli şirketlerin hisse senetlerinden daha az sistematik riske sahip oldukları görülmüştür. Böylece, bu senetlere yatırım yapanların riske göre düzeltilmiş daha yüksek getiri elde ettikleri saptanmıştır. Getiriler sistematik riske göre düzeltilerek elde edilen anormal getiriler incelendiğinde, en yüksek anormal getiri ihmal edilmiş senetlerde elde edilirken, en düşük anormal getiri popüler senetlerde bulunmuştur.

Diğer taraftan Carvell ve Strebel(1987)'in öne sürdüğü gibi, İMKB'de de ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden daha güçlü bir anomali olduğu, ve ihmal edilmiş hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden büyük ölçüde bağımsız olduğu görülmüştür

Kaynakça:

- Arbel, A. (1985), "Generic Stocks: An Old Product in a New Package", *The Journal of Portfolio Management*, Summer: 4-13
- Arbel, A. ve Strebel, P. J. (1982), "The Neglected and Small Firm Effect", *Financial Review*, 17
- Arbel, A. ve Strebel, P. J. (1983), "Pay Attention to Neglected Firms", *The Journal of Portfolio Management*, Winter:37-42
- Arbel, A., Carvell, S. ve Strebel, P. J. (1983), "Giraffes, Institutions and Neglected Firms", *Financial Analysts Journal*, May/June
- Aydoğan, A. (1994), "Hisse Senedi Fiyatlamasında Aykırılıklar", *İşletme ve Finans*, 100:83-89
- Bauman, W.S. (1964), "Investment Experience with Less Populer Common Stocks", *Financial Analysts Journal*, May/April:79-88

- Bauman, W.S. (1965), "The Less Populer Stocks Versus The Most Populer Stocks Versus", *Financial Analysts Journal*, Jan/Feb:61-69
- Beard, C. G. ve Sias, R.W. (1997), "Is There a Neglected Firm Effect?", *Financial Analysts Journal*, Sep/Oct:19-23
- Carvell, S. ve Strebel, P. J. (1987), "Is There a Neglected Firm Effect?", *The Journal of Business Finance and Accounting*, 14(2):279-290
- Downe, R. ve Bauman, W.S. (1986), "The Relative Importance of Size, P/E and Neglect", *The Journal of Portfolio Management*, Spring: 30-34
- Downe, R. (1989), "The Relation of Firm Size, Security Analyst Bias and Neglect", *Applied Economics*, 21:19-23
- Karan, M.B. (1996), "İMKB'da Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satış ve Pazar Değeri/Defter Değeri Oranı Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Çalışma", *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans Yayınları No:4*, Ankara.
- Merton, R. C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *The Journal of Finance*, XLII,3, July:483-510
- Miller, E.M. (1989), "Can the Neglected Stock Effect be Explained by Two-Stage Decision Making?", *Review of Business and Economic Research*, 14(4): 303-331
- Peterson, D.R., Peterson, P.P. ve Ang, J.S. (1986), "The Neglected Stock Anomaly: Further Evidence", *Review of Business and Economic Research*, 21(2):44-52