

ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Ahmet BAYRAKTAR*

ÖZET

Bu çalışmada Etkin Piyasalar Hipotezi teorik bazda incelenerek genel bir değerlendirme yapılmıştır. Borsalarda fiyat hareketlerinin rastgele oluştuğu ve tesadüfi dağılım gösterdiği için önceden tahmin edilemeyeceği düşüncesi Etkin Piyasalar Hipotezi olarak nitelendirilmektedir. Hipoteze göre menkul kıymet fiyatları ile bilgi arasında bir ilişki bulunmakta ve menkul kıymet fiyatları her zaman açıklanan yeni bilgilere göre oluşmaktadır. Dolayısıyla piyasalar fiyatların yansıttığı bilgiye göre sınıflandırılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Piyasa Etkinliği, Etkin Piyasalar Hipotezi, Zayıf-Yarı-Güçlü Form

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

ABSTRACT

In this study, an overall assessment was made by examining the Efficient Market Hypothesis theoretical basis. Composed of random and random dispersion of price movements in stock markets, in which the idea can not be predicted in advance are referred to as the Efficient Market Hypothesis. According to this hypothesis there is a relationship between knowledge of securities and securities prices and the prices are always based on new information consists described. Therefore, to reflect market prices are classified according to the information.

Keywords: Market Efficiency, Efficient Market Hypothesis, Weak-Semi-Strong Form

1. GİRİŞ

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)'ne göre piyasada işlem gören menkul kıymet fiyatları, ilgili oldukları menkul kıymetlere ait bütün bilgi, haber ve beklentileri içermektedir. Çünkü piyasa profesyonelleri ve yatırımcılar bütün bunları dikkate alarak belirledikleri fiyatlar ve bu fiyatlardan oluşan piyasa konsensusu, tüm bu bilgileri içermektedir. Dolayısıyla sürekli olarak piyasa üzerinde getiri sağlamak olası değildir. Hipoteze göre piyasa trendlerinin teknik analiz ya da temel analiz yoluyla kestirilemesi de mümkün değildir. Dolayısıyla

* Dr., Aksaray Üniversitesi, İ.İ.B.F.

bir menkul kıymetin fiyatının uzun süre gerçek değerinden yukarıda veya aşağıda kalması olanaksız olarak nitelendirilmektedir. Bu çerçevede fiyatlar ilgili oldukları menkul kıymetlerle ilgili haber, bilgi ve beklentilerin belirlediği doğrultuda oluşacaktır.

Bu çalışmada EPH teorik çerçevede incelenmiştir. Çalışmada öncelikli olarak literature yardımıyla EPH tanımlanmakta, ayrıca söz konu hipotez ile ilgili alt formlar ortaya konulmaktadır. Son olarakta genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

2. PİYASA ETKİNLİĞİ KAVRAMI

Piyasa etkinliği kavramı menkul kıymet (varlık) fiyatlarının elde edilebilir bütün bilgileri yansıtması şeklinde tanımlanmaktadır. Piyasa etkinliği faaliyet, kaynak dağıtımı ve bilgi etkinliği olarak üç farklı piyasa türü olarak değerlendirilmektedir. Faaliyet etkinliğinde, bu piyasada fon arz ve talep edenler minimum maliyetle işlemlerini gerçekleştirmektedir. Kaynak dağıtım etkinliği türünde, bu piyasada kaynakların optimum dağıtımı hedeflenmektedir. Üçüncü piyasa etkinlik türü ise fiyatların mevcut tüm bilgiyi yansıttığı kabul edilen bilgi etkinliğidir. Etkin piyasalar hipotezindeki etkin kavramı bilgisel etkinliği ifade etmektedir. Hipotezin en önemli varsayımlarından biri herhangi bir yatırımcının herhangi bir bilgiyi kullanarak normal üstü getiri sağlayamayacağıdır. Bunun nedeni fiyatların zaten tüm bilgiyi içermesidir (Karan, 2001; 268). Bir menkul kıymet piyasasının etkinliği şu koşullara bağlıdır:

- Fiyatlar, mevcut tüm bilgilerin kullanılmasıyla oluşan piyasa dengesini yansıtmalıdır.
- Bu fiyatlar, hemen ya da çok az gecikmeyle ve tarafsız olarak yeni bilgi girişine verilen tepkiyi yansıtmalıdır.

Fiyatların bilgi girişini doğru olarak yansıtması, senetleri borsada işlem gören firmalarla ilgili bilgileri toplayacak, analiz edip yorumlayacak profesyonel bir yatırımcı gurubunun varlığına bağlıdır. Bu profesyoneller dikkatli şekilde piyasayı takip ederek bilgi girişinin fiyatlara tam ve anında yansımaları sağlamaktadırlar. Bu tip piyasada bilgiyi eksik veya yanlış yorumlayan yatırımcıların varlığı fiyatları çok etkilemez (Karan, 2001; 268).

3. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Piyasalarda fiyat hareketlerinin rastgele olduğu ve tesadüfi dağılım gösterdiği, dolayısıyla önceden tahmin edilemeyeceği düşüncesi E.Fama tarafından EPH adıyla literatüre kazandırılmıştır. Hipoteze göre menkul kıymet fiyatları ile bilgi arasında bir ilişki bulunmakta ve menkul kıymet fiyatları her zaman açıklanan yeni bilgilere göre oluşmaktadır. Piyasalar fiyatların yansıttığı bilgiye göre sınıflandırılmaktadır (Fama, 1970; 383). Hisse senedi fiyatı ilgili

hisse senedinin şimdiki değerinin optimal tahminini temsil etmektedir ve fiyat hisse senedi hakkında objektif bilgiyi içermektedir (Shiller 2002, 6)

Etkin bir piyasada bütün bilgiler serbestçe elde edilebilmekte, işlem gören bütün menkul kıymetler istenilen miktar ve hacimde alınıp satılabilmektedir (Madura, 1998; 9). Hipotez menkul kıymet fiyatlarının herhangi bir model tarafından tahmin edilemeyeceğini ileri sürmektedir. Bunun anlamı fiyatların tahmin edilmesi mümkün değildir, çünkü fiyatlar rastgele yürüyüş sergilemektedir. Etkin piyasa testlerinde genellikle doğrusallık test edilmektedir. Teorik olarak eğer piyasada aşırı menkul kıymet getirisi tahmin edilemiyorsa ve bütün bilgiler piyasa katılımcıları tarafından elde edilebiliyorsa güçlü etkinlik söz konusudur. Bu bağlamda insan davranışının doğrusal olduğu savunulmaktadır. Bununla birlikte, gerçek hayatta yatırımcıların risk ve getiriye verdikleri tepki doğrusal değildir (Champell vd., 1996; 22).

Varlık fiyatları piyasaya bilgi akışının bir fonksiyonu olarak tanımlanan (Baal, 2009; 5) Etkin Piyasalar teorisi aşağıdaki üç varsayımı kabul etmektedir (Barone, 2003; 1):

- Yatırımcılar rasyoneldir,
- Tam bir bilgiye sahiptirler ve
- Faydalarını maksimize etmeyi beklemektedirler.

EPH'nde menkul kıymetlerin ve borsaların etkinliğini ölçmede, hisse senedi fiyat ve getirilerinin davranışı, temel gösterge olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda cari hisse senedi fiyatlarının mevcut bilgileri tam olarak yansıttığı piyasalar etkin olarak nitelendirilmektedir. Yatırımcılar rasyonel davranmakta, fiyatlar piyasadaki haber, bilgi ve beklentileri tam olarak yansıtmaktadır. Piyasa katılımcıları bütün verileri inceleyerek bir fiyat belirlemekte, dolayısıyla piyasa fiyatları mevcut bilgi ve beklentileri içermektedir (Fama, 1970; 383). Genel olarak, bir menkul kıymet piyasası, piyasada alınıp satılan menkul kıymetlerin fiyatları mevcut tüm bilgiyi yansıtıyorsa ve fiyatlar yeni bilgiye hızlı ya da yaklaşık ve sapmasız bir biçimde tepki veriyorsa, etkin olarak tanımlanmaktadır (Deckman ve Dale, 1986; 5). Bu açıdan EPH hisse senedi fiyat hareketlerini tahmin etmede iki temel prensip öngörmektedir. bunlardan birincisi, varlık fiyatları menkul kıymetlerin rasyonel veya gerçek değerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatları doğrudur. İkincisi ise tahmin edilemezliktir. Bu prensibe göre yayımlanmış elde edilebilir bilgi temelinde gelecekteki fiyat hareketlerinin tahmin edilmesi mümkün değildir (Thaler ve Mullainathan, 2000; 7-8).

EPH fiyatın tüm bilgilerden oluştuğunu ve herhangi bir model tarafından tahmin edilemeyeceğini ileri sürmektedir. Bu tür etkinliğe sahip bir piyasada fiyatlar rastgele yürüyüş sergilemekte ve tahmin edilmesi mümkün olmamaktadır. Ayrıca, piyasa kuralları aşırı beklenen getiriye izin vermemektedir. Hipoteze göre, bir varlığın gerçek değeri ve beklenen getirisi elde edilebilir tüm bilgileri (geçmiş

kazançlar, finansal tablolar, birleşme, satın alma vb. duyurular) kullanılarak doğru olarak hesaplanabilmeli ve tahmin edilebilmelidir (Fama, 1976; 145).

Sermaye piyasası etkinliği ilkesine göre, sermaye piyasası temelde etkindir ve alım-satım konusu olan finansal varlıkların piyasa fiyatları tüm bilgileri içermektedir. Ayrıca, etkin bir piyasada varlıkların fiyatları her yerde aynı olup arbitraj imkanı yoktur (Ercan ve Ban, 2005; 10).

Etkin bir piyasada karını maksimize etmeye çalışan bir çok yatırımcı bulunmaktadır. Menkul kıymetlere ilişkin piyasaya yeni bir bilgi gelmesi veya duyurulması durumunda, yatırımcılar yeni bilgiyi analiz ederek menkul kıymet fiyatlarına yansıtılmaktadır. Genel olarak, bu tür bir piyasada fiyat yansımaları mükemmel olmasada tarafsızdır (Reilly ve Brown, 1997; 209). Ayrıca, etkin bir piyasada menkul kıymet alım-satım sürecinde tüm piyasa katılımcıları elde edilebilir bilgilere maliyetsiz olarak ulaşabilmektedir. Teorik olarak, yatırımcılar bilginin menkul kıymetlerin gelecekteki fiyat dağılımına etkileri konusunda aynı görüşe sahiptirler. Dolayısıyla, menkul kıymetlerin piyasa fiyatları hiçbir yatırımcı tarafından kontrol edilmemektedir (Sears ve Trennepohl, 1993; 196). Ek olarak etkin bir piyasada fiyatlar yatırımcıların ihtiyaç duydukları özel bilgileri de yansıtmalıdır. Bununla birlikte, mükemmel etkinliğin uygulamada gerçekleşmediği durumlar da söz konusu olabilmektedir. Özellikle, bilginin maliyetli olması durumunda, söz konusu maliyet bilgi elde etmeyi teşvik edici olmaktan uzaklaştırabilmektedir. Böyle durumlarda fiyatların tüm bilgileri yansıtması varsayımı ile bilgi edinme maliyeti arasında bir paradigma oluşabilmektedir. Dolayısıyla, bilgi edinmenin karlı bir yönü olmasının gerekliliği ileri sürülebilir. Aksi durumda fiyat bilgiyi mükemmel ve tam olarak yansıtılmaktan uzaklaşabilir ve bilgi edinme sürecindeki haberleşme ve bilgi maliyeti aşırı getiri üretebilir. Bu çerçevede;

- Bilgi kalitesinin artışı fiyat sisteminin kalitesini de artırmaktadır,
- Bilgi maliyetinin azalması fiyat sisteminin içerdiği bilgi kalitesini de artırmaktadır,
- Risk kaçınmasındaki düşüş, bilgili kişilerin daha büyük pozisyon almalarına yol açarak fiyat sisteminin bilgi kalitesini artırmaktadır,
- Bilgisiz ticaretteki bir artış bilgili ticaretçilerin oranını da artırmaktadır. Bununla birlikte bilgisiz ticaretteki bir artış aynı zamanda fiyat sistemi bilgi kalitesini de düşürebilmektedir,
- Bilgi maliyetindeki bir artış ise bilgili ticaretçilerin oranını düşürebilmektedir (Grossmann ve Stiglitz, 1980; 399-400).

Benzer şekilde, piyasada tekelleşme (asimetri) bilgi setinin varlığı dikkate alındığında bir mal veya varlığın değeri potansiyel alıcılar tarafından tam olarak tahmin edilemeyebilir. Ek olarak alıcı satın alma kararını vermeden önce varlığın değerini belirleyebilmek için ihtiyaç duyduğu bilgiyi bir maliyet karşılığında elde edebilir. Bu durumda fiyatlar denge noktasından uzaklaşacaktır. Buna karşın, eğer

bütün bilgiler yayımlanıyor ve bilgiye ulaşmanın bir maliyeti yok veya önemsiz ise, bilgiyi tam olarak yansıtacak denge fiyat oluşacaktır (Bester ve Ritzberger, 2001; 1347). Tam rekabet piyasası modelinin hisse senetleri piyasasında fiyat oluşum sürecine uygulanmış biçimi olan EPH, hisse senetleri piyasasında yatırımcıların hisse senedi fiyatlarını etkileme niteliği taşıyan bilgilerin, cari piyasa fiyatlarını değiştirerek verdikleri tepkinin hızı, süresini ve doğruluğunu açıklamaya çalışmaktadır. EPH göre, fayda fonksiyonunu maksimize etmeyi amaçlayan yatırımcılar, hisse senetlerinin gelecekteki değerini doğru tahmin edebilmek için birbirleriyle rekabet içerisindedirler. Ayrıca, çok sayıda alım ve satım kararı sonucu oluşan denge fiyatı, piyasada yer alan tarafların sahip oldukları bilgileri kullanarak bir hisse senedinin değeri konusunda oluşturdukları fikir birliğinin sonucudur. Bu nedenle, belirli bir anda gözlemlenen fiyatlar, hisse senetlerinin gerçek değerinin objektif bir tahmini olarak değerlendirilmektedir. Mevcut ve fiyatlara yansıtılmış bilginin dışında, piyasaya yeni bir bilgi akışı gerçekleştiğinde yatırımcılar bu bilgiyi doğru analiz eder ve yorumlarlar. Eğer, piyasaya yeni ulaşan bilgi hisse senetlerinin değerini etkileyecek nitelikte ise mevcut denge fiyatında hızlı bir değişim gerçekleşir. Bu fiyat, piyasaya yeni bir bilginin ulaşmasına kadar değişmeyecektir. Ek olarak, EPH göre yatırımcılar piyasaya ulaşan olumlu ve olumsuz bilgilere doğru tepkiler verdikleri için rasyonel davranış biçimi göstermektedir. Dolayısıyla, yeni bilgi akışı karşısında değer, doğru, hızlı ve tam olarak değişmekte, hisse senetleri fiyatlarında aşağı ve yukarı doğru eğilimlerde ters yönlü düzeltme hareketleri gözlenmektedir (Öncü vd., 2006; 4-5). Ayrıca, EPH göre piyasa güçleri daima fiyatları rasyonel seviyelere getirecektir, dolayısıyla finansal piyasalar üzerindeki irrasyonel davranışın etkisi genellikle önemsiz olarak kabul edilmektedir (Lo, 2004; 7). Fiyatlar her zaman tam olarak mevcut tüm bilgileri yansıtmalıdır. Ayrıca, bilgiye dayalı ticaretten hiçbir kar kazanılamamalı, çünkü bu tür kar zaten yakalanmış olmalıdır (Lo, 2007; 3).

EPH göre piyasalar zayıf, yarı güçlü ve güçlü form piyasa etkinliği olarak aşağıdaki gibi üç şekilde sınıflandırılmaktadır.

3.1. ZAYIF FORM PİYASA ETKİNLİĞİ

Zayıf formda etkinlik piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatları ile ilgili tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır. Hisse senedi fiyatlarındaki tüm bilgiler güncel fiyatlara tam olarak yansıtılmaktadır. Bu tür piyasalarda yatırımcılar yeni bilgilere eşanlı olarak ulaşmamaktadır. Ayrıca, kamuya açıklanmamış bazı bilgiler belirli piyasa katılımcıları tarafından önceden bilinmektedir (Fama, 1970; 383-384).

Geçmişteki tüm fiyat hareketleri fiyata yansımaktadır. Hipotezin en düşük derecesi olan zayıf form piyasa etkinliğinde, yatırımcının geçmiş fiyat hareketlerinin kullanarak normalin üstünde getiri elde edemeyeceği varsayılmaktadır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzeri analizlerin

hiçbir yararı yoktur (Karan, 2001; 269). EPH nin zayıf formunda geçmiş fiyatların analizi yapılarak gelecek fiyatlar tahmin edilemez. Ayrıca, teknik analiz dahil hiçbir strateji uzun dönemde çalışmaz, çünkü rastgele davranış söz konusudur (Maymin, 2011; 2).

Rassal Yürüyüş Teorisi fiyat değişikliklerinin rassal ve önceden tahmin edilemeyeceğini öne sürmektedir. Akıllı yatırımcıların sürekli olarak herkesten önce yeni bilgilere ulaşma mücadelesi ve yoğun Pazar rekabeti bu teorinin başlangıç noktasıdır. Eğer pazardaki fiyatlar akılcı bir nedene dayanıyorsa, yeni bilgi fiyatları değiştirecektir. Bundan dolayı fiyatlar daima o anki bilgilere dayalı olacaktır. Böylece bilgilerin herkese açık ve ücretsiz olması yoğun pazar rekabeti ile birleşince fiyatları önceden tahmin etmek olanaksız olacaktır. Rassal yürüyüş hipotezine göre hisse senedi fiyat değişimlerinin, geçmiş fiyat değişimleri ile ilişkisi yoktur. Rassal yürüyüş zayıf formda piyasa hipotezinin test edilmesinde kullanılmaktadır (Karan, 2001; 270).

3.2. YARI GÜÇLÜ FORM PİYASA ETKİNLİĞİ

Yarı güçte etkinlikte piyasa fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır. Bu tür piyasalarda içerden öğrenenler olarak nitelendirilen yatırımcıların öncelikli olarak bilgi sahibi olması söz konusudur. Dolayısıyla, içerden bilgi edinen bazı piyasa katılımcıları, kamunun bilemediği bu bilgileri kullanarak ortalama piyasa getirisi üzerinde bir kazanç elde edebilmektedirler (Fama, 1970; 383-384).

Bir piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu söyleyebilmek için, cari fiyatların, sadece geçmiş dönem fiyatların seyrini değil aynı zamanda senetleri ticarete konu olan firma ile ilgili kamu oyunun tümü tarafından ulaşılabilen bilgi girişini de yansıtmaması gerekmektedir. Bunun anlamı, hisse senedi piyasa fiyatları, gazete makaleleri, şirket öngörüler ve yıllık raporlar yoluyla kamu oyuna sunulan, herkesin ulaşabildiği mevcut bilgiyi anında tarafsız olarak yansıtmalıdır. Yarı güçlü formdaki piyasa etkinliği bilançolarla da ilgilidir. Çünkü bilanço bilgileri genellikle kamuya açık, herkesin rahatlıkla ulaşabileceği bilgilerdir. Bu bilgiler hisse senedi analizlerinde önemli rol oynamaktadırlar. Eğer bir piyasayı güçlü formda etkin ise, hiçbir hisse senedi analizi kalıcı olarak normal üstü getiri sağlamamalıdır. Piyasanın bu anlamda etkin olması için her bireyin rekabet ortamında karını artırmak için bilgiyi değerlendirmesi gerekmektedir. Yarı güçlü piyasa etkinliğini test etmek için kamu oyuna sunulan bilgiler ile hisse senedi getirileri izlenir. Eğer yatırımcılar sürekli olarak aşırı getiri sağlıyorsa, bu piyasa kamu oyuna duyurulan bilgiye göre etkin değildir. Örnek olarak bir piyasadaki hisse senetleri temettü dağıtım duyurusundan sonra aşırı getiri sağlıyorsa o piyasa temettü dağıtım duyurusuna göre yarı güçlü formda etkin değildir (Karan, 2001; 272-273).

3.3. GÜÇLÜ FORM PİYASA ETKİNLİĞİ

EPH formlarından bir diğeri olan güçlü form piyasa etkinliğine göre ise, bütün kamu ve özel bilgiler menkul kıymet değerlendirilmesi ile ilgilidir, dolayısıyla menkul kıymet fiyatları buna göre oluşur. Güçlü forma göre profesyonel portföy yöneticileri ve içerden öğrenenler menkul kıymet piyasalarında aşırı getiri sağlayamazlar (<http://financial-dictionary>).

Güçlü formda etkinlikte fiyatların gerçek değeri belirlemekte kullanılabilecek tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır. Bu durumda fiyatlar sadece kamuya açıklanmış bilgileri değil, aynı zamanda makro ve mikro ekonomiye ait tüm bilgileri de içermektedir. Ayrıca, içerden öğrenenlerin sahip olduğu bilgi eşanlı olarak tüm yatırımcılara ulaşmaktadır. Böyle bir piyasada hiçbir yatırımcı hisse senedi fiyatlarını, diğerine göre daha doğru olarak tahmin edememektedir. Dolayısıyla, bu tür etkinliğe sahip piyasalarda teknik ve temel analiz yapılarak aşırı getiri elde edebilmek olası değildir (Fama, 1970; 383-384). Benzer şekilde rekabetçi varlık piyasalarında ticaretçiler rasyonel beklentilere sahiptir ve fiyatlar varlığın değeri hakkındaki tüm özel bilgileri yansıtmaktadır. Bu nedenle eğer ticaretçiler rasyonel beklentilere sahipse içerden öğrenenler tarafından sömürülmeleri mümkün değildir (Laffont ve Maskin, 1990; 85-87).

Tüm bilgiler fiyata yansımaktadır. Hipotezin en yüksek derecesi olan güçlü form etkin bir piyasada yatırımcının kamuya açıklanmamış özel bilgilerle normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılmaktadır. Piyasa güçlü formda etkin olursa, o piyasada hiç kimse-içerden öğrenenler, büyük fonların yöneticileri, analistler- anormal kazanç elde edemezler. EPH aşırı getiri sağlanamamasının nedeni olarak, kamuya açıklanmış veya açıklanmamış tüm bilgilerin çok hızlı şekilde, tüm yatırımcılara ulaşacağı dolayısıyla bu bilgilerin çok hızlı olarak fiyatlara yansıtılacağını belirtmiştir. Zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, zayıf formda da etkin olması gerekmektedir, çünkü tüm fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının yararlanabileceği şekilde tahmin edilebilir olmalıdır. Benzer şekilde, piyasanın güçlü formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde fiyat ilgili tüm bilgileri içermez (Karan, 2001; 269).

Güçlü formda piyasa etkinliği, en gelişmiş piyasa etkinliğidir. Bu hipotez altında hem kamu oyu hem de özel kaynaklı bilgi girişi, hisse senedi fiyatları üzerinde etkilidir. Bu formdaki piyasa etkinliğinde, yöneticiler ve çalışanlar gibi özel bilgi sahipleri bu bilgileri kullanarak sürekli aiırı getiri sağlayamazlardır. Örnek olarak, özel bilgilere sahip bir yatırımcı sahip olduğu özel bilgiden dolayı sürekli normal üstü getiri elde edememelidir. Güçlü piyasa etkinliğini sağlayan mekanizmalar vardır. Özel bilgilendirilmiş yatırımcılar arasındaki rekabet, fiyatların, bilgi girişini yansıtmalarını sağlayabilir. Ayrıca başka bilgi kaynakları, özel bilgi yerine geçebilir. Ek olarak hisse senedinin bazı özellikleri, özel kaynaklı

bilgiyi, kamu oyuna duyurulmuş hale getirebilir. Özel olarak bilgilendirilmemiş yatırımcıların, hisse senedi fiyatını, bilgi kaynağı olarak kullanması bu duruma örnek olarak verilebilir. Bilgilendirilmemiş yatırımcılar, fiyatların yükseldiğini fark ediyor ise, özel bilgilendirilen yatırımcılara fiyatı yükselen hisse hakkında iyi haberler geldiğini anlayarak o hisse senedine yatırım yapabilirler (Karan, 2001; 274-275).

4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada literatürde piyasa etkinliği olarak kavramlaştırılan EPH ve formları teorik olarak incelenmiştir. EPH göre varlık fiyatları elde edilebilir tüm bilgileri yansıtmaktadır. Piyasa etkinliği bir menkul kıymetin bütün bilgileri ile ilgilidir ve fiyata hızlı bir şekilde yansımalıdır ve teknik analiz, temel analiz ve/veya her bir süpekülatif yatırıma dayalı bütün metodlar faydasızdır. Ayrıca, EPH göre piyasa güçleri daima fiyatları rasyonel seviyelere getirecektir, dolayısıyla finansal piyasalar üzerindeki irrasyonel davranışın etkisi genellikle önemsiz olarak kabul edilmektedir. Fiyatlar her zaman tam olarak mevcut tüm bilgileri yansıtmalıdır. Ayrıca, bilgiye dayalı ticaretten hiçbir kar kazanılamamalı, çünkü bu tür kar zaten yakalanmış olmalıdır.

EPH'nde menkul kıymetlerin ve borsaların etkinliğini ölçmede, hisse senedi fiyat ve getirilerinin davranışı, temel gösterge olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda cari hisse senedi fiyatlarının mevcut bilgileri tam olarak yansıttığı piyasalar etkin olarak nitelendirilmektedir. Varlık fiyatları piyasaya bilgi akışının bir fonksiyonu olarak tanımlanan hipotez aşağıdaki üç varsayımı kabul etmektedir:

- Yatırımcılar rasyoneldir,
- Tam bir bilgiye sahiptirler ve
- Faydalarını maksimize etmeyi beklemektedirler.

Yatırımcılar rasyonel davranmakta, fiyatlar piyasadaki haber, bilgi ve beklentileri tam olarak yansıtmaktadır. Piyasa katılımcıları bütün verileri inceleyerek bir fiyat belirlemekte, dolayısıyla piyasa fiyatları mevcut bilgi ve beklentileri içermektedir. Ek olarak, etkin bir piyasada fiyatlar yatırımcıların ihtiyaç duydukları özel bilgileri de yansıtmalıdır. Bununla birlikte, mükemmel etkinliğin uygulamada gerçekçi olmadığı durumlar da söz konusu olabilmektedir. Özellikle, bilginin maliyetli olması durumunda, söz konusu maliyet bilgi elde etmeyi teşvik edici olmaktan uzaklaştırabilmektedir. Böyle durumlarda fiyatların tüm bilgileri yansıtması varsayımı ile bilgi edinme maliyeti arasında bir paradigma oluşabilmektedir. Dolayısıyla, bilgi edinmenin karlı bir yönü olmasının gerekliliği ileri sürülebilir. Aksi durumda fiyat bilgiyi mükemmel ve tam olarak yansıtmaktan uzaklaşabilir ve bilgi edinme sürecindeki haberleşme ve bilgi maliyeti aşırı getiri üretebilir.

Etkin piyasalarda herhangi bir yatırım stratejisine dayanarak normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği için bu tür piyasalarda portföy oluştururken aşağıdaki kurallara uyulması önerilmektedir (Karan, 2001; 276):

- Menkul kıymet ve piyasa analizi
 - beklenen göreceli performanslarına dayanılarak hisse senedi seçilmemeli,
 - piyasanın dip ve tepe noktalarına ulaşmaya yönelik yatırım zamanlaması yapmaya çalışılmalı.
- Risk analizi
 - toplam riski azaltabilmek için çeşitleme yapılmalı,
 - portföyün hisse senedi kısmının piyasa riski sık sık kontrol edilmeli,
 - portföyün sabit getirili menkul kıymetler kısmının faiz oranı riskini sık sık kontrol edilmeli.
- Diğer
 - pazarlanabilirliği yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmalı ve
 - yatırımlarda vergiler dikkate alınmalıdır.

5. KAYNAKLAR

- BAAL, Ray. (2009). The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?, *Journal of Applied Corporate Finance*, Forthcoming, (pp.1-27) http://papers.ssrn.com/_id=1502815.pdf 17.03.2011.
- BARONE, Raffaella. (2003). From Efficient Markets to Behavioral Finance, *University of Lecce Economics Working Paper* No. 46/24, December, (pp.1-27) http://papers.ssrn.com/_id=493545, 17.01.2011.
- BAYRAKTAR, Ahmet. (2009). *Endekse Dahil Olma ve Endekten Çıkarılmanın Hisse Senedi Performansına Etkisi: İMKB Uygulaması*, Ankara Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- BESTER, Helmut ve Klaus RITZBERGER. (2001). Strategic Pricing, Signalling, and Costly Information Acquisition, *International Journal of Industrial Organization*, Elsevier, Vol. 19 No. 9, (pp. 1347-1361).
- CHAMPELL, Y. John, Andrew W. LO ve Craig MacKINLAY. (1996). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- DECKMAN, R.Thomas ve Morse DALE. (1986). *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*, Second Edition, Prentice-Hall.
- ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı*, Gazi Kitabevi, Ankara.

- FAMA, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, (pp.383-417).
- FAMA, F. Eugene. (1976). Efficient Capital Markets: Reply, *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 1, Mar., (pp.143-145).
- GROSSMANN, Sanford ve Joseph STIGLITZ. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *The American Economic Review*, Vol.70, June, (pp.393-408).
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/strong+form>, 17.03.2011.
- KARAN, Baha. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- LAFFONT, Jean-Jacques ve Eric S. MASKIN. (1990). The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market, *The Journal of Political Economy*, Vol.98, Issue 1, Feb., (pp.70-93).
- LO, Andrew W. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective, *Journal of Portfolio Management*, Forthcoming, (pp.1-33), http://papers.ssrn.com_id=602222.pdf, 17.03.2011.
- LO, Andrew W. (2007). Efficient Markets Hypothesis, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, L. Blume, S. Durlauf, eds., 2nd Edition, Palgrave Macmillan Ltd., (pp.1-28) http://papers.ssrn.com/_id=991509.pdf 17.03.2011.
- MADURA, Jeff. (1989). *Financial Markets and Institutions*, West Publishing Co., Saint Paul.
- MAYMIN, Philip Z. (2011). Markets are Efficient if and Only if $P = NP$, *Algorithmic Finance*, Vol. 1, No. 1, NYU Poly Research Paper, (pp.1-12).
- ÖNCÜ, Semra, H. AKTAŞ, S. KARGIN, R. AKTAŞ, N. KAYALI. (2006). Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi: Gün İçi Verilerle İMKB Üzerine Bir İnceleme. X. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Kuşadası-Aydın, 01-04 Kasım, (ss. 1-17). <http://www.finansbilim.com>, 09.11.2008.
- REILLY, K. Frank ve Keith C. BROWN. (1997). *Investment Analysis and Portfolio Management*, 5. Ed., Dreyden Press.
- SEARS, R. Stephen ve Gary L. TRENNEPOHL. (1993). *Investment Management*, The Dryden Press.
- SHILLER, Robert J. (2002). From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, *Cowles Foundation Discussion Paper*, No. 1385 http://papers.ssrn.com/_id=349660.pdf, 17.03.2011.

THALER, Richard ve Sendhil MULLAINATHAN. (2000). Behavioral Economics, *Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper Series*, Working Paper: 00-27, September.