

## ÖZET OLARAK ETKİN PİYASALAR TEORİSİ VE YATIRIM ANALİZİNE ETKİLERİ

### ÖZET OLARAK ETKİN PİYASALAR TEORİSİ

Modern Portföy Teorisi'nin kabul görmeye başlamasıyla beraber, 1960'lı ve 1970'li yıllarda hisse senetlerinin fiyatlarını belirleyen etmenler konusunda yapılan araştırmalar hızlanmıştır. Bu tartışma ve araştırmalar başlangıçta, fiyat değişmelerinin birbirinden bağımsız olup olmadığı noktasında odaklanmıştı. Başka bir deyişle, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişmelerin tesadüfi (random) olup olmadığı konusu araştırılmaktaydı. Eğer bu değişimler tesadüfi olursa, ki o zaman geçmiş fiyat hareketlerine bakıp, gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin ederek ekstra bir kazanç sağlama olanağı söz konusu olmayacaktı.

Elde edilen ampirik bulgular fiyatların tesadüfi olarak değiştiğini desteklediğinden olayı akademisyenler dikkatlerini yüksek kazançlar sağlayabilecek fiyat oluşum sürecine çevirmişlerdir. Bunun sonucu olarak "Etkin Piyasalar Teorisi" (Efficient Market Hypothesis) oluşmuştur. Finans literatüründe etkin piyasa şöyle ifade edilmektedir: "Eğer bir piyasada elde edilen bir bilgi setini kullanarak ekstra bir kazanç elde etmek imkansız ise, o piyasanın etkin olduğu söylenebilmektedir."

Fakat, piyasanın etkinliği konusunda rijit bir yargıya ulaşmak gerçekten son derece güçtür. Piyasa ne tam olarak etkindir. Ne de tam olarak etkin değildir. Eğer piyasaya bir bilgi gelirse ve hisse senedi fiyatları buna çok hızlı bir şekilde tepki gösterirse piyasanın rölatif olarak etkin olabileceğinden, aksi taktirde etkin olmayabileceğinden söz edebileceğiz.

Finans literatüründe üç tür etkin hipotezden bahsedilmektedir. Her bir formda farklı bilgi türlerinin hisse senedi fiyatlarına yansıdığından bahsedilmektedir.

**Zayıf form (weak form) etkin piyasa hipotezi** altında, hisse senedi fiyatlarının geçmişteki fiyatlardan bağımsız olarak hareket ettiği, yani geçmiş fiyat hareketlerinin gelecekteki fiyatları tahmin etmede hiçbir rolü olmadığı iddia edilmektedir. Örneğin, hisse senedi fiyatlarının yılın son gününde düştüğünü ve yeni yılın ilk gününde yükseldiğini varsayalım. Zayıf form etkin piyasa hipotezi altında, piyasa böyle bir dönemselliği tespit edecek ve onu elimine edecektir. Yılın ilk günü, yatırımcılar erkenden hisse senedi almaya başlayacaklardır. Onların bu çabaları fiyatların piyasanın açıldığı ilk dakikalarda yükselmesine neden olacaktır. Bu arada daha akıllı şahıslar, ekstra bir kazanç sağlamak için düşüşün yaşandığı yılın son günü piyasaların kapanışına doğru hisse senedi alacaklardır. Onların bu çabaları son gün fiyat düşüşlerini azaltacaktır. Daha erken ve daha geç hisse senedi alma çabaları bu tür dönemsel fiyat hareketlerini bertaraf edecektir. Daha karmaşık fiyat hareketleri de benzeri şekilde giderilmiş olacaktır. Böylece, geçmiş fiyatlara bakarak gelecekteki fiyatları tahmin etmeye imkan kalmayacaktır. Çünkü, fiyatlar tesadüfi olarak geçmiş fiyatlara bağlı olmadan değişecektir. Bu vesileyle, eğer piyasa zayıf formda etkin ise teknik analiz kullanımının ekstra kazançlar sağlamayacağını söylemek mümkün olabilecektir.

***Orta güçlü form (semi-strong form) etkin piyasa hipotezi;*** halk tarafından serbestçe elde edilebilen bütün bililerin (*publicly available information*) hisse senedi fiyatlarına yansımış olduğunu iddia etmektedir. Bu bilgiler, hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini, firmaların muhasebe raporlarını, rakip firmaların raporlarını ekonomi ile ilgili açıklanan bilgiler ve firmaların piyasa değerlerini etkileyen her türlü bilgiyi kapsamaktadır. Bu nedenle, orta güçlü formda etkin bir piyasada teknik analizin yanı sıra temel analiz yaparak da ekstra bir kazanç sağlanamayacaktır.

Bu konuda, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1960'lı ve 1970'li yıllarda yapılan testlerin çoğu geçmiş fiyat hareketleri ile gelecekteki fiyat hareketleri arasındaki korelasyon katsayılarını ölçmeye yönelik olmuştur. Gün sonu, hafta sonu ve ay sonu fiyatları ile bir gün sonraki, bir hafta sonraki ve bir ay sonraki kapanış fiyatları arasındaki ilişki 10 yıllık süreler için korelasyon katsayılarının tahmin edilmesi şeklinde ölçülmüştür. Bulunan sonuçlar istatistiki olarak çok önemsiz bulunmuştur. Daha sonra, 1-10 günlük zaman aralığı (**time lag**) kullanılarak bu testler gün sonu fiyatlarına dayanarak tekrarlanmış, fakat sonuç yine istatistiki olarak önemsiz bulunmuştur. Bu bakımdan finans literatüründe, hisse senedi fiyatlarının tesadüfi olarak yani geçmiş fiyat hareketlerinden bağımsız olarak değiştiği, piyasanın zayıf formda etkin olduğu genel bir kabul görmektedir.

Piyasaların bu formda etkin olup olmadıklarına ilişkin testler, yukarıda sıralanan dört koşuldan ikincisinin sıranması şeklinde gerçekleşmiştir. Bu testler, piyasaya gelen bilgiler ve hisse senedi fiyatlarının bu bilgilere gösterdiği tepkinin ölçülmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bu konudaki testlerin en önemlilerinden bazıları seri olarak Fama-Fischer:-Jensen-Roll (1969) grubu tarafından yapılmıştır. Bu grup geçmiş verileri kullanarak, 1929-1959 periyodu için hisse senetlerinin fiyatlarının sermaye artışı (**stock split**) ile ilgili haberlere olan tepkisini ölçmüşlerdir. Bu testleri yaparken, Fama ve arkadaşları hisse senedi fiyatlarının yükselmesi veya düşmesi ile ilgilenmemişler, fakat getirilerinin beklendiğinden fazla mı yükseldiğine veya düştüğüne bakmışlardır. Yukarıdaki Grafik-1- de görüldüğü gibi, hisse senetlerinin getirileri haberi çıktığı ay (0. ay) da, 29 ay öncesinden itibaren beklenenden fazla olmakta, 0. Aya yaklaştıkça daha da hızlanmakta ve 0. Aydan itibaren ise beklenenden fazla olan getiri (**residual return**) kaybolmaktadır. Bu sonuçlar Orta-güçlü etkin piyasa hipotezi ile uyumlu görünmektedir. Hatta 0. Aydan itibaren hisse senedi getirisinin beklenen getiriye eşitlenmesi güçlü form hipotezini de destekler görünmektedir.

***Güçlü Form Etkin Piyasa Hipotezinin Testi,*** bir piyasanın bu formda etkin olup olmadığını test etmeye çalışan finansmancılarının yöneldiği metot etkin piyasa hipotezlerinin son iki koşulunu test etmeye yönelik olmuştur.

Öte yandan, güçlü form (strong form) etkin piyasa hipotezi etkinliğini maksimum düzeye çıkarmaktadır. Şöyle ki, etkin piyasa bu formda etkin ise o zaman hisse senedi fiyatlarını etkileyerek her tür bilginin yanı sıra özel bilgilerin (*inside information*) dahi fiyatlara yansıdığı iddia edilmektedir. Bu nedenle, bu formda etkin bir piyasada hiçbir analiz metodu ile ekstra bir kazanç sağlanması mümkün olmayacaktır.

Kuşkusuz bir piyasanın etkinliği büyük ölçüde o piyasada faaliyet gösteren finansal analistlerin varlığına dayanmaktadır. Zayıf formdan güçlü forma doğru piyasa yürümeye başladığı zaman, farklı finansal teknikler etkilerini yitirmeye başlayacaklardır.

Eğer piyasa zayıf formda ise, teknik analiz etkisini yitirecektir. Bilindiği gibi teknik analize göre tarih tekerrürden ibarettir. Bu varsayımınla, teknik analiz ile uğraşan yüzlerce hatta binlerce teknik analist (chartist) piyasada gelecekte de tekrarlanabilecek fiyat hareketlerini araştırırlar. Böylece bütün fiyat hareketleri teknik analistlerin yardımıyla bugünkü fiyatlara yansımakta ve sonuç olarak teknik analiz etkisiz hale gelmektedir.

Eğer orta güçlü formda etkin bir piyasa söz konusuysa, bu durumda temel analiz de etkisini yitirebilecektir. Çünkü, bu formda etkin bir piyasada, yüzlerce teknik analizci, halk tarafından serbestçe elde edilebilen bütün bilgileri analiz ederek ona göre hisse senetlerinin fiyatlarını tespit etmektedirler. Bu nedenle, temel analiz yaparak ekstra kazanç elde edilemeyecektir. Ancak, özel bilgi satın alıp kullanarak (insider trading) ekstra kazançlar sağlanabilmek hala mümkün olacaktır. Buna ilave olarak, piyasada bulunan her analistin aynı yetenekte olmadığı açıktır. Bu nedenle, relatif olarak daha yetenekli analistler piyasada, piyasanın beklentisinden daha iyi ve doğru fiyat tahminlerinde bulunarak hala ekstra kazançlar sağlayabileceklerdir.

Son olarak, **eğer piyasada güçlü formda etkin ise**, o zaman hiçbir şekilde ekstra kazanç sağlanamayacaktır. Böyle bir piyasada hiçbir analiste ihtiyaç duyulmayacak çünkü bütün hisse senetlerinin olması gerektiği fiyattan olduğu varsayılmaktadır. Bu formda etkin piyasada dört koşul söz konusu olmaktadır:

- 1- **Hisse senedi fiyatlarındaki değişim tesadüfidir.**
- 2- **Hisse senedi fiyatları hemen ve doğru olarak yeni bilgilere tepki göstermektedirler.**
- 3- **Alım satım metotları ekstra getiri sağlamada başarısız olmaktadır.**
- 4- **Bireysel olarak veya grup olarak bütün profesyonel yatırımcılar ekstra kazanç sağlamada başarısız olacaklardır.**

Bir piyasanın etkin olup olmadığı veya hangi formda etkin olduğunun tespiti yukarıda sıralanan dört koşulun test edilmesi ile mümkün olabileceklerdir. Finans literatüründe etkin piyasa hipotezlerinin testleri üç ana grup altında toplanmaktadır. Bu testlerin mahiyeti ve sonuçları aşağıda özet olarak incelenmiştir.

### **Zayıf Form Hipotezinin Testi**

Zayıf Form Hipotezini test etmeye yönelik çaba ve araştırmaların tamamı, yukarıda sıralanan dört etkin piyasa koşulundan birincisi olarak belirtilen “hisse senedi fiyat hareketleri tesadüfidir” koşulunun test edilmesine dayanmaktadır. Buna göre, eğer bir piyasa bu formda etkin ise fiyat hareketlerinin tesadüfi olarak değiştiği ispatlanmalıdır.

İlk olarak alternatif yatırım metotlarının ekstra getiri sağlayıp sağlamadığı testleri yapılmıştır. Bu testlerden en önemlisi Basu (1977) tarafından yapılmıştır. Bu test fiyat/kazanç (F/K) oranını kullanarak, piyasaya düşük F/K'lı hisse senetlerinin daha fazla veya daha eksik getiri sağlayıp sağlamadığını tespit etmeye yöneliktir. Nisan 1957-Mart 1971 dönemi için yapılan gözlemlerde düşük F/K'lı hisse senetlerinin ortalama getirilerinin yüksek F/K'lı olanlarından daha yüksek olarak tespit edilmiştir.

İkinci olarak, profesyonel yatırımcıların ya da kurumsal yatırımcıların (yatırım ortaklıklarının) bireysel yatırımcıların getirilerinden daha fazla getiri sağlayıp sağlamadıklarını tespite yönelik testler yapılmıştır. Bu testlerin çoğunda, bazı kurumsal yatırımcıların piyasanın üstünde, bazılarının ise piyasanın altında bir getiri elde ettikleri görülmüştür.

Yukarıda ifade edilen her iki tür test sonuçları piyasaların en azından testlerin yapıldığı dönemlerde güçlü formda etkin olmadıklarına işaret etmektedirler.

## YATIRIM ANALİZİ AÇISINDAN ETKİN PİYASALARIN TEORİSİ

Gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcılar yatırım kararlarını vermeden önce yatırım analizi yapma ihtiyacı duyarlar. Bireysel yatırımcı, hesabının bulunduğu aracı kuruma almak istediği hisse senedi ile ilgili sorular sorar, ilgili yayınları takip eder, şirketin yıllık faaliyet raporunu okur, daha sonra yatırım kararını verir. Kurumsal yatırımcılar ise profesyonel analistler çalıştırarak hisse senetleri ile ilgili analizler yaparak yatırım kararlarını verirler. Bireysel ya da kurumsal yatırımcı analizler sonucu ucuz ve pahalı senetleri tespit ederek, piyasadaki daha yüksek kazanç elde etmeyi hedeflerler.

Değişik metotlar kullanılmasına rağmen, yatırım analizlerinin tamamında, hisse başına kazanç ve tahmini fiyat/kazanç göstergeleri anahtar anahtar unsurlar yer almaktadır. Yatırım analisti mevcut bilgileri kullanarak elde ettiği bilgileri firmaya yapacağı bir ziyaretle destekleyerek raporunu hazırlar. Raporunda analize konu hisse için "AL", "SAT" ya da "TUT" şeklinde bir öneride bulunmaktadır. Yani, diğer bir deyişle yatırımcılar, yatırım analizi yaptırarak, daha fazla bir getiriyi hedeflemektedirler. Bu piyasanın etkin olmadığını varsaymak anlamına da gelmektedir.

Bir hisse senedinin fiyatı o hisse senedi ile ilgili olarak piyasaya çıkan yeni bilgilere reaksiyon gösterebilmektedir. Bu nedenle, günümüzde analistler, bir şirketin karını (veya diğer önemli hususları) tahmin eder ve bu tahmine göre senede bir fiyat biçerler ve ona göre yatırım kararı alınmasına yardımcı olurlar. Bu, piyasanın o hissese biçtiği fiyat olarak şirketin hisselerine yansır. Şirketin hisse fiyatı ise açıklanan kar rakamının (ve diğer hususların) beklenenden düşük ya da yüksek çıkmasına göre dalgalanabilecektir. Genelde yatırım analizindeki rekabet bu noktada (geleceği doğru tahmin etme) yoğunlaşmaktadır.

Yatırım analizi maliyetleri artırıcı bir unsurdur ve portföyün performansına yaptığı katkı gözle görünmemektedir. Bu nedenle, bazı kurumsal yatırımcılar yatırım analizi sürecine

vermeleri gereken önemi vermemektedirler. Ancak, kurumsal yatırımcının portföy değeri ne kadar yüksek olursa, oransal olarak harcadıkları yatırım analizi giderleri o ölçüde azalacaktır. Öte yandan, yatırım analizi ile yüzde 1 oranında ekstra bir getiri elde etmek 10 milyon USD değerindeki bir portföy için 100.000 USD olurken, 100milyon USD için 1 milyon USD olacaktır. Yani portföyün değeri ne kadar yüksek olursa elde edilecek ekstra % kazancın değeri o nispete yüksek olacaktır.

## PORTFÖY YÖNETİMİ AÇISINDAN ETKİN PİYASALAR TEORİSİ

Yatırım analizi sürecinin ardında, analistlerin raporlarını inceleyen portföy yöneticileri hisse senedini portföye dahil edip etmeme şeklinde bir karar vermektedirler. Portföy yöneticileri bu kararlarını verirken, genelde önceden belirlenmiş yatırım politikalarına göre hareket ederler. Bu politikalar genelde portföydeki minimum-maksimum hisse senedi sayısı, her bir senedin ve/veya sektörün portföy içerisindeki maksimum ağırlığı, portföyün risk derecesi ve şeklinde belirlenmektedir.

Öte yandan, etkin piyasalar teorisine inanan bir portföy yöneticisi portföy yönetim sürecini değiştirecektir. Her bir hisse için yatırım analizi yapılmasına para ve zaman harcanmasına sıcak bakmayacaktır. Ancak, eğer portföy yöneticisi analistin çok önemli bir noktayı yakaladığını düşünürse tavsiyelerini gözönüne alabilecektir. Diğer bütün durumlarda yatırım süreci aşağıdaki gibi olacaktır.

İlk olarak, piyasanın kaçınılmayan riskler için ekstra kazançlar verdiğini ve kaçılabilen riskler için ekstra kazançlar söz konusu olmadığı kuralından hareket eden portföy yöneticisi, risk dağıtımına önem verecektir. Risk dağıtımı ile amaçlanan piyasa riskine yakın bir risk taşımak ve piyasa getirisine yakın bir getiri elde etmektir.

İkinci olarak, portföy yöneticisi portföyünün risk derecesini belirleyecektir. Yani, piyasa getirisinde meydana gelen % 1 oranındaki dalgalanma kendi portföyünün getirisinde ne kadar bir oynama meydana getirmelidir. Bu noktada portföy yöneticisi müşterilerinin kişisel beklentilerini gözönüne almak durumundadır. Portföy için belirlenen bu arzulanan risk-getiri düzeyi korunmalıdır.

Portföy yöneticisi son olarak vergi ve alım-satım maliyetlerini minimize ederek portföyünün performansını artırmalıdır. Performans ölçülürken getiri tek başına anlamlı olmamaktadır. Getirinin ne kadar risk ile elde edildiği daha anlamlı bir performans ölçüm şekli olarak tavsiye edilmektedir.

**KAYNAKÇA**

Fischer, D.E.&Jordan., **Security Analysis and Portfolio Management**, Fifth Edition, Prince-Hall International Inc. USA. 1991.

Cottle, S., Murray, R.F. Block F.E., **Graham and Dodd's Security Analysis**, Fifth Edition Hill Book Company, USA. 1988.

Haugen, R.A.,**Modern Investment Theory**, Second Edition, Prentice-Hall International Inc. USA. 1990.

Lorie, J.H. Dodd, P.&Kimpton, M.H.,**The Stock Market Theories and Evidence**, Second Edition, Richard D..Irwin, Inc. USA. 1985.

Sharpe, W.F.&Alexander, G.J.,**Investment**, Prentice - Hall International Inc. USA. 1990.