



Değer ve Büyüme Portföyleri: Risk, Likidite ve Karlılığın Etkisi¹

Dr. Metin BORAK

ukurova Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, mborak@cu.edu.tr

ORCID ID: 0000-0002-8748-409X

zet

Bu çalışmanın amacı, değer ve büyüme portfyelerinin getirilerini risk, likidite ve karlılık temelinde incelemektir. Çalışmanın dönemi Temmuz 2010-Haziran 2021 dönemlerini kapsamaktadır. Değer ve büyüme hisse senetlerini belirlemek için piyasa değeri/defter değeri, fiyat/kazanç ve fiyat/nakit akışı oranları kullanılmıştır. Bu üç göstergeye göre belirlenen değer ve büyüme portföyleri daha sonra risk, likidite ve karlılık oranlarına göre alt gruplara ayrılmıştır. Bu çalışmada toplam borç/toplam varlıklar, risk; aylık işlem hacmi, likidite ve aktif karlılığı, karlılık göstergesi olarak kullanılmıştır. Toplamda 27 eşit ağırlıklı portföy oluşturulmuştur. Oluşturulan portföylerin getirileri, pazar portföyünün getirisi ile T-testleri yardımıyla karşılaştırılmıştır. Ayrıca değer ve büyüme portfyelerinin getirileri de karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre risk, likidite ve karlılığa göre oluşturulan değer portfyelerinin getirileri, pazar portföyünün getirisinden anlamlı bir Şekilde farklı çıkmıştır. Buna göre değer portföyleri, pazara göre daha yüksek bir performans göstermektedir. Diğer yandan büyüme portfyelerinin getirileri ile pazar portföyünün getirisi arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Değer priminin varlığına dönük sonuçlar, genel olarak değer priminin varlığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, değer hisse senetleri genellikle büyüme hisse senetlerine göre daha iyi bir performans göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Değer ve Büyüme Hisse Senetleri, Risk, Likidite, Karlılık

¹ 10-12 Haziran 2022 tarihlerinde yapılan 11. Uluslararası Sosyal Araştırmalar ve Davranış Bilimleri Sempozyumu'nda sözlü bildiri olarak sunulmuştur.

Performance of Value and Growth Portfolios: The effect of Risk, Liquidity and Profitability

Abstract

This study aims to examine the returns of value and growth portfolios based on risk, liquidity, and profitability. The period of the study covers July 2010-June 2021. Market-to-book, price-to-earnings, and price-to-cash flow ratios are used to determine value and growth stocks. Then, the value and growth portfolios are divided into subgroups according to risk, liquidity, and profitability proxies. In this study, total debt/total assets, monthly trading volume, and return on assets were used as proxies for risk, liquidity, and profitability, respectively. A total of 27 portfolios are created. The returns of the portfolios created are compared with the returns of the market portfolio with the help of T-tests. The returns of value and growth portfolios are also compared. The results show that the returns of the value portfolios created according to risk, liquidity, and profitability are significantly different from the returns of the market portfolio. Accordingly, value portfolios outperform the market. The returns of the market portfolio and the returns of the growth portfolios, on the other hand, do not significantly differ from one another. In other words, there is no significant difference between growth portfolios and market portfolio returns. The results regarding the existence of the value premium generally indicate the existence of the value premium. In other words, value stocks generally outperform growth stocks.

Keywords: Value and Growth Stocks, Risk, Liquidity, Profitability

1. Giriş

Portföy seçimi, yatırım kararlarında önemli bir adım olarak görülmektedir (Bauman ve Miller, 1997). Firmaların farklı özelliklerinden dolayı her firmanın hisse senedi fiyatları, ekonomik verilere farklı reaksiyon gösterebilmektedir. Dolayısıyla portföye alınacak hisse senetlerinin özelliklerinin bilinmesi, yatırımcıya fayda sağlayabilmektedir (Faerber, 2008). Hisse senetlerinin özelliklerine göre sınıflandırılması içinde değer ve büyüme hisse senetleri öne çıkmaktadır. Bu hisse senetlerine yönelik yapılan çalışmalar, değer ve büyüme hisse senetlerinin finansal özellikleri arasında sistematik bir fark olduğunu göstermektedir (Weis, Woltering ve Sebastian, 2021). Değer hisse senetleri, gerçek değerinin altında işlem gören karlı firmalara ait hisse senetleri olarak adlandırılmaktadır (Sincere, 2004). Bu hisse senetleri genellikle düşük fiyat/kazanç (F/K), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), fiyat/nakit akışı (F/NA) oranları ile ifade edilmektedir (Basu, 1977; Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994; Fama ve French, 1998; Ding, Chua ve Fetherston, 2005; Athanassakos, 2009; Das ve Kayal, 2021). Büyüme hisse senetleri ise satış ve kazançlardaki

yüksek büyüme oranlarını devam ettirmesi beklenen firmalara ait hisse senetleridir (Faerber, 2008). Bu hisse senetleri genellikle yüksek F/K, PD/DD ve F/NA oranları ile ifade edilmektedir (Basu, 1983; Bauman ve Miller, 1997; Arshanapalli, Coggin ve Doukas, 1998).

Değer ve büyüme hisse senetlerinin getirileri arasındaki pozitif fark, değer primi olarak bilinmektedir (Athanasakos, 2009). İki grup getirileri arasındaki farkın (değer-büyüme) anlamlı olması, incelenen piyasada değer priminin var olduğunu, değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek ortalama getiriye sahip olduğunu göstermektedir. Çeşitli araştırmacılar tarafından yapılan uluslararası çalışmalarda (Basu, 1983; Chan, Hamao ve Lakonishok, 1991; Fama ve French, 1992, 1993; Barber ve Lyon, 1997; La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1997; Chen ve Zhang, 1998; Chou, Das ve Rao, 2011, Kim, 2012) çoğunlukla bu yönde sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye’de yapılan çalışmalarda (Gönenç ve Karan, 2003; Cihangir, Söker ve Baysa, 2019; Daday ve Özçalık, 2019) ise çelişkili sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Dolayısıyla bu araştırma, Türkiye’de değer primi literatürüne katkı sağlayacaktır. Ayrıca çoğu çalışmada değer ve büyüme hisse senetleri tek bir orana göre belirlenmektedir. Bu çalışmada ise üç farklı oranın ortalaması alınmıştır. Bu bakımdan çalışma farklı bir bakış açısı sağlamaktadır.

Bu çalışma, Temmuz 2010-Haziran 2021 dönemleri arasında PD/DD, F/K ve F/NA oranlarına göre oluşturulan değer ve büyüme portföylerinin getirilerini risk, likidite ve karlılık temelinde incelemektedir. Çalışmanın amacı: (1) değer ve büyüme portföylerinin ortalama getirilerinin, pazar portföyünden farklı olup olmadığını belirtmek, (2) değer ve büyüme portföylerinin ortalama getirilerini karşılaştırmak dolayısıyla da değer priminin varlığını incelemek, (3) değer ve büyüme portföylerinin getirileri üzerinde risk, likidite ve karlılığın etkisini araştırmaktır. Çalışmada 27 eşit ağırlıklı portföy oluşturulmuştur ve bu portföylerin getirileri t testleri yardımıyla karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, değer portföylerinin pazara göre daha yüksek bir ortalama getiriye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca değer primi, orta ve yüksek risk, düşük ve orta karlılık ve yüksek likidite gruplarında ortaya çıkmaktadır. Son olarak değer ve büyüme hisse senetlerinin getirileri üzerinde risk ve karlılığın etkisi anlamsız iken likiditenin, büyüme hisse senetlerinin getirileri üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

Bu çalışmanın sonraki bölümleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur. İkinci bölümde konuya ilişkin literatür gözden geçirilmiş ve çalışmalarda elde edilen sonuçlar doğrultusunda hipotezler

geliştirilmiştir. Üçüncü bölümde çalışmada kullanılan veriler ve çalışma yöntemi hakkında bilgi verilmiştir. Dördüncü bölümde çalışmanın bulgularına değinilmiş ve son olarak beşinci bölümde sonuçlar değerlendirilmiştir.

2. Literatür ve Hipotez

Fama ve French (1998), 1975-1995 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda değer priminin varlığını incelemişlerdir. Değer ve büyüme hisse senetlerini PD/DD, F/K, F/NA ve temettü verimi oranlarına göre sınıflandırmışlardır. Araştırmacılar, değer hisse senetlerinin, 13 ülkenin 12'sinde büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek getiriye sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir. Dolayısıyla bu piyasalarda değer priminin olduğu sonucu elde edilmektedir. Bauman, Conover ve Miller (1998), 1986-1996 dönemleri için ABD dışında 21 ülke piyasasında yaptıkları çalışmalarında benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Sonuçlara göre ülkelerin ve yılların çoğunda değer hisse senetleri, büyüme hisse senetlerine göre daha üstün bir performans göstermektedir. Arshanapalli, Coggin ve Doukas (1998), 1975-1995 yılları arasında 18 farklı ülkede yaptıkları araştırmada genel olarak değer hisse senetlerinden oluşan portföylerin hem mutlak hem de riske göre düzeltilmiş performansları, büyüme hisse senetlerinden oluşan portföylere göre daha iyi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Ayrıca değer hisse senetlerinin alınıp büyüme hisse senetlerinin satılmasıyla oluşturulan değer yatırım stratejilerinin üstün bir performansa sahip olduğunu ifade etmişlerdir. Benzer bir çalışma da Kim (2012) tarafından yapılmıştır. 1990-2010 yılları arasında 23 gelişmiş ve 13 gelişmekte olan piyasalarda değer priminin varlığını incelemiştir. 18 gelişmiş ve Türkiye'nin de bulunduğu 10 gelişmekte olan ülkede değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek bir ortalama getiriye sahip olduğunu belirtmiştir.

Basu (1977), 1956-1971 yılları arasında ABD'de yaptığı çalışmada düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinden oluşturulan portföylerin hem mutlak hem de riske göre düzeltilmiş ortalama getirilerinin, yüksek F/K hisse senetlerinden oluşturulan portföylerin getirilerinden daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Benzer sonuçlar, Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994) ve Bauman ve Miller (1997) çalışmalarında da elde edilmiştir. Bu iki çalışmaya göre PD/DD, F/K ve F/NA oranlarına göre oluşturulan değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek getiriye sahiptir. Athanassakos (2009), 1985-2005 yılları arasında Kanada'da 1351 firma ve 7832 firma yılından oluşan bir veri üzerinde değer priminin varlığını araştırmıştır. Ayrıca beta, firma

büyüklüğü ve likidite ile değer ve büyüme hisse senetleri getirileri arasındaki ilişki de incelenmiştir. Çalışmada F/K ve PD/DD oranları, değer ve büyüme hisse senetlerini belirlemek için kullanılmıştır. Araştırmacı, değer hisse senetlerinin, büyüme hisse senetlerine göre daha iyi performans gösterdiğine dair güçlü kanıtlar sunmuştur. Ayrıca değer priminin sektöre özgü olmadığını, değer hisse senetlerinin daha düşük betaya sahip olduğunu ve büyüme hisse senetlerinin daha yüksek likiditeye sahip olduğunu ileri sürmüştür.

Ding, Chua ve Fetherston (2005) çalışmalarında, Temmuz 1976 – Haziran 1997 döneminde Hong Kong, Endonezya, Japonya, Malezya, Singapur, Tayvan ve Tayland borsalarında kayıtlı firmalara ait hisse senetleri verilerini kullanarak değer ve büyüme portföylerinin performanslarını, firma büyüklüğü, risk, likidite ve büyüme potansiyelini dikkate alarak incelemiştir. Sonuçlar, değer primlerinin, Hong Kong, Japonya, Malezya ve Singapur piyasalarında genellikle pozitif çıktığını göstermektedir. Firma büyüklüğü, risk, likidite ve büyüme potansiyelinin etkisine dönük sonuçlar, büyüklük etkisinin çoğunlukla anlamlı, risk etkisinin çoğunlukla anlamsız, likidite etkisinin tutarsız ve büyüme potansiyeli etkisinin çoğunlukla anlamlı olduğunu göstermektedir.

Gönenç ve Karan (2003), 1993-1998 yılları arasında yaptıkları çalışmada Borsa İstanbul'da değer priminin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Canbaş ve Arıoğlu (2008, 2009), yaptıkları çalışmalarda DD/PD oranının getiriler üzerinde etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Kaldırım (2017), momentum yatırım stratejilerinde DD/PD ve F/K oranlarının etkisini incelemiş ve 3, 6, 9 ve 12 aylık yatırım sürelerinde bu oranların etkili olduğunu ifade etmiştir. Cihangir, Söker ve Baysa (2019), F/K ve PD/DD temelinde oluşturulan yüksek oranlı portföylerin daha yüksek getiriye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Daday ve Özçalık (2019), düşük F/K, F/NA, PD/DD ve F/S oranlarına göre oluşturulan portföylerin, yüksek F/K, F/NA, PD/DD ve F/S oranlarına göre oluşturulan portföylerden daha yüksek getiri sağladığını ileri sürmüşlerdir.

Değer ve büyüme hisse senetlerine dönük yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarına paralel olarak bu çalışmanın hipotezleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

Hipotez 1: $\mu_i \neq \mu_m$, i portföyünün (değer ve büyüme) ortalama getirisi, pazar portföyünün ortalama getirisinden farklıdır.

Hipotez 2: $\mu_1 \neq \mu_3$, aynı risk/likidite/karlılık düzeyinde değer portföyünün ortalama getirisi, büyüme portföyünün ortalama getirisinden farklıdır.

Hipotez 3: $\mu_1 \neq \mu_3$, düşük risk/likidite/karlılık portföylerin ortalama getirisi, yüksek risk/likidite/karlılık portföylerinin ortalama getirisinden farklıdır.

3. Veri ve Yöntem

3.1. Veri ve Örneklem

Bu çalışmanın örneklemini, 2009-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır. Mali kuruluşların finansal tabloları, mali olmayan firmalardan farklı olduğu için bu firmalar örneklemden çıkarılmıştır. Çalışmada oluşturulan portföylerin getirileri, Temmuz 2010-Haziran 2021 dönemlerini kapsamaktadır. Değer ve büyüme hisse senetlerini belirlemek için PD/DD (Fama ve French, 1992, 1993, 1998, 2021; Bauman ve Miller, 1997; Athanassakos, 2009; Das ve Kayal, 2021), F/K (Basu, 1977, 1983; Ding, Chua ve Fetherston, 2005) ve F/NA (Bauman ve Miller, 1997; Fama ve French, 1998) oranları kullanılmıştır. Değer ve büyüme portföylerini alt gruplara ayırmak için risk, likidite ve karlılık oranları kullanılmıştır. Toplam borçlar/toplam varlıklar, risk; aylık işlem hacmi, likidite ve aktif karlılığı, karlılık göstergesi olarak kullanılmıştır (Haugen, 1996; Ding, Chua ve Fetherston, 2005). Portföylerin ortalama getirilerini hesaplamak için hisse senetlerinin aylık getirileri kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada pazar portföyünün aylık getirisi kullanılmıştır. Pazar portföyünü temsilen BİST100 Endeksi ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan tüm veriler, Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim Ticaret ve Sanayi Ltd. Şti tarafından sağlanan veri tabanından (www.finnet.gen.tr) elde edilmiştir.

3.2. Yöntem

Bu çalışmada tüm portföyler, t yılının Haziran ayında oluşturulmuştur. Portföy getirileri ise t yılı Temmuz ayından t+1 yılının Haziran ayına kadar hesaplanmıştır. Değer ve büyüme portföylerini oluşturmak için PD/DD, F/K, ve F/NA oranları kullanılmıştır. Örneklemde yer alan tüm hisse senetleri, t-1 yılının Aralık ayı oranlarına göre küçükten büyüğe doğru ayrı ayrı sıralanmıştır. Her bir hisse senedinin bu oranlara göre kaçınıcı sırada olduğu belirlenmiştir. Daha sonra aşağıdaki formül kullanılarak bu oranlara göre ortalama sıra hesaplanmıştır (Ding, Chua, Fetherston, 2005):

$$Ortalama\ Sıra_{it} = \frac{\sum_{a=1}^3 Sira_{at}}{3} \quad (1)$$

Sıra_{1t}, t yılında i firmasının PD/DD oranına göre sırasını; Sıra_{2t}, t yılında i firmasının F/K oranına göre sırasını; Sıra_{3t}, t yılında i firmasının F/NA oranına göre sırasını göstermektedir. Firmalar bu ortalamaya göre küçükten büyüğe doğru sıralanmış ve üç gruba ayrılmıştır. İlk %30'da yer alan hisse senetlerinden değer portföyü oluşturulmuştur. Bu portföy V1 şeklinde kodlanmıştır. Son %30'da yer alan hisse senetlerinden ise büyüme portföyü oluşturulmuştur. Bu portföy de V3 şeklinde kodlanmıştır. Orta %40'da yer alan hisse senetleri ise V2 şeklinde kodlanmıştır. Risk (R), likidite (L) ve karlılığın (K) değer ve büyüme getirileri üzerindeki etkisini incelemek için bu üç portföy (V1, V2 ve V3) her bir göstergeye göre ayrı ayrı üç gruba ayrılmıştır. Örneğin, risk göstergesine göre V1, V2 ve V3 portföylerinin her biri %30, %40 ve %30 oranlarına göre üç kısma ayrılmıştır. İlk grup, en düşük riske sahip hisse senetlerinden, ikinci grup orta riskli hisse senetlerinden, üçüncü grup ise en yüksek riske sahip hisse senetlerinden oluşmaktadır. Böylelikle 9 portföy (V1R1, V1R2, V1R3, V2R1, V2R2, V2R3, V3R1, V3R2 ve V3R3) elde edilmiştir. Benzer şekilde likidite (V1L1, V1L2, V1L3, V2L1, V2L2, V2L3, V3L1, V3L2 ve V3L3) ve karlılık (V1K1, V1K2, V1K3, V2K1, V2K2, V2K3, V3K1, V3K2 ve V3K3) göstergelerine göre 9'ar portföy oluşturulmuştur. Sonuç olarak toplamda 27 portföy oluşturulmuştur. Risk ve karlılık göstergelerinin t-1 yılı Aralık değeri kullanılırken likidite göstergesinin t yılı Haziran ayı değeri kullanılmıştır. T-testleri yardımıyla oluşturulan portföylerin getirilerinin pazar portföyünden farklı olup olmadığı, değer priminin olup olmadığı ve risk, likidite ve karlılığın değer ve büyüme portföylerinin getirileri üzerinde etkisi olup olmadığı incelenmiştir.

4. Bulgular

4.1. Özet İstatistikler

Tablo 2'de oluşturulan portföylerin ve pazar portföyünün Temmuz 2010- Haziran 2021 dönemleri için ortalama getirileri, medyan, standart sapmaları, maksimum ve minimum değerleri gösterilmektedir.

Tablo 2. Portföyler için Özet İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sap.	Gözlem S.
V1R1	0,020	0,015	0,421	-0,159	0,073	132
V1R2	0,025	0,023	0,333	-0,158	0,076	132
V1R3	0,024	0,028	0,658	-0,168	0,089	132
V2R1	0,028	0,022	0,381	-0,168	0,082	132
V2R2	0,026	0,014	0,439	-0,179	0,079	132
V2R3	0,022	0,016	0,303	-0,202	0,073	132

Değer ve Büyüme Portföyleri: Risk, Likidite ve Karlılığın Etkisi

V3R1	0,016	0,009	0,396	-0,191	0,091	132
V3R2	0,014	0,012	0,331	-0,172	0,081	132
V3R3	0,011	0,011	0,328	-0,230	0,076	132
V1K1	0,023	0,022	0,489	-0,167	0,080	132
V1K2	0,026	0,019	0,596	-0,151	0,082	132
V1K3	0,021	0,020	0,300	-0,241	0,078	132
V2K1	0,025	0,019	0,290	-0,176	0,079	132
V2K2	0,023	0,024	0,267	-0,203	0,072	132
V2K3	0,027	0,016	0,461	-0,161	0,084	132
V3K1	0,011	0,012	0,258	-0,211	0,081	132
V3K2	0,016	0,015	0,401	-0,205	0,087	132
V3K3	0,015	0,010	0,527	-0,174	0,084	132
V1L1	0,030	0,014	0,879	-0,193	0,105	132
V1L2	0,022	0,026	0,281	-0,200	0,069	132
V1L3	0,019	0,018	0,257	-0,193	0,078	132
V2L1	0,034	0,019	0,500	-0,205	0,095	132
V2L2	0,023	0,023	0,260	-0,190	0,072	132
V2L3	0,019	0,016	0,272	-0,193	0,070	132
V3L1	0,021	0,021	0,503	-0,178	0,089	132
V3L2	0,016	0,011	0,408	-0,230	0,086	132
V3L3	0,004	0,007	0,247	-0,200	0,070	132
Pazar	0,007	-0,001	0,171	-0,165	0,063	132

Tablo 2 incelendiğinde Temmuz 2010- Haziran 2021 dönemleri boyunca V2L1 portföyü en yüksek ortalama getiriye (%3,4) sahip iken yüksek likiditeye sahip büyüme portföyü (V3L3) en düşük ortalama getiriye (%0,4) sahip olduğu görülmektedir. Bu portföylerin standart sapmaları sırasıyla %9,5 ve %7'dir. Değer portföyleri (V1 ile başlayan portföyler) arasında en yüksek ortalama getiriye (%3) sahip portföy, likidite temelinde oluşturulan en düşük likiditeye sahip portföy (V1L1) iken en düşük ortalama getiriye (%1,9) sahip portföy ise yine likidite temelinde oluşturulan en yüksek likiditeye sahip portföydür (V1L3). Büyüme portföyleri (V3 ile başlayan portföyler) arasında en yüksek ortalama getiriye (%2,1) sahip portföy, likidite temelinde oluşturulan en düşük likiditeye sahip portföy (V3L1) olduğu görülmektedir.

4.2. Portföy Getirilerinin Karşılaştırılması

Tablo 3, 4 ve 5'te sırasıyla risk, likidite ve karlılık temelinde oluşturulan portföylerin, pazar getirisini aşan ortalama getirileri, değer ve büyüme portföylerinin getirileri arasındaki fark ve risk, likidite ve karlılığa göre oluşturulan düşük ve yüksek portföylerin getirileri arasında fark gösterilmektedir. Tablolarda ilk olarak tüm değer ve büyüme portföylerinin aylık ortalama

getirileri, pazar portföyünün ortalama getirisinden farklı olup olmadığı test edilmiştir. Daha sonra değer ve büyüme portföylerinin aylık ortalama getirileri karşılaştırılmıştır. Son olarak değer ve büyüme portföyleri altında oluşturulan risk, likidite ve karlılık portföylerinin aylık ortalama getirileri karşılaştırılmıştır. Tüm karşılaştırmalarda T-testleri yapılmış ve parantez içinde t değerleri gösterilmiştir.

Tablo 3. Risk Temelinde Değer ve Büyüme Portföylerinin Ortalama Getirileri

		Değer ve Büyüme			Değer Primi (V1-V3)	Pazar Portföyünün (BİST100) Ortalaması
		Değer		Büyüme		
		V1	V2	V3		
Risk	Düşük (R1)	0,0136*** (2,8127)	0,0208*** (3,6207)	0,0092 (1,4099)	0,0044 (0,7554)	0,007
	Orta (R2)	0,0186*** (4,0919)	0,0190*** 3,5070	0,0074 1,3486	0,0112*** 2.6605	
	Yüksek (R3)	0,0175*** (3,0113)	0,0150*** (3,5742)	0,0040 (0,8574)	0.0136*** (2.7951)	
Fark (R1-R3)		-0.0039 (-0.8620)	0,0058 (1,2384)	0,0052 (0,9708)		

Not: Parantez içindeki değerler, t istatistiğini göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3'te değer portföylerinin (V1R1, V1R2 ve V1R3) ortalama getirilerinin pazardan farklı olduğu görülmektedir. Buna göre değer portföyleri, tüm risk düzeylerinde pazara göre daha iyi performans göstermektedir. Diğer yandan, büyüme portföylerinin (V3R1, V3R2 ve V3R3) ortalama getirileri, pazardan farklı olmadığı görülmektedir. Büyüme portföyleri ile pazara portföyü getirileri arasındaki fark, istatistiksel olarak anlamlı değildir. Değer ve büyüme portföylerinin getirileri arasındaki farklar (V1-V3) incelendiğinde değer portföylerinin, büyüme portföylerine göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. İki portföyün ortalama getirileri arasındaki fark, orta ve yüksek risk düzeyinde anlamlı iken düşük risk düzeyinde anlamsızdır. Dolayısıyla değer primi (değer-büyüme), orta ve yüksek risk grubunda görülürken düşük risk grubunda görülmemektedir. Bu sonuç, orta ve yüksek risk grubunda değer yatırımcılarının, büyüme yatırımcılarına göre daha iyi bir getiri elde edebileceklerini ifade etmektedir. Tablonun son satırında yer alan fark (R1-R3), farklı risk düzeylerindeki portföylerin ortalama getirileri arasındaki farkı göstermektedir. Diğer bir deyişle, değer ve büyüme portföylerinin getirileri üzerinde riskin etkisini göstermektedir. Değer portföyünde yüksek riske sahip portföyün ortalama

getirisi, düşük riskli portföyün ortalama getirisinden daha yüksek olmaktadır. Ancak bu fark, anlamlı değildir. Diğer yandan büyüme portföyünde düşük riske sahip portföyün ortalama getirisi, yüksek riskli portföyün ortalama getirisinden daha yüksektir. Bu fark da anlamlı değildir. Dolayısıyla elde edilen bu sonuçlar, yüksek ve düşük risk düzeylerindeki portföylerin ortalama getirileri arasında anlamlı bir farkın olmadığını göstermektedir. Bu sonuç, değer ve büyüme portföylerinin ortalama getirileri açısından riskin anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Tablo 4. Likidite Temelinde Değer ve Büyüme Portföylerinin Getirileri

		Değer ve Büyüme			Değer Primi (V1-V3)	Pazar Portföyünün (BİST100) Ortalaması
		Değer	Büyüme			
		V1	V2	V3		
Likidite	Düşük (L1)	0.0235*** (2.9763)	0.0271*** (3.8283)	0.0140** (2.0968)	0.0095 (1.3489)	0.007
	Orta (L2)	0.0152*** (3.6106)	0.0164*** (3.4867)	0.0091 (1.5785)	0.0061 (1.2840)	
	Yüksek (L3)	0.0117*** (2.8053)	0.0119*** (3.1537)	-0.0025 (-0.6381)	0.0142*** (3.0923)	
Fark (L1-L3)	0.0118 (1.5730)	0.0152*** (2.6462)	0.0164*** (3.0090)			

Not: Parantez içindeki değerler, t istatistiğini göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 4'te değer primi (V1-V3) sütunu, farklı likidite düzeylerinde değer primini göstermektedir. Değer primi, yüksek likiditeye sahip portföy için %1,4 iken düşük likiditeye sahip portföy için %0,9'dur. Ancak sadece yüksek likiditeye sahip değer portföyün (V1L3) getirisi ile büyüme portföyünün (V3L3) getirisi arasında fark anlamlıdır. Diğer bir deyişle değer primi, yüksek likiditeye sahip portföyler için anlamlı iken diğer risk düzeylerindeki portföyler için anlamsızdır. Değer portföylerinin (V1L1, V1L2 ve V1L3) ortalama getirileri, pazar getirisinden anlamlı bir şekilde farklıdır. Bu fark, değer portföylerinin aynı zaman diliminde pazara portföyüne göre daha iyi performans sergilediğini göstermektedir. Diğer yandan düşük likidite düzeyi hariç büyüme portföylerinin ortalama getirilerinin pazardan farklı olmadığı görülmektedir. Ayrıca düşük ve yüksek likiditeye sahip portföylerin ortalama getirileri arasındaki fark, değer portföyü için pozitif ve anlamsız iken büyüme portföyü için pozitif ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Diğer bir ifade ile likiditenin, değer hisse senetlerinin getirileri üzerinde bir etkisi yok iken büyüme hisse senetlerinin getirileri üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

Tablo 5. Karlılık Temelinde Değer ve Büyüme Portföylerinin Getirileri

		Değer ve Büyüme			Değer Primi (V1-V3)	Pazar Portföyünün (BİST100) Ortalaması
		Değer	Büyüme			
		V1	V2	V3		
Karlılık	Düşük (K1)	0.0164*** (3.18849)	0.018*** (3.5491)	0.0040 (0.7216)	0.0124*** (2.6573)	0.007
	Orta (K2)	0.0190*** (3.5471)	0.0166*** (3.7183)	0.0089 (1.6420)	0.0101** (2.2668)	
	Yüksek (K3)	0.0146*** (3.0548)	0.0205*** (3.3928)	0.0077 (1.2262)	0.0069 (1.0836)	
Fark (K1-K3)		0.0018 (0.3610)	-0.0025 (-0.5126)	-0.0037 (-0.6951)		

Not: Parantez içindeki değerler, t istatistiğini göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5'te değer portföyleri, pazara göre daha yüksek ortalama getiriye sahiptir. Değer ve pazar portföyünün ortalama getirileri arasındaki fark pozitif ve anlamlıdır. Yüksek karlılık seviyesinde değer portföyünün (V1K3) pazarı portföyünü aşan getirisi %1,46 iken düşük karlılıktaki değer portföyünün (V1K1) pazarı aşan getirisi ise %1,64'tür. Büyüme portföylerinin ortalama getirileri de pazara göre daha yüksektir. Ancak aralarındaki fark, anlamlı değildir. Değer ve büyüme portföylerinin ortalama getirileri arasındaki fark, üç karlılık düzeyinde de pozitiftir. Diğer bir deyişle değer portföylerinin performansları, incelenen dönem boyunca büyüme portföylerinden daha yüksektir. Ancak ortalamalar arasındaki fark, düşük ve orta karlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu da, iki karlılık düzeyinde değer priminin olduğunu göstermektedir. Düşük ve yüksek karlılığa sahip portföylerin ortalama getirileri arasındaki fark, değer portföyünde pozitif, büyüme portföyünde ise negatif olmaktadır. Ancak her iki fark da anlamsızdır. Dolayısıyla karlılığın, hem değer hem de büyüme portföylerinin ortalama getirileri üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.

5. Sonuç

Bu çalışma, değer ve büyüme portföylerinin getirilerini risk, likidite ve karlılık temelinde incelemektedir. Çalışmanın örneklemini, 2009-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren mali kuruluşlar dışındaki firmaları kapsamaktadır. Değer ve büyüme portföyleri oluşturulduktan sonra bu portföyler, ayrı ayrı farklı risk, likidite ve karlılık düzeylerine göre alt portföylere ayrılmıştır. Toplamda 27 portföy oluşturulmuş ve bu portföylerin ortalama getirileri Temmuz 2010- Haziran 2021 dönemleri için hesaplanmıştır. Oluşturulan portföylerin getirileri,

pazar portföyünün ortalama getirisi ile karşılaştırılmış ve aralarında anlamlı bir fark olmadığı T-testleri yardımıyla ortaya konulmuştur. Ayrıca değer ve büyüme portföylerinin ortalama getirileri karşılaştırılmış ve değer priminin olup olmadığı incelenmiştir. Son olarak risk, likidite ve karlılık temelinde oluşturulan yüksek ve düşük göstergeli portföylerin ortalama getirileri karşılaştırılarak riskin, likiditenin ve karlılığın, değer ve büyüme portföylerinin getirileri üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur.

Risk, likidite ve karlılık temelinde değer portföyleri, pazara göre daha yüksek bir ortalama getiriye sahiptir. Likidite temelinde oluşturulan düşük likiditeye sahip büyüme portföyü hariç, diğer büyüme portföylerinin ortalama getirileri, pazar portföyünün ortalama getirisinden farklı değildir. Değer primi açısından sonuçlar değerlendirildiğinde orta ve yüksek risk, düşük ve orta karlılık ve yüksek likidite gruplarında değer primi söz konusudur. Diğer bir deyişle değer priminin anlamlı olduğu bu portföylerde değer hisse senetleri, büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek ortalama bir getiriye sahiptir. Değer ve büyüme portföylerinin getirileri üzerinde riskin, likiditenin ve karlılığın etkisi incelendiğinde sadece likiditenin etkisi anlamlıdır. Risk ve karlılığın, değer ve büyüme hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsızdır. Dolayısıyla düşük likidite sahip büyüme portföyleri, daha yüksek ortalama getiriye sahiptir. Elde edilen bu sonuçlar, Türkiye piyasasında değer ve büyüme yatırımcıları için farklı bir yatırım stratejisi sunmaktadır. Buna göre değer yatırımcısı, değer hisse senetlerine yatırım yaparak hem pazar hem de büyüme hisse senetlerine göre daha yüksek bir getiri sağlayabilmektedir. Diğer taraftan büyüme yatırımcısı ise düşük likiditeye sahip büyüme hisse senetlerine yatırım yaparak daha yüksek bir getiri sağlayabilmektedir. Gelecekte yapılacak çalışmalar, farklı göstergelere göre değer ve büyüme portföylerinin getirilerini inceleyerek literatüre katkı sağlayıp farklı bir bakış açısı ortaya koyabilirler.

Kaynakça

Arshanapalli, B., Coggin, T. D. & Doukas, J. (1998). Multifactor asset pricing analysis of international value investment strategies. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 10-23.

Athanassakos, G. (2009). Value versus growth stock returns and the value premium: The Canadian experience 1985–2005. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 26(2), 109-121.

Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Firm size, book-to-market ratio, and security returns: A holdout sample of financial firms. *The Journal of Finance*, 52(2), 875-883.

Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.

Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.

Bauman, W. S., & Miller, R. E. (1997). Investor expectations and the performance of value stocks versus growth stocks. *Journal of Portfolio Management*, 23(3), 57.

Bauman, W. S., Conover, C. M., & Miller, R. E. (1998). Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 75-89.

Canbaş, S. ve Arıoğlu, A. (2008). Testing the three factor model of Fama and French: Evidence from Turkey. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3), 79-92.

Canbaş, S. ve Arıoğlu, A. (2009). Factors affecting the cross section of common stock returns: An applied analysis at ISE. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(1), 79-94.

Chan, L. K., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *The Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.

Chen, N. F., & Zhang, F. (1998). Risk and return of value stocks. *The Journal of Business*, 71(4), 501-535.

Chou, J., Das, P. K., & Rao, S. U. (2011). The value premium and the January effect. *Managerial Finance*, 37(6), 517-536.

Cihangir, M., Söker, F., ve Baysa, E. (2019). Pay piyasasında firma büyüklüğü, fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri anomalisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 93, 335-347.

Daday, Z., ve Özçalık, S. G. (2019). Kesitsel anomalilerinin Borsa İstanbul'da test edilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 20(2), 253-273.

Das, R., & Kayal, P. (2021). Super growth portfolio—a study of Indian stocks. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 1-15.

Ding, D. K., Chua, J. L., & Fetherston, T. A. (2005). The performance of value and growth portfolios in East Asia before the Asian financial crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(2), 185-199.

Faerber, E. (2008). *All about stocks: The easy way to get started* (3th. ed.). United States of America: McGraw-Hill.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975-1999.

Fama, E. F., & French, K. R. (2021). The value premium. *The Review of Asset Pricing Studies*, 11(1), 105-121.

Goneç, H. ve Karan, B. (2003). Do value stocks earn higher returns than growth stocks in an emerging market? Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), 1-25.

Haugen, R. A. (1996). The effects of intrigue, liquidity, imprecision, and bias on the cross-section of expected stock returns. *Journal of Portfolio Management*, 22(4), 8-17.

Kaldırım, Y. (2017). Momentum anomalisi ve momentum anomalisinde defter değeri/piyasa değeri oranı, firma büyüklüğü, fiyat/kazanç oranı etkisi. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 139-162.

Kim, D. (2012). Value premium across countries. *The Journal of Portfolio Management*, 38(4), 75-86.

La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *The Journal of Finance*, 52(2), 859-874.

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.

Sincere, M. (2004). *Understanding stocks*. United States of America: McGraw-Hill Companies, Inc.

Weis, C., Woltering, R. O., & Sebastian, S. (2021). Which stocks are driven by which interest rates? Evidence from listed real estate. *Journal of Property Research*, 38(3), 175-197.