



İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama

Şerafettin SEVİM*
Soner AKKOÇ**

Özet: Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uzun vadede ucuz fiyat olgusunu test etmektir. Bu amaçla çalışmada 1990-1999 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 185 hisse senedi analize tabi tutulmuştur. Araştırmada ortalama anormal getiriler ve birikimli ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. 36 aylık süreçte ortalama anormal getiriler 13 ayda pozitif, 23 ayda negatif değere sahiptir. 36 ayın sonunda, birikimli ortalama anormal getirinin $-15,26$ değerine ulaştığı görülmüştür. Yani bu hisse senetleri, yatırımcılarına piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamamıştır. Ayrıca bu çalışmada hisse senetlerinden faaliyet alanlarına göre 16 grup oluşturulduğunda benzer sonuçlar elde edilmiştir. Bu araştırmada, İMKB'de ilk kez halka açılan hisse senetlerine yatırım yapılarak oluşturulacak bir işlem stratejisiyle, uzun vadede piyasanın üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk halka arz, Uzun vadeli performans, Etkin piyasalar hipotezi, İMKB,

The Long-Run Performance of Initial Public Offerings and Low Price Phenomen: A Sectoral Comparison in ISE

Abstract: The purpose of this study is to test the low price phenomenon for Istanbul Stock Exchange. In this connection, 185 initial public offerings which were offered to the public - from 1990 to 1999- have been analysed. In this research, average abnormal returns and cumulative average abnormal returns have been also calculated. According to the results of this study, the average abnormal returns within 36 months have reached the positive value in 13 months, whereas they have reached a negative value in 23 months. At the end of 36 months, cumulative average abnormal returns reached the value of -15.26% . In other words these stocks could not provide for their investors a return over the market. Moreover, in this study 16 groups were formed according to their activity area and similar results were obtained. In this study, it has been reached that in long run, one can not obtain returns over the market throughout the strategy of investing on the initial public offerings in ISE.

Keywords: Initial public offerings, Long-run performance, Efficient markets hypothesis, Istanbul Stock Exchange

GİRİŞ

Fama (1970) tarafından ortaya atılan Etkin Piyasalar Hipotezi, hisse senedi fiyatları mevcut olan tüm bilgileri yansıttığı için yatırımcıların herhangi bir yöntemi kullanarak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edemeyeceğini söylemektedir. Etkin bir piyasada, hisse senetlerinin fiyatlarını değiştirecek

* Prof.Dr.,Dumlupınar Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü.

** Öğr.Grv.,Dumlupınar Üniversitesi, Şaphane MYO, İşletme Bölümü.

tüm bilgiler fiyatlara yansıtıldığı için herhangi bir yatırımcının normal üstü getiri sağlaması mümkün değildir.

Literatürde bu hipotezi test etmeye yönelik olarak yapılan uygulamalı çalışmalarda bu hipotez ile örtüşmeyen bulgulara ulaşılmıştır. Yapılan uygulamalı çalışmalar, bize bazı yöntemleri kullanarak piyasanın üzerinde bir getiri elde edilebileceğini göstermektedir. Etkin piyasalar hipotezi ile uyuşmayan bu gözlemler literatürde *anomali* olarak adlandırılmaktadır. Fiyat kazanç oranı, ocak ayı etkisi, haftanın günü etkisi, firma büyüklüğü etkisi, aşırı tepki verme etkisi gibi bilinen birçok anomali mevcuttur. Ucuz fiyat etkisi de bu anomaliler içinde yerini aramaktadır.

Ucuz fiyat etkisi bize hisse senetlerinin ilk halka arzından sonra kısa bir dönem içinde yatırımcılarına piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağladığını söylemektedir. İlk halka arz edilen hisse senetlerinin bu avantajını uzun vadeye taşıyıp taşımadıklarının bilgisi ise özellikle yatırımcılar için çok önemlidir. Bu konuda literatürde çelişkili bulgulara rastlanmaktadır. Çoğu uluslararası çalışmada kısa vadede piyasanın üzerinde ve anlamlı getiriler elde edilirken, bu getirilerin uzun vadede aşındığı belirtilmektedir. Bazı çalışmalarda ise kısa vadede elde edilen bu avantajın uzun vadeye de taşındığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özsermaye ile fon ihtiyaçlarını karşılamak isteyen firmaların sermaye piyasası aracılığıyla halka açılmaları firma için önem arzettiği gibi sermaye piyasasının hacminin artması, piyasanın derinlik kazanması ve gelişmesi açısından da büyük önem arz etmektedir. Diğer önemli bir konu ise yatırımcıların halka açılan firmaların hisse senetlerine yatırım yaparak nasıl bir kazanç elde ettiğidir. Bu çalışmada ilk halka arzlar, hisse senedi yatırımcıları açısından ele alınmıştır. Yani ilk kez halka arzedilen hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların kısa vadede elde ettikleri avantajlarını uzun vadeye taşıyıp taşımadıkları araştırılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, İMKB’de 1 Ocak 1990 – 31 Aralık 1999 tarihleri arasındaki 10 yıllık süreçte, halka açılan firmaların hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını, hisse senedi yatırımcıları açısından, ortaya koymaktır. Çalışmanın ikinci bölümünde literatürdeki uluslararası çalışmalara yer verilmiştir. Sonrasında uygulamada kullanılan veriler ve yöntem açıklanmıştır. Bu bölümü takiben uygulama sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Sonuç bölümü ise son kısmı oluşturmaktadır.

ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Ibbotson (1975) New York Borsası’nda yapmış olduğu çalışmada ilk halka arz edilen hisselerin ilk gün getirisini %11.4 bularak ilk halka arzedilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığını belirtmiştir.

McDonald ve Fisher (1972) Amerikan hisse senedi piyasasında 1969 ve 1970 yılını kapsayan çalışmalarında ilk halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarını incelemek üzere 142 adet hisse senedinin performansını 5 dönemde incelemişlerdir. İlk dönemde hisse senetlerinin ilk haftadaki performansları incelenmiş ve ilk hafta için hisse senetlerinin anormal getirisi %28.5 hesaplanmıştır. İkinci dönemde hisse senetlerinin anormal getirileri ilk haftadan sonra 1 yıla kadar olan zaman diliminde (51 hafta) incelenmiş ve burada hisse senetlerinin anormal getirisi -%18.1 hesaplanmıştır. Üçüncü dönemde hisse senetlerinin ilk aydaki performansı incelenmiş ve ilk aydaki anormal getiri %34.6 bulunmuştur. Dördüncü dönemde ilk ayın bitiminden bir yıla kadar olan zaman diliminde hisse senetlerinin performansı incelenmiş ve hisse senetlerinin anormal getirisi -%19.8 bulunmuştur. Beşinci dönemde ise ilk yıldaki performans incelenmiş ve hisse senetlerinin anormal getirisi -%3.2 olarak bulunmuştur. Sonuç olarak hisse senetleri ilk halka arz edildiğinde yüksek getiriler sağlanmasına rağmen ilerleyen zamanlarda hisse senetlerinin bu avantajını kaybettiği belirtilmektedir. Ayrıca bu sonuçların, piyasadaki bilgilerin fiyatlara hızlıca yansdığından dolayı, etkin piyasalar hipotezini desteklediği de bildirilmiştir.

Ritter (1991) Amerikan hisse senedi borsalarında 1975-1984 yıllarını kapsayan ve 1526 hisse senedinden oluşan çalışmada hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemdeki performanslarını incelemiştir. İlk gün getirisi %14.32 bulunurken, uzun dönem için 36 aylık süreçte anormal getiriler (AR) birikimli anormal getiriler (CAR) ve göreceli refah göstergesi (Wealth Relative: WR) hesaplanmıştır. 36 aylık dönemin beşinde anormal getiriler pozitif iken 31'inde negatif çıkmıştır. Birikimli anormal getiriler ise beşinci aydan itibaren negatif değere ulaşmış ve bu gidişi 36. aya kadar sürdürmüştür. Bu hisselerin birikimli anormal getirileri 3 yılın sonunda -%29.13'e ulaşmıştır. Bu çalışmada ilk günde elde edilen getirilerin uzun dönemde korunamadığı belirtilmiştir. Ritter'in (1991) çalışmasına paralel olarak, Yi (2001) tarafından Amerikan hisse senedi borsasında, 1987-1991 yılları arasında, 1032 adet ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin analiz edildiği çalışmada, uzun dönem performansların negatif bulunduğu belirtilmiştir.

Houge ve Loughran (1999) Amerikan hisse senedi piyasalarında 1983-1991 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 393 adet banka hisse senetlerinin 5 yıllık performanslarını değerlendirdikleri çalışmalarında, ilk günlük getirilerin pozitif olmasına rağmen, uzun dönemdeki getirilerin negatif olduğunu belirtmişlerdir.

Koli ve Suret (2004) Kanada hisse senedi piyasalarında 1991-1998 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 445 hisse senedinin kısa ve uzun vadedeki performanslarını inceledikleri çalışmalarında hisse senetlerinin ilk günlük

ortalama getirisini %20.57 bulmuşlardır. Bu hisselerin 5 yılı kapsayan uzun dönemdeki performanslarının ise piyasa getirisinin altında gerçekleştiği görülmüştür.

Brounen ve Eichholtz (2002) İngiliz, Fransız ve İsveç şirketlerinden oluşan ve 1984-1999 yılları arasında halka açılan 54 firmayı kapsayan çalışmalarında, ilk gün anormal getiri %2.55 bulunurken, bir yılın sonundaki birikimli anormal getirinin -%1.29 olduğu belirtilmiştir. Yalnız 12 aylık birikimli anormal getiri İngiliz ve Fransız şirketleri için negatif değere sahipken bu oranın İsveç şirketleri için %18.89 olduğu da belirtilmiştir. Yine Fransız hisse senedi borsasında Chahine (2004) tarafından, 1996-1998 yılları arasında ilk kez halka arz edilen ve 168 adet hisse senedinden oluşan çalışmada, hisse senetlerinin uzun vadeli performanslarının negatif değere sahip olduğu belirtilmiştir.

Ljungqvist (1997) Alman hisse senedi piyasasında 1970-1993 yılları arasında, hisse senetlerini halka arzeden 189 firmayı ele aldığı çalışmasında, bu piyasada yapılan önceki çalışmaları destekler şekilde, ilk kez halka arz edilen firmaların ilk yıldaki getirilerini pozitif bulurken üç yılın sonundaki getirileri negatif bulmuştur.

Lyn ve Zychowicz (2003) 1991-1998 yılları arasında, 103 Polonya ve 33 Macaristan firmasının ilk halka arzlarının kısa ve uzun vadedeki performanslarını incelemişlerdir. İlk gündeki anormal getiriler Macaristan ve Polonya firmaları için sırasıyla %15.12 ve %54.45 bulunmuştur. Firmaların uzun vadeli performansları, ilk gün hariç tutularak hesaplandığında ise bu kazancın aşındığı sonucuna ulaşılmıştır.

Canina ve Gibson (2003) 1981-2001 yılları arasında, 102 restoran ve 35 otel firmasından oluşan çalışmalarında ilk gün getirilerinin pozitif ve anlamlı olduğunu belirtmektedirler. 1981-1989 ve 1989-2001 yılları arasında iki dönemde elde edilen ilk gün getirileri sırasıyla %9.2 ve %21.1 bulunmuştur. Bu bulguların, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı sonucunu pekiştirdiği belirtilmiştir.

Hensler ve diğerleri (2000) Meksika hisse senedi piyasasında 1987-1993 yılları arasında ilk kez halka arzedilen hisse senetlerini kısa ve uzun dönemdeki performanslarını iki grupta ele almışlardır. 6 yıllık süreçte ilk kez halka arz edilen 14 banka ve 54 bankacılık dışında faaliyette bulunan hisse senetlerinden oluşturulan grupların performansları incelenmiştir. İlk gün getirileri pozitif bulunurken, banka hisse senetlerinden oluşturulan portföyün 300 işlem günü sonrasındaki birikimli anormal getiri %55.87 diğer portföy için -%21.12 bulunmuştur.

Kim ve diğerleri (1995) 1985-1989 yılları arasında Kore hisse senedi borsasında halka ilk kez arzedilen 169 firmanın kısa ve uzun dönemdeki performanslarını incelemişlerdir. Bu çalışmada, önceki uluslararası çalışmaların aksine, düşük fiyat olgusunun uzun dönemde de varlığını sürdürdüğü belirtilmiştir.

Yu ve Tse (2005) Çin piyasasında 1995-1998 yılları arasında 343 firmayı kapsayan çalışmalarında ilk gün ortalama getiriye %123.59 bulmuşlardır. Ayrıca bu oranın 1990'lı yıllarda aynı piyasada yapılan diğer çalışmalardaki sonuçlardan daha düşük olduğu da belirtilmiştir. Chi ve Padgett (2005) Çin piyasasında 1996-2000 yılları arasında, hisse senetlerini halka arzeden 668 firmayı kapsayan çalışmalarında bu olguyu kısa dönemde test etmişlerdir. Birinci, beşinci, onuncu ve yirincinci işlem günü için hesaplanan getiriler sırasıyla %129.16, %126.93, %126.93, %124.95 bulunmuştur.

Jelic ve diğerleri (2001) Malezya hisse senedi borsasında 1980-1995 yıllarını kapsayan 182 adet halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden oluşan çalışmalarında hisse senetlerinin uzun dönemdeki performanslarını analiz etmişlerdir. 3 yılı kapsayan dönemde hisse senetlerinin birikimli anormal getirileri pozitif çıkarken araştırmacılar bulguların uluslararası çalışmaların aksine olumlu çıktığı sonucuna varmışlardır.

Firth (1997) Yeni Zelanda hisse senedi piyasasında 1979-1987 yılları arasında kapsayan çalışmasına, 143 adet ilk kez halka arz edilen hisse senedini dahil etmiştir. İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük anormal getirisi %25.87 bulunurken, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük getirileri hariç tutularak uzun dönem performansları incelendiğinde, birikimli anormal getirinin 12 aydan başlamak üzere negatif bir değere büründüğü görülmüştür.

Kıymaz (2000) İstanbul hisse senedi borsasında 1990-1996 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 163 hisse senedinden oluşan çalışmada hisse senetlerinin kısa vadeli performanslarını değerlendirmiştir. Çalışmada tüm firmaların ilk gündeki ortalama anormal getirisinin, istatistiki olarak da anlamlı bir şekilde, %13.1 bulunduğu belirtilmiştir.

Literatürde yer alan uluslararası çalışmalara bakıldığında kısa vadede ucuz fiyat olgusundan bahsedilebilir. Yani yatırımcılar ilk kez halka arzedilen hisse senetlerine yatırım yaparak kısa vadede piyasanın üzerinde bir getiri elde etme imkanına sahip olmuşlardır. Yalnız kısa vadede elde edilen yüksek getirilerin, az sayıda çalışma elde edilen avantajın sürdürüldüğünü ortaya koysa da, uzun vadede aşındığı ve ilk kez halka arzedilen hisse senetlerine yatırım yapılarak oluşturulacak bir işlem stratejisiyle uzun vadede yüksek getiri elde etme imkanının olmadığı söylenebilir.

VERİ

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1 Ocak 1990 – 31 Aralık 1999 tarihleri arasındaki 10 yıllık süreçte, ilk defa halka açılarak işlem görmeye başlayan 185 firmaya ait hisse senetlerinin uzun vadeli performansları analiz edilmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda daha önce yapılan çalışmadan farklı olarak, bu çalışmada 7 yıl yerine 10 yıllık bir süreç için veriler değerlendirilmeye alınmıştır. Bunun nedeni daha fazla firma sayısına ulaşarak çalışmada ulaşılan bulguların güvenilirliğini arttırmaktır. Uzun vade hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 36 aylık zaman dilimine karşılık gelmektedir. Dolayısıyla son yılda halka arz edilen hisse senetlerinin performansları 31 Aralık 2002 tarihine kadar incelemeye alınmıştır. Hisse senetlerinin halka arz ediliş tarihleri, arz fiyatı ve sözkonusu hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksine ilişkin veriler İMKB'den temin edilmiştir. Analiz edilen 185 firmanın halka arz tarihleri ve dahil oldukları gruplar Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: 1990-1999 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Firmalara İlişkin Bilgiler

a) Yıllara Göre Dağılım		b) Gruplara Göre Dağılım	
Yıllar	Gözlem Sayısı	Grup	Gözlem Sayısı
1990	27	Tekstil	30
1991	20	Taş/Toprağa Dayalı İmalat	16
1992	8	Gıda	14
1993	11	Kimya/Petrol	12
1994	20	Mak.Gereç Yap.	18
1995	25	Metal Ana San.	9
1996	20	Kağıt/Basım	7
1997	25	Mobilya ve Diğer İmalat San.	5
1998	19	Yatırım Ort.	21
1999	10	Bankalar	8
		Finansal Kiralama/Factoring	7
		GMYO	8
		Holding ve Yat.Şirk.	9
		Sigorta Şirk.	5
		Ticaret/Turizm	9
		Diğer*	7
TOPLAM	185	TOPLAM	185

* 1990-1999 yılları arasında halka arz edilen ve oluşturulan gruplara dahil olmayan hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Tablo 1'in 'a' panelinde 10 yıllık süreçte halka arz edilerek işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin yıllara göre dağılımı verilmiştir. Buna göre 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999 yıllarında ilk kez halka arz edilen hisse senedi sayıları sırasıyla 27, 20, 8, 11, 20, 25, 20, 25, 19 ve 10 adettir.

Tablo 1'in 'b' panelinde ise, bu süreçte işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, faaliyet alanlarına göre oluşturulan 16 gruptan hangisine dahil olduğu görülmektedir. Buna göre Tekstil grubunda 30, Taş ve Toprağa Dayalı İmalat grubunda 16, Gıda grubunda 14, Kimya ve Petrol grubunda 12, Makine ve Gereç Yapımı grubunda 18, Metal Ana Sanayi grubunda 9, Kağıt ve Basım grubunda 7, Mobilya ve Diğer İmalat Sanayi grubunda 5, Yatırım Ortaklıkları grubunda 21, Bankalar grubunda 8, Finansal Kiralama ve Factoring grubunda 7, Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları grubunda 8, Holding ve Yatırım Şirketleri grubunda 9, Sigorta Şirketleri Grubunda 5, Ticaret ve Turizm grubunda 9 ve Diğer grubunda 7 adet hisse senedi mevcuttur.

YÖNTEM

Bu çalışmada Ritter (1991) yöntemi kullanılarak, hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını (36 ay) incelemek üzere, aşağıda belirtilen süreç izlenmiştir. 36 aylık süreçte her hisse senedine ait getiriler ve anormal getiriler hesaplanmıştır.

Hisse senedi (i)'nin (t) ayındaki getirisi ($r_{i,t}$), (t) ayı ile bir önceki ayın (t-1) kapanış değerleri ($P_{i,t-1}$ ve $P_{i,t}$) arasındaki değişimdir;

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad [1]$$

Benzer şekilde piyasanın (t) ayındaki getirisi ($r_{m,t}$), İMKB endeksinin (t) ayı ile bir önceki ayın (t-1) kapanış değerleri ($P_{m,t-1}$ ve $P_{m,t}$) arasındaki değişimdir;

$$r_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} - 1 \quad [2]$$

Hisse senedi (i)'nin endekse (m) göre (t) ayındaki anormal getirisi (ar_{it}), hisse senedi getirisi (r_{it}) ile endeks getirisi (r_{mt}) arasındaki farktır.

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt} \quad [3]$$

Anormal getiriler hesaplandıktan sonra yıllara ve gruplara göre oluşturulan portföylere ait anormal getiriler hesaplanmıştır. Halka ilk kez arzedilen (n) adet hisse senedinden oluşan portföyün, endekse göre (t) ayındaki ortalama anormal getirisi (AR_t), hisse senetlerinin endekse göre (t) ayındaki anormal getirilerinin (ar_{it}) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır;

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^n ar_{it} \quad [4]$$

Portföylere ait anormal getiriler hesaplandıktan sonra ise portföylerin birikimli anormal getirileri hesaplanmıştır. Portföyün endekse göre birikimli ortalama anormal getirisi ($CAR_{q,s}$), portföyün (q)'dan (s)'e kadar olan dönemdeki ortalama anormal getirilerinin (AR_t) toplamıdır;

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_t \quad [5]$$

Burada, halka açılmadan önce firmalara ait yeterli veri bulunmadığından aylık anormal getiriler Ritter'in (1991) çalışmasında olduğu gibi sistematik riske göre düzeltilmemiştir. Böylelikle ilk halka arz edilen hisse senetlerinde beta katsayısının 1 olduğu varsayılmıştır.

BULGULAR

Bu çalışmada ilk kez halka arzedilen hisse senetlerinin uzun vadeli performansları incelenmiş ve uluslararası çalışmalarda elde edilen sonuçlarla paralellik gösteren bulgulara ulaşılmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda halka açılarak işlem görmeye başlayan 185 hisse senedinin analiz edildiği çalışmada ilk ayda, piyasanın üzerinde, elde edilen getirilerin uzun dönemde aşındığı görülmüştür.

Çalışma hisse senetlerinin faaliyet alanlarına göre gruplar oluşturularak derinleştirildiğinde de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Diğer yandan sözkonusu 10 yıllık süreçte hisse senetlerin halka arz tarihi dikkate alınarak oluşturulan 10 farklı portföyde de kısa vadede elde edilen avantajın uzun vadede aşındığı görülmüştür. Bu bulgular ışığında ilk kez halka arz edilen hisse senetlerine yatırım yapılarak, kısa vadede bir avantaj elde edilse de, uzun vadede piyasanın üzerinde anlamlı bir getiri elde etmenin mümkün olmadığı söylenebilir.

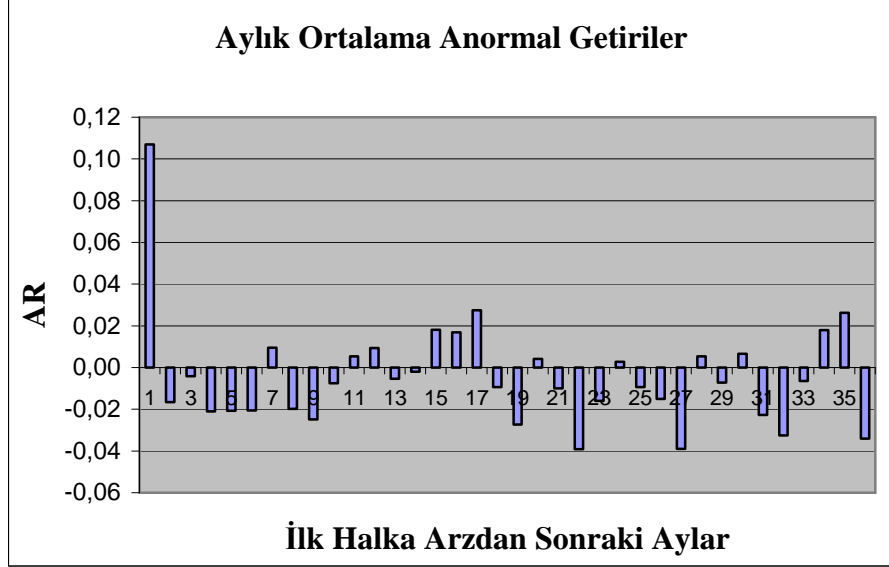
İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu:
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama

Tablo2:Aylık Ortalama Anormal(AR) ve Birikimli Anormal (CAR) Getiriler, 1990-1999

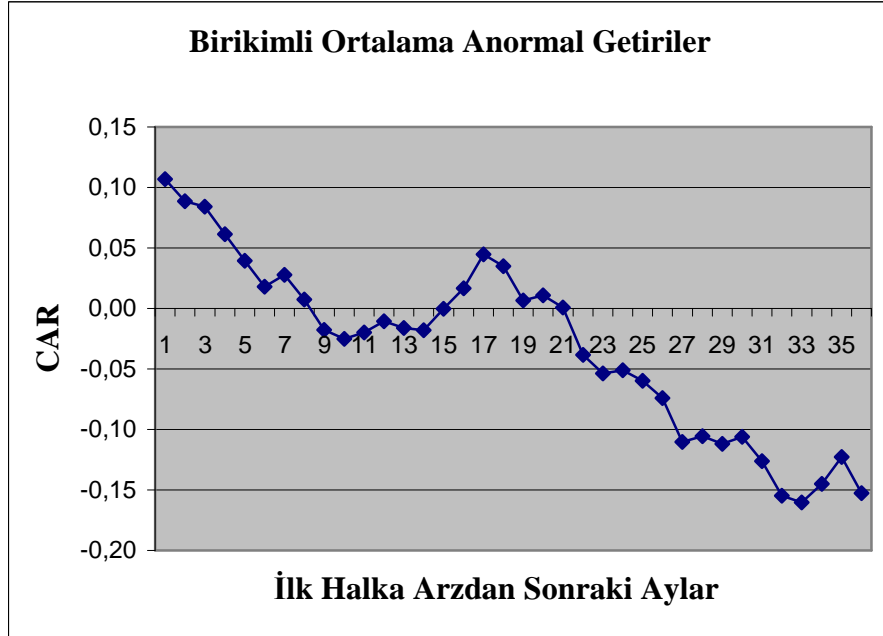
Ay	Firma Sayısı	Aylık Ortalama Anormal Getiriler	t-değ.	Standart Sapma	Ay	Firma Sayısı	Birikimli Ortalama Anormal Getiriler	t-değ.	Standart Sapma
1	185	0,1069	0,905	0,5056	1	185	0,1069	0,905	0,5056
2	185	-0,0165	-2,892*	0,3391	2	185	0,0886	0,290	0,5136
3	185	-0,0042	-3,162*	0,2627	3	185	0,0841	0,088	0,6142
4	185	-0,021	-5,592*	0,2114	4	185	0,0614	-0,614	0,6666
5	185	-0,0207	-5,487*	0,194	5	185	0,0394	-1,371	0,5746
6	185	-0,0205	-5,118*	0,2126	6	185	0,0181	-1,808	0,629
7	185	0,0095	-3,260*	0,2527	7	185	0,0278	-1,293	0,7538
8	185	-0,0199	-5,846*	0,1828	8	185	0,0074	-1,538	0,7518
9	185	-0,0249	-7,613*	0,1889	9	185	-0,0176	-2,768*	0,7222
10	185	-0,0076	-5,714*	0,1648	10	185	-0,0251	-2,474*	0,767
11	185	0,0054	-2,780*	0,2092	11	185	-0,0198	-2,102*	0,7853
12	185	0,0093	-2,676*	0,2106	12	185	-0,0107	-2,184*	0,8238
13	185	-0,0054	-3,829*	0,1949	13	185	-0,0161	-2,339*	0,8414
14	185	-0,0019	-3,514*	0,2279	14	185	-0,0179	-2,161*	0,9259
15	185	0,0181	-1,656	0,2422	15	185	-0,0002	-2,119*	0,8998
16	185	0,0169	-2,819*	0,2702	16	185	0,0167	-1,805	1,0584
17	185	0,0275	-2,781*	0,3254	17	185	0,0446	-2,665*	0,9872
18	185	-0,0093	-5,247*	0,2195	18	185	0,0349	-2,519*	1,0212
19	185	-0,0273	-6,510*	0,2242	19	185	0,0066	-3,263*	1,0017
20	185	0,0042	-3,996*	0,2444	20	185	0,0109	-3,248*	0,9963
21	185	-0,0099	-5,807*	0,2145	21	185	0,0008	-2,878*	1,1173
22	185	-0,0391	-9,330*	0,1914	22	185	-0,0383	-3,514*	1,1015
23	185	-0,016	-5,226*	0,2109	23	185	-0,0536	-3,589*	1,0733
24	185	0,0028	-4,845*	0,2189	24	185	-0,051	-4,036*	1,0763
25	185	-0,0094	-5,648*	0,2106	25	185	-0,0599	-3,657*	1,1638
26	185	-0,0151	-7,596*	0,1734	26	185	-0,0741	-4,288*	1,1113
27	185	-0,039	-8,582*	0,1943	27	185	-0,1102	-5,120*	1,0484
28	185	0,0053	-4,987*	0,2103	28	185	-0,1055	-5,060*	1,0545
29	185	-0,0072	-5,278*	0,2612	29	185	-0,1119	-6,823*	0,8774
30	185	0,0067	-4,314*	0,2613	30	185	-0,106	-6,691*	0,8928
31	185	-0,0228	-7,614*	0,2021	31	185	-0,1263	-7,569*	0,8477
32	185	-0,0325	-8,537*	0,1874	32	185	-0,1547	-9,398*	0,7263
33	185	-0,0065	-3,984*	0,2649	33	185	-0,1602	-9,144*	0,7423
34	185	0,018	-3,452*	0,2426	34	185	-0,1451	-8,946*	0,7719
35	185	0,0262	-3,151*	0,2268	35	185	-0,1227	-9,959*	0,6999
36	185	-0,034	-7,577*	0,2032	36	185	-0,1526	-10,325*	0,7179
AYLAR					Bütün Hisse Senetleri				
1 - 12 ay ortalama					-0,0003				
1 - 24 ay ortalama					-0,0018				
1 - 36 ay ortalama					-0,0043				
13 - 24 ay ortalama					-0,0033				
25 - 36 ay ortalama					-0,0092				

* %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır.

Şekil 1: İlk Kez Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin 36 Aylık Ortalama Anormal Getirileri (AR), 1990-1999



Şekil 2: İlk Kez Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin Birikimli Ortalama Anormal Getirileri (CAR), 1990-1999



1990-1999 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 185 firmaya ait hisse senetlerinin anormal ve birikimli anormal getirileri Tablo 2'de verilmiştir. Tablodan görüldüğü üzere İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uzun vadede ucuz fiyat olgusundan bahsetmek mümkün değildir. 185 hisse senedinin halka arz edildiği ilk aydaki ortalama anormal getirisi %10.69 bulunmuştur. Yalnız ilk ayda elde edilen bu avantajın uzun döneme taşınmadığı görülmektedir. İkinci aydan başlayarak ortalama anormal getiriler negatife dönmektedir. Nihayetinde 36 aylık sürecin 23'ünde ortalama anormal getiriler negatif değere sahipken, sadece 13 ayda pozitifdir.

Aynı zamanda hisse senetlerin halka arz edildikten sonraki 1. ve 15. aylar dışında, yani 34 ayda ortalama anormal getiriler %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Bu hisselerle yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde nasıl bir getiri elde ettiğini birikimli anormal getirilere bakarak anlayabiliriz. Ortalama anormal getirilerin 2. aydan başlayarak negatif değer alması birikimli ortalama anormal getirileri de sürekli azalmıştır ve 9. aydan itibaren birikimli ortalama anormal getiriler negatif değere almaya başlamıştır. Birikimli ortalama anormal getiriler 16. ve 21. aylar arasında tekrar pozitif değere ulaşsa da bunu 36 ayın sonuna taşıyamamıştır. Nihayetinde 36 ay sonundaki birikimli ortalama anormal getiri tüm hisse senetleri için -%15.26 bulunmuştur. Yani ilk kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerine yatırım yapan bir yatırımcı ilk ayda piyasanın üzerinde bir getiri elde etse de sağlamış olduğu bu avantajını uzun vadeye taşıyamamıştır. Aynı zamanda bu değer %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Halka ilk kez arz edildikten sonraki 1., 2. ve 3. yıl ele alındığında da, ortalama anormal getirilerin negatif olduğu görülmektedir. Aylık ortalama anormal getiriler ilk yıl için -%0,03, ikinci yıl için -%0,33 üçüncü yıl içinse -%0,92 bulunmuştur. İlk iki yıl aylık ortalama anormal getiri -%0,18 bulunurken, üç yılda aylık ortalama anormal getiri -%0,43 bulunmuştur. Bu bulgular ışığında, ilk kez halka arzedilen hisselerle yatırım yaparak, yatırımcıların uzun dönemde piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamayacağı söylenebilir.

1990-1999 yılları arasında halka arzedilen 185 hisse senedi 16 grupta incelenerek araştırma derinleştirilmiştir. Tablo 3'de birikimli anormal getirilerin gruplara göre dağılımı verilmiştir. İlk aydaki ortalama anormal getiriler, Kağıt/Basım, Mobilya ve Diğer İmalat Sanayi ve Sigorta Şirketleri gruplarında sırasıyla -%2.51, -%9.12, -%12.96 bulunmuştur. Ayrıca bu grupların uzun dönemdeki performanslarına bakıldığında da piyasanın üzerinde bir getiri elde edilemediği görülmektedir.

**Tablo 3: Birikimli Ortalama Anormal Getiriler (CAR), 1990-1999
(Gruplara Göre Dağılım)**

Aylar	Bütün Hisseler n=185	Tekstil n=30	Taş/Top. Day. İmalat n=16	Gıda n=14	Kimya / Petrol n=12	Mak. Gereç Yap. n=18	Metal Ana San. n=9	Kağıt / Basım n=7	Mobilya ve Diğer İmalat San. n=5
1	0,1069	0,0885	0,1267	0,1962	0,1792	0,0952	0,0961	-0,0251	-0,0912
2	0,0886	0,0523	0,1128	-0,0010	0,1712	0,0194	0,0004	-0,0407	0,0250
3	0,0841	0,0459	0,1016	0,0558	0,1299	0,0104	-0,0775	-0,2257	0,1800
4	0,0614	0,0481	0,1661	0,0332	0,3163	-0,1237	-0,1221	-0,3061	0,1395
5	0,0394	0,0278	0,1291	0,0990	0,3009	-0,1317	-0,2313	-0,3530	0,1282
6	0,0181	0,0189	0,1043	0,1689	0,2109	-0,1844	-0,2706	-0,4046	0,0236
7	0,0278	-0,0438	0,0831	0,2842	0,3399	-0,1412	-0,2956	-0,4257	-0,1434
8	0,0074	-0,0741	0,0344	0,3559	0,3228	-0,1370	-0,2873	-0,4617	-0,1655
9	-0,0176	-0,1536	0,0756	0,5099	0,2207	-0,1451	-0,3260	-0,4772	-0,1588
10	-0,0251	-0,1872	0,1439	0,4621	0,1630	-0,1535	-0,3165	-0,4937	-0,2212
11	-0,0198	-0,2115	0,1436	0,5486	0,1869	-0,1802	-0,2972	-0,5369	-0,1033
12	-0,0107	-0,2287	0,1689	0,5924	0,1454	-0,1630	-0,3127	-0,5778	-0,0467
13	-0,0161	-0,2392	0,1979	0,5866	0,1421	-0,1799	-0,3356	-0,5493	-0,0505
14	-0,0179	-0,2956	0,2278	0,7069	0,2004	-0,2468	-0,3796	-0,5748	0,0819
15	-0,0002	-0,2906	0,2092	0,5802	0,1935	-0,2389	-0,4313	-0,5100	0,1005
16	0,0167	-0,3035	0,2757	0,4992	0,2103	-0,1725	-0,3490	-0,4523	-0,2018
17	0,0446	-0,2471	0,3427	0,4222	0,1816	-0,1419	-0,3149	-0,2160	-0,1887
18	0,0349	-0,2458	0,3448	0,3185	0,1146	-0,1564	-0,3226	-0,2062	-0,1979
19	0,0066	-0,2642	0,3639	0,1623	0,0952	-0,0976	-0,3019	-0,2862	-0,2581
20	0,0109	-0,2853	0,3445	0,1451	0,0558	0,0221	-0,3075	-0,2860	-0,2439
21	0,0008	-0,3267	0,4624	0,0440	0,0742	0,0741	-0,3377	-0,3298	-0,1787
22	-0,0383	-0,3761	0,3843	-0,0277	0,0239	0,0497	-0,3866	-0,3187	-0,2634
23	-0,0536	-0,4027	0,4587	-0,0779	0,0089	0,0417	-0,3542	-0,3150	-0,3838
24	-0,0510	-0,3760	0,4167	-0,0238	0,0103	-0,0491	-0,3426	-0,3095	-0,3548
25	-0,0599	-0,4072	0,4233	-0,0362	-0,0142	-0,1316	-0,2665	-0,3282	-0,3219
26	-0,0741	-0,4157	0,4232	-0,0499	-0,0155	-0,1666	-0,3107	-0,3846	-0,2480
27	-0,1102	-0,4548	0,3241	-0,0931	-0,0970	-0,1848	-0,3275	-0,4542	-0,2311
28	-0,1055	-0,4423	0,3303	-0,1507	-0,0085	-0,1966	-0,3579	-0,4451	-0,2784
29	-0,1119	-0,4583	0,1534	-0,1480	0,1994	-0,1301	-0,3857	-0,5293	-0,3331
30	-0,1060	-0,4586	0,0552	-0,2231	0,1335	-0,1591	-0,4416	-0,3645	-0,2987
31	-0,1263	-0,4596	-0,0429	-0,2676	0,1365	-0,1442	-0,4896	-0,3640	-0,3514
32	-0,1547	-0,4676	-0,0846	-0,2736	0,0955	-0,1347	-0,5105	-0,4671	-0,3652
33	-0,1602	-0,4756	-0,1210	-0,2570	0,1661	-0,1799	-0,5373	-0,5234	-0,4243
34	-0,1451	-0,4858	-0,0797	-0,3293	0,0887	-0,1488	-0,5657	-0,4761	-0,3556
35	-0,1227	-0,4893	-0,0153	-0,3181	0,1335	-0,2177	-0,5284	-0,3631	-0,2595
36	-0,1526	-0,4842	-0,0798	-0,3305	0,0210	-0,2873	-0,5705	-0,4940	-0,2229

Tablo 3'ün Devamı

Aylar	Bütün Hisseler n=185	Yatırım Ort. N=21	Bankalar n=8	Fin. Kira. / Fact. n=7	GMYO n=8	Holding ve Yat. Şirk. n=9	Sigorta Şirk. n=5	Ticaret/ Turizm n=9	Diğer n=7
1	0,1069	0,1459	0,1732	0,1182	0,0221	0,2374	-0,1396	0,1356	0,0377
2	0,0886	0,0099	0,1912	-0,0189	0,3387	0,4819	-0,1509	0,0691	0,2246
3	0,0841	0,0895	0,1446	0,0149	0,2237	0,5784	-0,1029	0,0451	0,0594
4	0,0614	0,0636	0,1102	0,0919	0,0653	0,6272	-0,1023	-0,0487	-0,0228
5	0,0394	0,0197	0,0713	0,0465	0,0358	0,6250	-0,2905	-0,0004	0,0580
6	0,0181	0,0243	-0,0080	0,0806	0,0257	0,6845	-0,3348	0,0383	-0,0221
7	0,0278	-0,0915	-0,0588	0,1580	0,0793	0,7271	-0,3416	0,1084	0,2917
8	0,0074	-0,0681	-0,1251	0,2389	0,1099	0,6114	-0,4030	0,0227	0,2237
9	-0,0176	-0,1121	-0,2111	0,2472	0,1456	0,5407	-0,4482	0,0629	0,1396
10	-0,0251	-0,1301	-0,2465	0,2510	0,1655	0,5856	-0,4202	0,0662	0,1962
11	-0,0198	-0,1092	-0,2517	0,2512	0,2639	0,5002	-0,4791	0,2143	0,1529
12	-0,0107	-0,0272	-0,2461	0,1602	0,2523	0,5324	-0,4954	0,3323	0,1255
13	-0,0161	-0,0133	-0,1961	0,1079	0,2683	0,4448	-0,4295	0,1586	0,1150
14	-0,0179	-0,0208	-0,2356	0,0599	0,1561	0,6021	-0,3888	0,3929	0,0835
15	-0,0002	0,0763	-0,2167	0,1074	0,2377	0,5725	-0,4120	0,5772	0,0363
16	0,0167	0,0419	-0,2254	0,0539	0,3016	0,7363	-0,4020	0,5753	0,0840
17	0,0446	0,0480	-0,2432	0,2149	0,1987	0,6926	-0,4313	0,5181	0,0033
18	0,0349	0,0926	-0,1919	0,1710	0,0878	0,6285	-0,4111	0,6014	-0,0642
19	0,0066	0,0786	-0,2524	0,1507	-0,0023	0,5654	-0,4026	0,5108	-0,0578
20	0,0109	0,0887	-0,2365	0,0138	-0,0246	0,6335	-0,4403	0,6613	-0,1123
21	0,0008	0,0333	-0,2093	-0,0247	-0,0230	0,7952	-0,4627	0,5896	-0,1633
22	-0,0383	0,0322	-0,2255	-0,0812	0,0158	0,8497	-0,4654	0,4461	-0,1759
23	-0,0536	0,0224	-0,2825	-0,1611	-0,0378	0,6886	-0,4728	0,6665	-0,2232
24	-0,0510	0,0010	-0,1916	-0,2251	0,0062	0,7428	-0,4275	0,5281	-0,2465
25	-0,0599	-0,0124	-0,0524	-0,3053	-0,0677	0,7268	-0,4453	0,5313	-0,1768
26	-0,0741	-0,0441	-0,0524	-0,2503	-0,0450	0,5979	-0,4553	0,5779	-0,1857
27	-0,1102	-0,0438	-0,1484	-0,2799	-0,1026	0,6613	-0,5074	0,5754	-0,1413
28	-0,1055	-0,1047	-0,0512	-0,2632	-0,1293	0,5180	-0,4658	0,6075	0,0689
29	-0,1119	-0,0863	-0,0636	-0,2749	-0,1962	0,4436	-0,4314	0,7430	-0,0413
30	-0,1060	-0,0723	-0,0254	-0,2441	-0,1933	0,5558	-0,3279	0,9649	-0,0467
31	-0,1263	-0,0975	0,0021	-0,2460	-0,2320	0,3913	-0,2974	0,7597	0,1294
32	-0,1547	-0,0871	0,0443	-0,2735	-0,2505	0,3494	-0,3613	0,4364	0,0398
33	-0,1602	-0,1353	-0,0592	-0,3064	-0,2684	0,5044	-0,3454	0,5233	0,3560
34	-0,1451	-0,0936	0,0711	-0,2522	-0,2341	0,3785	-0,3423	0,6709	0,4865
35	-0,1227	-0,0805	0,1693	-0,2068	-0,1842	0,2436	-0,2736	0,5626	0,6236
36	-0,1526	-0,0861	0,0951	-0,2320	-0,1659	0,1449	-0,2552	0,6580	0,6992

Diğer 13 grupta ilk aydaki anormal getirilerin pozitif olduğu görülmektedir. Yalnız elde edilen bu avantaj uzun vadeye taşınmamıştır. Sadece Kimya/Petrol, Bankalar, Holding ve Yatırım Şirketleri, Ticaret/Turizm ve Diğer gruplarında 36 ayın sonundaki birikimli ortalama anormal getirilerin pozitif olduğu görülmektedir. Diğer taraftan 36 ayın sonundaki birikimli ortalama anormal getiriler, Tekstil, Taş ve Toprağa Dayalı İmalat, Gıda, Makine Gereç Yapımı, Metal Ana Sanayi, Kağıt/Basım, Mobilya ve Diğer İmalat Sanayi, Yatırım Ortaklıkları, Finansal Kiralama ve Factoring, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Sigorta Şirketleri için sırasıyla -%48.42, -%07.98, -%33.05, -%28.73, -%57.05, -%49.4, -%22.29, -%8.61, -%23.2, -%16.59, -%25.52 olarak bulunmuştur. Bu 11 alt grup ele alındığında uzun dönemde yatırımcının piyasanın üzerinde bir getiri elde edemediği görülmüştür.

Tablo 4’de ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin yıllara göre dağılımı yer almaktadır. 1997 ve 1999 yıllarında halka arz edilen hisse senetlerinin ilk aydaki ortalama anormal getirileri sırasıyla -%7.5 ve -%2.2 görülmektedir. Diğer 8 yılda halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk aydaki anormal getirileri pozitifdir. 36 ayın sonundaki performans değerlendirildiğinde ise ilk ayda elde edilen pozitif ortalama anormal getirilerin uzun vadeye taşınmadığı görülmektedir. Sadece 3 yılda birikimli ortalama anormal getiriler 36 ayın sonunda pozitifdir. Yani 1991, 1992 ve 1993 yıllarında halka arz edilen hisse senetleri 36 ayın sonunda yatırımcısına piyasanın üzerinde bir getiri sağlamıştır. En iyi performansı 1991 yılında halka arz edilen hisse senetleri gerçekleştirmişlerdir. 1991 yılında halka arz edilen hisse senetlerinin birikimli ortalama anormal getirisi %31.1 bulunurken 1992 ve 1993 yılları için bu değer sırasıyla %28.2 ve %30.5’dir.

1990, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999 yıllarında halka arz edilen hisse senetlerinin 36 ayın sonundaki birikimli ortalama anormal getirilerinin negatif olduğu görülmektedir. Söz konusu 7 yılda halka ilk kez arz edilen hisse senetleri uzun vadede yatırımcısına piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamamıştır. En kötü performansı 1994 yılında halka arz edilen hisse senetleri gerçekleştirmişlerdir. 1994 yılında halka arz edilen hisse senetlerinin 36 ayın sonundaki birikimli ortalama anormal getirisi -%49.7 bulunmuştur. 1990, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999 yıllarında halka arz edilen hisse senetlerinin birikimli ortalama anormal getirileri ise sırasıyla -%31.2, -%28.4, -%29.1, -%9.8, -%23.1, -%35.7 olarak bulunmuştur.

**Tablo 4: Birikimli Ortalama Anormal Getiriler (CAR), 1990-1999
(Yıllara Göre Dağılım)**

Aylar	1990 n=27	1991 n=20	1992 n=8	1993 n=11	1994 n=20	1995 n=25	1996 n=20	1997 n=25	1998 n=19	1999 n=10
1	0,160	0,067	0,411	0,598	0,003	0,078	0,088	-0,075	0,139	-0,022
2	0,084	0,076	0,215	0,725	-0,125	-0,035	0,150	-0,011	0,188	0,010
3	0,086	0,048	0,134	0,697	-0,179	0,066	0,166	-0,086	0,219	0,022
4	0,047	0,075	0,034	0,551	-0,200	0,027	0,191	-0,065	0,167	-0,040
5	0,015	0,114	-0,042	0,403	-0,292	0,009	0,203	-0,034	0,150	-0,053
6	-0,035	0,037	-0,019	0,369	-0,274	-0,022	0,240	-0,068	0,159	-0,102
7	-0,046	0,003	-0,054	0,512	-0,213	-0,023	0,161	-0,027	0,206	-0,148
8	-0,093	-0,024	-0,227	0,625	-0,220	-0,020	0,181	-0,054	0,141	-0,124
9	-0,113	0,035	-0,307	0,628	-0,269	-0,091	0,090	-0,052	0,149	-0,118
10	-0,149	0,098	-0,366	0,786	-0,269	-0,108	0,060	-0,106	0,174	-0,102
11	-0,120	0,065	-0,352	0,586	-0,256	-0,127	0,048	-0,010	0,177	-0,165
12	-0,079	0,079	-0,432	0,504	-0,223	-0,170	0,035	0,025	0,207	-0,088
13	-0,109	0,142	-0,452	0,426	-0,204	-0,187	-0,035	0,031	0,218	-0,020
14	-0,069	0,102	-0,487	0,399	-0,177	-0,258	0,000	0,075	0,172	-0,002
15	-0,106	0,240	-0,491	0,628	-0,192	-0,244	-0,028	0,089	0,201	-0,024
16	-0,091	0,292	-0,531	0,601	-0,195	-0,247	-0,074	0,159	0,353	-0,055
17	-0,140	0,426	-0,278	0,575	-0,155	-0,197	-0,107	0,084	0,403	-0,089
18	-0,101	0,467	-0,293	0,509	-0,175	-0,235	-0,184	0,190	0,287	-0,141
19	-0,138	0,448	-0,239	0,520	-0,220	-0,265	-0,223	0,173	0,224	-0,132
20	-0,133	0,546	-0,226	0,449	-0,221	-0,205	-0,243	0,121	0,170	-0,129
21	-0,103	0,658	-0,286	0,564	-0,270	-0,246	-0,235	0,082	0,087	-0,128
22	-0,144	0,639	-0,327	0,523	-0,276	-0,261	-0,230	-0,044	0,008	-0,132
23	-0,125	0,725	-0,237	0,439	-0,289	-0,272	-0,266	-0,110	-0,037	-0,203
24	-0,137	0,519	-0,045	0,397	-0,294	-0,243	-0,284	-0,125	0,021	-0,139
25	-0,156	0,427	-0,025	0,383	-0,329	-0,200	-0,270	-0,138	0,049	-0,224
26	-0,123	0,348	-0,070	0,391	-0,325	-0,251	-0,236	-0,159	-0,024	-0,223
27	-0,157	0,173	-0,111	0,305	-0,393	-0,272	-0,219	-0,111	-0,069	-0,289
28	-0,141	0,184	-0,021	0,327	-0,402	-0,272	-0,223	-0,082	-0,114	-0,306
29	-0,146	0,293	-0,138	0,359	-0,429	-0,240	-0,206	-0,139	-0,168	-0,330
30	-0,184	0,329	0,178	0,387	-0,414	-0,262	-0,221	-0,162	-0,156	-0,334
31	-0,209	0,269	0,106	0,277	-0,425	-0,248	-0,189	-0,181	-0,170	-0,413
32	-0,241	0,204	0,138	0,176	-0,463	-0,242	-0,241	-0,200	-0,159	-0,441
33	-0,246	0,141	0,072	0,249	-0,464	-0,282	-0,282	-0,123	-0,173	-0,434
34	-0,257	0,285	0,191	0,319	-0,449	-0,298	-0,291	-0,098	-0,232	-0,400
35	-0,270	0,416	0,397	0,334	-0,451	-0,270	-0,319	-0,080	-0,184	-0,398
36	-0,312	0,311	0,282	0,305	-0,497	-0,284	-0,291	-0,098	-0,231	-0,357

SONUÇ

Halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinin performanslarına ilişkin olarak yapılan uluslararası çalışmalarda genel olarak, kısa vadede piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlandığı ama uzun vadede bu avantajın kaybedildiği belirtilmektedir. Uluslararası çalışmalar, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk günkü anormal getirilerinin pozitif olduğu konusunda uzlaşa içindedirler. Çoğu çalışma ilk günkü anormal getirilerin uzun dönemde kaybedildiği sonucuna varmış olsa da kimi çalışmalarda ilk gün elde edilen anormal getirilerin uzun dönemde korunduğu sonucuna varılmıştır. Kıymaz (2000) tarafından İMKB’da yapılan çalışmada ucuz fiyatlama olgusu kısa vadede ele alınmış ve ilk günkü anormal getiriler, istatistiki olarak da anlamlı bir şekilde, pozitif bulunmuştur. Bu araştırmanın sonuçlarına göre İMKB’da kısa vadede düşük fiyat olgusunun varlığından sözedilebilir.

Bu çalışmada halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları Olay Metodu (Event Study) kullanılarak incelenmiştir. Bu çalışmada 1990-1999 yılları arasında ilk kez halka arzedilen hisse senetlerinin uzun vadedeki performansları değerlendirilmiştir. 185 hisse senedinin dahil olduğu çalışmanın bulguları uluslararası çalışmalarla paralellik göstermektedir. İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinden ilk ayda elde edilen getirilerin daha sonraki aylarda kaybedildiği görülmüştür. İlk kez halka arzedilen hisse senetleri uzun vadede yatırımcılarına piyasa getirisinin altında istatistiki olarak da anlamlı bir getiri sağlamıştır. 1990-1999 yılları arasında halka arz edilen 185 hisse senedinin 3 yıllık performansları değerlendirildiğinde, birikimli ortalama anormal getiri, %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde, -%15.26 bulunmuştur.

Ayrıca bu çalışmada, firmaların faaliyet alanına göre 16 alt grup oluşturularak da uzun vadeli performanslar değerlendirilmiştir. Sadece 5 grupta 36 ayın sonunda birikimli ortalama anormal getiriler pozitif bulunurken 11 grupta birikimli ortalama anormal getiriler negatif bulunmuştur. Bu bulgular bize başlangıçtaki düşük fiyatlamamanın uzun dönemde devam etmediğini söylemeye imkan vermektedir. İMKB ilk kez halka arzedilen firmaların hisse senetlerine yatırım yaparak oluşturulacak bir işlem stratejisinin uzun vadede yararlı olmadığı söylenebilir.

Yatırımcıların yeni hisse senetlerine olan ilgileri, ilk halka arzda hisse senetlerinin düşük fiyatlanmış olmasından kaynaklanabilir. Ayrıca bu durum davranışsal finans açısından da incelenebilir. Kısa vadede elde edilen getirilerin sonraki aylarda neden aşındığı bir başka çalışmaya konu olabilir.

KAYNAKÇA

- Brounen, D. ve Eichholtz, P. (2002). “Initial Public Offerings Evidence from the British, French and Swedish Property Share Markets” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24: 103-117.
- Canina, L. Ve Gibson, S. (2003). “Understanding First-day Returns of Hospitality Initial Public Offerings”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 17-28.
- Chi, J. ve Padgett, C. (2005). “Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) markets”, *Research In International Business and Finance* 19: 71-93.
- Chahine, S. (2004). “Lonr-run abnormal return after IPOs and optimistic analysts' forecasts”, *International Review of Financial Analysis*, 13: 83-103.
- Fama, E. F. (1970). “ Efficient Capital Markets: A Riview Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25: 383-417.
- Firth, M., (1997). “An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 5: 63-85.
- Hensler, D.A., Herrera, M.J. ve Lockwood, L.J. (2000). “The performance of initial public offerings in the Mexican stock market, 1987-1993”, *Journal of International Money and Finance*, 19: 93-116.
- Houge, T. ve Loughran, T. (1999). “Growth fixation and the performance of bank initial public offerings, 1983-1991”, *Journal of Banking & Finance*, 23: 1277-1301.
- Ibbotson, R.G. (1975). “Price performance of common stock new issues”, *Journal of Financial Economics*, 2: 235-272.
- Jelic, R., Saadouni, B. ve Briston, R. (2001). “Performance of Malaysian IPOs: Underwriters reputation and management earnings forecasts”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9: 457-486.
- Kim, J-B., Krinsky, I. ve Lee, J. (1995). “The aftermarket performance of initial public offerings in Korea”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 3: 429-448.

- Kıymaz, H. (2000). “The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from İstanbul stock Exchange”, *Journal of Multinational Financial Management*, 10: 213-227.
- Kooli, M. ve Suret, M.K. (2004). “The aftermarket performance of initial public offerings in Canada”, *Journal of Multinational Financial Management*, 14: 47-66.
- Ljungqvist, A.P. (1997). “Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany”, *European Economic Review*, 41: 1309-1320.
- Lyn, E.O ve Zychowicz,E.J. (2003). “The performance of new equity offerings in Hungary and Poland”, *Global Finance Journal*, 14: 181-195.
- McDonald, J.G. ve Fisher, A.K. (1972) “New-Issue Stock Price Behavior”, *The Journal of Finance*, 27: 97-102.
- Ritter, J.R., (1991). “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, 46: 3-27.
- Yi, J-H., (2001). “Pre-offering earnings and the long-run performance of IPOs”, *International Review of Financial Analysis*, 10: 53-67.
- Yu, T. ve TSE, Y.K. (2005) “An empirical examination of IPO underpricing in the Chinese A-share market”, *China Economic Review*, 1-19.