

## İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi

Tolga AYDEN\*

Mehmet Baha KARAN\*\*

This study aims to research the under pricing of initial public offerings in Istanbul Stock Exchange (ISE) in long run. The cumulative abnormal returns and relative wealth indicators have been calculated in order to test the hypothesis. The findings suggest that the investment strategies that aims to obtain abnormal returns in long run are not successful in ISE.

### Giriş

Hisse senetlerinin ilk halka arzında kısa ve uzun vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağladığı diğer bir ifade ile ilk halka arzlarda ucuz fiyat olgusunun söz konusu olduğunu gösteren çeşitli çalışmalar vardır. Son yıllarda benzer çalışmalar ülkemizde yapılmış ancak bu çalışmalarda daha çok ilk halka arzların kısa vadedeki performansları değerlendirilmiş ve İstanbul Menkul Borsası (İMKB)'nda da kısa vadede ucuz fiyat olgusunun varlığı belirlenmiştir. Bu çalışmada İMKB'nin uzun vadede ilk halka arzlardan sonraki performansı araştırılmış ve ucuz fiyat olgusunun varlığı tartışılmıştır.

Uzun vadede ilk halka arzların performansının ölçülmesinin çeşitli yararları vardır; bunlardan birincisi, yatırımcının bakış açısından uzun vadede yüksek getiri elde edebilme şansının varlığının araştırılmasıdır. İkinci yararı pazarın etkinliğinin ölçülmesine yöneliktir. Etkin bir pazarda pazarın performansı sıfırdan farklı olmaması gerekmektedir. Diğer iki yarar halka açılan firma ile ilgilidir. İlk halka arzların işlem hacmi zaman içinde değişkenlik göstermektedir. Yüksek işlem hacmi döneminde ilk halka arz yapan bir firmanın hisse senedi düşük performans sağlamışsa, bu durum bizi sözkonusu firmanın halka açılarak bir fırsat yarattığı sonucuna ulaştırmaktadır. Son olarak halka arz yolu ile özkaynak elde eden firmanın

\* Ata Yatırım A.Ş.

\*\* Doç.Dr. Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi

sermaye maliyeti ilk halka arzdaki işlem giderinin yanı sıra, halka arz sonrası yatırımcıların düşük getiri elde etmesine bağlıdır. Onların düşük getiri elde etmesi firmanın özsermaye maliyetini düşürmektedir.

### Önceki Çalışmalar

McDonald ve Fisher (1972: 102) 1969 ve 1970 yılı için toplam 142 hisse senedini inceleyen çalışmalarında, ilk işlem günündeki getirinin ortalama %28.5 olduğu sonucunu elde etmiştir. Bu çalışmada McDonald ve Fisher, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin borsadaki uzun vade performansını da incelemiştir. McDonald ve Fisher yaptıkları incelemelerde borsa verimliliğini direkt olarak analiz etmemiş, fakat söz konusu çalışmalarında, ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa vade performansının uzun vadedeki performansı ile ilişkili olmadığı sonucuna varmıştır.

Stoll ve Curley'in (1970: 309-322) halka ilk kez arz edilen hisse senetleri fiyatının kısa ve uzun dönemdeki performansını değerlendirdiği çalışma, 205 küçük ölçekli firmaya ait hisse senetleri üzerinde yapılmıştır. Söz konusu çalışmada kısa dönem performansının pozitif, uzun dönem performansının ise negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ibbotson (1975: 235-272), New York Borsası'nda 1960-1969 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde, her ay bir hisse senedini örnekleme katarak toplam 120 hisse senedi üzerinde yaptığı çalışmasında, %11.4 oranında ilk gün getirisi tespit etmiş ve piyasanın verimliliği ile örneklemeindeki hisse senetlerinin verimliliği arasında genellikle farklılık olmadığı sonucuna varmıştır. Bunun yanında, hisse senetlerinin ilk yıl sonunda pozitif, dördüncü yıl sonunda negatif ve beşinci yıl sonunda ise pozitif performans gösterdiğini saptamıştır.

Buser ve Chan (1987) tarafından yapılan çalışmada ise 1981-1985 yılları arasında ilk kez halka açılan şirketlere ait 1078 adet hisse senedinin iki yıllık performansları değerlendirilmiştir. İncelemeler sonucunda, endeks getirisine göre ilk günlük performansın %6.2, iki yıllık performansın ise ortalama %11.2 olduğu saptanmıştır. Bu sonuçtan da görüldüğü üzere Buser ve Chan, daha önce yapılan araştırmalarda elde edilen sonuçların aksine, halka arz edilen hisse senetlerinin uzun vadede fiyat performanslarının pozitif olduğunu tespit etmiştir.

Chalk ve Peavy (1987: 65-69), Smith'in (1986) yapmış olduğu çalışmayı test etmiş ve 1975-1982 arasında halka ihraç edilen 579 hisse senedini kapsayan çalışmalarında, altı aylık ortalama getiriyi %21.8 olarak bulmuştur. Chalk ve Peavy incelemelerinde, örneklemlerini iki aracılık türüne göre ayırmış ve değişik sonuçlar elde etmiştir. 508 hisse senedinin kesin alış taahhüdü (firm commitment) ile yapılan halka arzında %19.6, en iyi gayret aracılığı (best efforts) ile yapılan 71 arzda ise %37.8 oranında düşük değerlendirme yapıldığı tespit edilmiştir. Gerçekleşen bu performanslar, Smith'in çalışmalarını desteklemektedir. Chalk ve Peavy elde ettiği

sonuçları, en iyi gayret aracılığı ile sözleşme yapan aracı kuruluşların riskten kaçınmak istemesine ve halka açılma sürecindeki yüksek masraflarına bağlamıştır.

Finn ve Higham (1988: 333-351) Sidney Borsası'nda 1966-1978 yılları arasında halka açılarak senetleri işlem görmeye başlayan 93 şirkete ait hisse senetleri için yaptıkları araştırmada, ilk gün performansını %29.2, ilk yıllık performansı ise -%6.5 olarak saptamışlardır.

Uhlir (1989) Frankfurt Borsası'nda yapmış olduğu çalışmada, 1977-1987 yılları arasında halka arz olunan toplam 97 adet hisse senedinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını incelemiştir. Bu inceleme sonucunda, ilk gün getirisi ortalama %21.5 olarak gerçekleşirken, 1 yıllık vadedeki getiri ise endeksin %7.4 altında kalmıştır.

Aggarwal & Rivoli (1990: 45-57), Ritter (1991: 3-27), Levis (1993: 28-41), Aggarwal, Leal ve Hernandez'in (1993) gelişmiş sermaye piyasalarında yapmış olduğu çalışmalarda, kısa vade getirilerinin pozitif, uzun vade getirilerinin ise negatif olduğu rapor edilmiştir.

Aggarwal ve Rivoli (1990: 45-57), 1977-1987 yılları arasında New York Borsası'nda yapmış oldukları 1598 hisse senedini kapsayan çalışmada, kısa dönem fiyat performansının ortalama %10.7 oranında gerçekleştiğini tespit etmiştir. Söz konusu incelemeye göre, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı birinci yıla kadar pozitif olurken, ilk yıldan sonra düşüşe geçmiştir. Aggarwal ve Rivoli bu sonucun, piyasaya arz edilen hisse senedi miktarına, arz fiyatına, zamana ve yüklenicinin özelliğine bağlı olarak ortaya çıktığını ve uzun vadedeki performansın düşük fiyatlandırmadan kaynaklanmış olduğunu belirtmiştir.

Ritter'in (1991: 3-27), 1975-1984 yılları arasında yine New York Borsası'nda halka arz edilmiş olan 1526 hisse senedi üzerinde yapmış olduğu kapsamlı çalışmada, ilk gün getirisinin ortalama %14.3 olarak gerçekleştiği ve fiyat performansının halka arz tarihinden itibaren ikinci aya kadar pozitif olduğu, ikinci aydan sonra ise düşüşe geçtiği saptamıştır.

Levis (1993: 28-41) Londra Borsası'nda hisse senetlerinin 3 yıllık fiyat performansının ise ortalama olarak -%30.6 olduğunu tespit etmiş ve halka ilk arzlarda uzun dönemde negatif performans elde edildiğini kanıtlamıştır.

Aggarwal, Leal ve Hernandez'in (1993: 42-53) Brezilya, Şili ve Meksika Borsası'nda hisse senetlerinin uzun vade performanslarının New York Borsası'nda olduğu gibi negatif (-%47, -%23.7 ve -%19.6) çıktığı rapor edilmiştir.

Brav ve Gompers'in (1997: 1791-1821) halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun vadedeki fiyat performansı ile ilgili yapmış oldukları çalışma, hisse senetleri ilk kez 1972-1992 yılları arasında halka arz olunan 934 büyük ölçekli şirketi ve 1975-1992'de arz olunan risk sermayesi ile kurulmuş 3407 küçük ölçekli şirketi kapsamıştır. Araştırma sonucunda, uzun vadede büyük ölçekli şirketlerin

hisse senetlerinin yaklaşık olarak endeksle aynı oranda getiri getirdiği, küçük ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin ise endeks getirisine göre düşük getiri getirmiş olduğu tespit edilmiştir. Brav ve Gompers söz konusu araştırmalarında, hisse senetlerinin düşük fiyat performansı göstermesinde, halka ilk kez açılmanın bir etkisi olmadığını da ileri sürmüştür. Buna kanıt olarak ta inceleme kapsamındaki şirketlerle aynı büyüklükteki şirketlerin hisse senetlerinin borsadaki kötü performansını göstermiştir. Brav ve Gompers ayrıca, asimetrik bilgi akışının risk sermayesi ile kurulan küçük şirketlerde daha yaygın olduğunu da belirtmiş ve büyük şirketlerin daha profesyonel yükleniciler ile halka açıldığını, halka açılma sonrasında ise daha uzman analizciler tarafından takip edildiğini ifade etmiştir.

### Veriler ve Yöntem

Bu çalışmada 1992-1995 yıllarında İMKB’de ilk defa halka açılarak işlem görmeye başlayan 70 firmanın uzun vadeli performansları incelenmiştir. Çalışmanın şirketlerin halka arz sonrası üç yıllık performanslarının izlenmek istenmesinden kaynaklanmıştır. Veriler İMKB’den alınmış, şirketlerin düzeltilmiş günlük getirilerine ilişkin veriler de DATASTREAM’den temin edilmiştir. Değerlendirmeye alınan 70 şirket’in halka arz tarihleri Tablo(1)’de görülmektedir.

Tablo(1) 1993-1995 Yıllarında Hisse Senetleri Halka Arz Edilen Şirketler

Tarih	Halka Arz Edilen Şirket Sayısı
1992	10
1993	16
1994	22
1995	22
<b>Toplam</b>	<b>70</b>

Bu çalışma iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda, İMKB ‘de ilk halka arzların performanslarını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Bu aşamada halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performansları ile ilgili olarak yapılan araştırmalarda sıkça yararlanılan yöntemlerden yararlanılmıştır. Bu tür çalışmalarda, anormal getiriler ile kümülatif anormal getirilere hesaplanarak ucuz fiyat olgusu test edilmektedir (Ritter (1991), Levis (1993), Aggarwal- Leal-Hernandez (1993) ). Çalışmanın ikinci aşamasında hisse senedi bulundurma getirisinden hareketle elde edilen “Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Relative: WR)” göstergesinden yararlanarak ilk halka arz edilen hisse senetlerin getirileri değerlendirilecektir.

Çalışmanın birinci aşamasında, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun vade performansının değerlendirmesinde, “Olay Çalışması” (Event Study) metodu kullanılmıştır. Bu metoda göre bir hisse senedinin anormal getirisi, piyasadaki fiyat hareketleri dışında oluşan getiri olup hisse senedi getirisinden piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Piyasa getirisi olarak “borsa endeksi” (İMKB Ulusal 100 Endeksi) getirisi tercih edilmiştir.

Uzun dönem” halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladıktan sonraki ilk 36 ayı belirtmektedir. Uzun vade performansının ölçülmesinde ise, halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladıktan sonraki ilk 36 ay için, her ayın son gününe ait düzeltilmiş kapanış fiyatları ve İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin söz konusu dönemlerdeki düzeltilmiş kapanış rakamları kullanılmıştır.

Fiyat performanslarının hesaplanması aşağıda açıklanan yöntem ve formüllerle yapılmıştır:

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

$$r_{it} = \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} - 1$$

İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin (t) ayındaki getirisi ( $r_{mt}$ ) ise, (t) ayı ile bir önceki günün (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{m(t-1)}$  ve  $P_{mt}$ ) arasındaki değişimdir:

$$r_{mt} = \frac{P_{mt}}{P_{m,t-1}} - 1$$

Hisse senedi (i)'nin endeks'e (m) göre (t) günündeki anormal getirisi ( $ar_{it}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{it}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{mt}$ ) arasındaki farktır:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

(n) adet hisse senedinden oluşan portföyün, endeks'e göre (t) ayındaki ortalama anormal getirisi ( $AR_t$ ) ise, hisse senetlerinin endeks'e göre (t) günündeki anormal getirilerinin ( $ar_{it}$ ) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır:

$$S_i = (1/n) \prod_{j=1}^n ar_{i,t}$$

Portföyün endekse göre birikimli ortalama anormal getirisi ( $CAR_{q,s}$ ), portföyün (q)'dan (s)'e kadar olan dönemdeki ortalama anormal getirilerin ( $AR_t$ ) toplamıdır:

$$CAR_{q,s} = \prod_{t=q}^s AR_t$$

Bu çalışmada kullanılan aylık anormal getiriler benzer bir çok çalışmada olduğu gibi, sistematik riske göre düzeltilmemiştir (Levis 1997, Ritter 1991). Bunun nedeni halka ilk arzdan önceki döneme ait firmalarla ilgili yeterli veri bulunamamasıdır. Burada ilk halka arz edilen şirketlerde beta katsayısının 1 olduğu varsayılmıştır. Aslında yapılan araştırmalarda borsaya yeni kote olan şirketlerin betalarının 1'den büyük olduğu saptanmıştır. Bundan dolayı, 1 olarak belirlenen beta bize ucuz fiyat olgusunu tahmin etmede daha muhafazakar bir yaklaşım sağlayacaktır.

Birikimli ortalama getirilere alternatif olarak, 3 yıllık hisse senedi bulundurma getirileri (Holding Period Returns- $R_i$ ) de hesaplanmıştır;

$$R_i = \prod_{t=1}^{36} (1+r_{it})$$

$r_{it}$ = Hisse senedi i'nin t ayındaki ham getirisi

Bu ölçüt hisse senedi ilk defa halka arz edildiğinde satın alan bir yatırımcının o hisse senedini elinde tuttuğu dönen içindeki getirisini bize vermektedir. Ayrıca üç yıllık toplam getiriyi yorumlamak için "Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Relative: WR)" adı verilen bir ölçütten yararlanılmıştır.

$WR = (1 + H. Senetlerinin 3 yıllık ortalama getirisi) / (1 + Endeksin 3 yıllık ortalama getirisi)$

$$WD_{it} = \frac{1 + 1/n R_i = \prod_{i=1}^n \sqrt[n]{R_{it}}}{1 + 1/n R_i = \prod_{i=1}^n \sqrt[n]{R_{mt}}}$$

Yukarıda verilen formül ile yapılan uzun vade performans ölçümü 1'den büyük çıktığında, hisse senedi portföyünün endeksten fazla getiri sağladığı; 1'den küçük çıktığında ise, portföy getirisinin endeks getirisinin altında kaldığı sonucuna ulaşılmaktadır.

### Bulgular

İlk halka arz edilen firmaların aylık dönemler itibari ile, AR ve CAR değerleri tablo 2'de verilmiştir. Tablodan izlenebileceği gibi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uzun vadede ucuz fiyat olgusundan bahsetmek oldukça zordur. İncelenen 36'dan yalnız 11. ayda AR değeri %90 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer aylarda (t) değerleri oldukça önemsizdir. CAR değerleri açısından da elde edilen sonuçlar anlamsızdır. Hiç bir ayda istatistiksel olarak anlamlı CAR değeri elde edilememiştir. Bu sonuçlar bize İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA İLK HALKA ARZLARIN UZUN VADELİ FİYAT PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ

uzun vadede ucuz fiyat olgusunun sözkonusu olmadığını göstermektedir. İstatistiksel testlerin anlamsız olması bize bu hali ile pazarın ilk halka arz edilen firmaların uzun vadeli performansları açısından etkin olduğu sonucunu vermektedir.

Tablo(2) İlk Halka Arzedilen Firmaların Uzun Vadede Aylık AR ve CAR Değerleri

Ay	İncelenen Şirket Sayısı	Aylık				Birikimli			WR Sapma	
		Ort. Anormal Getiriler (AR)	Medyan	Standart	t-stat	Sapma Anormal Getiriler (CAR)	Medyan	Standart Ortalama		t-stat
1	70	0,000	-0,036	0,277	-0,003	0,000	-0,036	0,277	-0,003	1,000
2	70	0,034	-0,026	0,313	0,904	0,034	-0,057	0,436	0,648	1,030
3	70	-0,018	-0,037	0,174	-0,859	0,016	-0,061	0,506	0,262	0,980
4	70	-0,017	-0,045	0,243	-0,575	-0,001	-0,064	0,585	-0,013	0,980
5	70	0,016	0,000	0,184	0,721	0,015	-0,062	0,625	0,200	1,020
6	70	-0,019	-0,011	0,245	-0,655	-0,004	-0,077	0,616	-0,057	0,980
7	70	0,071	0,003	0,645	0,922	0,067	-0,057	0,903	0,620	1,070
8	70	0,011	-0,046	0,211	0,440	0,078	-0,076	0,943	0,692	1,010
9	70	0,010	-0,006	0,184	0,463	0,088	-0,114	0,995	0,742	1,010
10	70	-0,036	-0,074	0,240	-1,267	0,052	-0,070	1,005	0,431	0,970
11	70	-0,033	-0,046	0,144	-1,933*	0,019	-0,119	1,011	0,154	0,970
12	70	0,034	-0,017	0,260	1,106	0,053	-0,061	0,990	0,448	1,030
13	70	-0,019	-0,048	0,230	-0,700	0,034	-0,134	0,992	0,284	0,980
14	70	0,001	-0,032	0,198	0,053	0,035	-0,114	0,997	0,293	1,000
15	70	0,014	-0,035	0,215	0,543	0,049	-0,102	1,010	0,406	1,010
16	70	0,056	-0,006	0,356	1,309	0,105	0,044	1,030	0,850	1,050
17	70	-0,020	-0,030	0,153	-1,109	0,084	-0,018	1,038	0,680	0,980
18	70	-0,016	-0,046	0,199	-0,679	0,068	-0,046	1,099	0,519	0,990
19	70	0,017	-0,026	0,295	0,496	0,086	-0,052	1,112	0,645	1,020
20	70	0,043	0,021	0,249	1,454	0,129	-0,062	1,139	0,947	1,040
21	70	-0,040	-0,046	0,213	-1,558	0,089	-0,104	1,161	0,643	0,960
22	70	0,021	0,000	0,191	0,938	0,111	-0,042	1,142	0,810	1,020
23	70	-0,014	-0,047	0,222	-0,537	0,096	-0,121	1,118	0,721	0,990
24	70	-0,005	-0,035	0,304	-0,135	0,091	-0,106	1,171	0,654	1,000
25	70	-0,058	-0,052	0,167	-2,874	0,034	-0,226	1,163	0,244	0,950
26	70	-0,011	-0,012	0,177	-0,527	0,023	-0,158	1,141	0,167	0,990
27	70	0,022	-0,019	0,246	0,754	0,045	-0,147	1,142	0,330	1,020
28	70	0,061	-0,026	0,449	1,145	0,106	-0,180	1,265	0,704	1,060
29	70	0,037	-0,032	0,359	0,853	0,143	-0,226	1,352	0,885	1,030
30	70	-0,034	-0,056	0,168	-1,683	0,109	-0,178	1,329	0,687	0,970
31	70	-0,029	-0,014	0,175	-1,360	0,081	-0,186	1,318	0,512	0,970
32	70	-0,028	-0,038	0,174	-1,331	0,053	-0,271	1,300	0,341	0,970
33	70	-0,021	-0,036	0,179	-0,963	0,032	-0,174	1,294	0,210	0,980
34	70	-0,014	-0,041	0,203	-0,592	0,018	-0,172	1,359	0,111	0,990
35	70	-0,010	-0,011	0,155	-0,530	0,008	-0,197	1,351	0,051	0,990
36	70	-0,029	-0,057	0,235	-1,039	-0,021	-0,220	1,344	-0,130	0,970

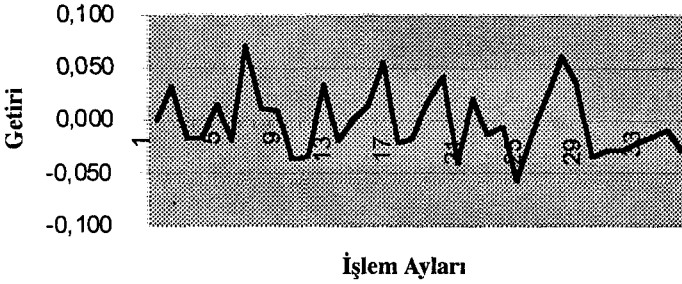
\* %90 seviyesinde anlamlı

Şekil 1'de ilk halka arz edilen şirketlerin aylık anormal getirileri görülmektedir. Şekilde aylık getiriler oldukça oynak bir görünüm vermekte ve İMKB'de aylık AR'lere dayanarak anlamlı bir sonuç elde edilemeyeceği sonucunu desteklemektedir.

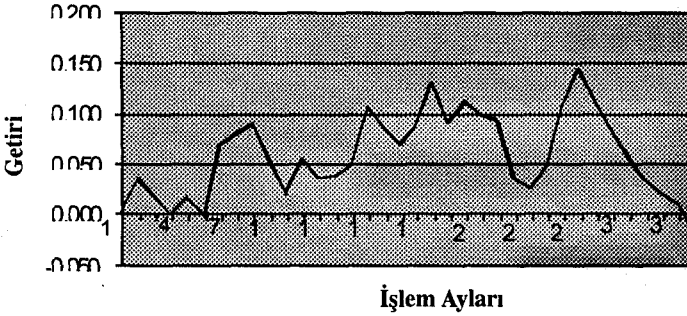
94

Şekil 2'de aylık CAR değerlerine göre hazırlanmış grafik verilmiştir. Genel olarak pozitif CAR değerleri görülmekle birlikte tablo 1'de verilen istatistiksel olarak anlamsız sonuçlara dayanarak bir değerlendirme yapmak mümkün değildir.

Şekil 1. İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Aylık Anormal Getirileri

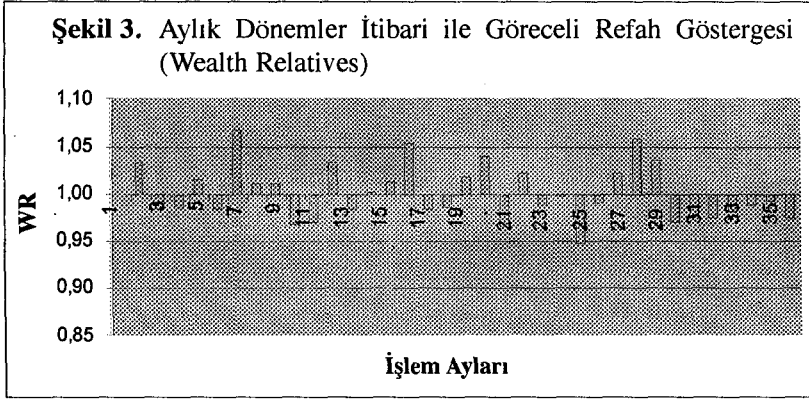


Şekil 2. İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Aylık Birikimli Ortalama Anormal Getirileri



Göreceli Refah Göstergesi'nden elde edilen sonuçlar da durum pek farklı değildir (Şekil 3). İlk otuz ay boyunca refah göstergesi istikrarsız bir karakter göstermektedir. Bir dönem birin üzerinde diğer dönemde ise bir değerinin altında bir değer elde edilmekte ve anlamlı bir sonuç çıkarmak mümkün olmamaktadır. Ancak 30. aydan sonra genel olarak bir değerinin altında bir eğilim izlenmektedir. Bu veriler 30. aydan sonra yatırımcı açısından olumsuz bir görüntü vermektedir.





### Sonuç

Menkul kıymet borsalarında son yıllarda yapılan bazı çalışmalarda uzun vadede ucuz fiyat olgusunun varlığı tartışılmaktadır. Bu çalışmada da İMKB'de ilk halka arz edilen firmaların uzun vadeli performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla 1992-1995 yıllarında halka arz edilen 70 firma incelenmiştir. Bu firmaların halka arz tarihinden itibaren 36 ay sonrasına kadar olan performansları ölçülmüştür.

Performans ölçümünde iki yöntemden yararlanılmıştır. Bunlardan birincisi olay çalışması olarak adlandırılan bir yöntemdir. Vaka çalışması ile halka ilk kez arz edilen firmaların aylık anormal ve birikimli getirileri hesap edilmiştir. Yalnız 11. ayda İMKB'de istatistiksel olarak anlamlı ucuz hisse senedinin varlığı tesbit olunmuştur. Buna karşılık, birikimli anormal getirilerin anlamsız olduğu görülmüştür.

Çalışmada kullanılan ikinci yöntem de hisse senedi bulundurma getirisinden hareket ederek geliştirilen göreceli refah göstergesidir. Göreceli refah göstergesi 36 ay boyunca hesaplanmış ve ilk 30 ay boyunca istikrarlı olarak 1 değerinin üzerinde veya altında bir sonuç elde edilememiştir. Ancak 30. aydan itibaren bir değerinin altında, diğer bir ifade ile pahalı hisse senedi olgusu ortaya çıkmıştır.

Sonuç olarak bu çalışma bize İMKB'de ilk kez halka açılan hisse senetlere yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde etme yönünde oluşturulacak yatırım stratejilerinin çok fazla anlamlı olmadığını bize göstermektedir.

**Kaynakça**

- AGGARWAL, R. ve P. RIVOLI (1990) "Fads in the Initial Public Offerings Market?", *Financial Management*, Vol.19:45-57.
- AGGARWAL, R., R. LEAL ve L. HERNANDEZ (1993) "The After Market Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management*, Vol.22:42-53.
- BRAV, A. ve P. A. GOMPERS (1997) "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies", *Journal of Finance*, Vol.52, December:1791-1821.
- BUSER, S. A. ve K. C. CHAN(1987) "NASDAQ/NMS Qualification Standards, Ohio Registration Experience and The Price Performance of IPOs", *Ohio Department of Commerce and National Association of Securities Dealers, Inc.*
- CHALK, A. J. ve J. W. PEAVY (1987) "Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and the Price Effect", *Financial Analysts Journal*, Eylül-Ekim:65-69.
- FINN, F. J. ve R. HIGHAM (1988) "The Performance of Unseasoned New Equity Issues: Common Stock Exchange Listing in Australia", *Journal of Banking and Finance*, Vol.12, September:333-351.
- IBBITSON, R.G. (1975) "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, Vol.2, September :235-272.
- LEVIS, Mario (1993) "The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", *Financial Management*, Vol.22:28-41.
- MCDONALD, J. G. ve A. K. FISHER (1972) "New Issue Stock Price Behaviour", *Journal of Finance*, Vol.27:102.
- RITTER, Ray J. (1991) "The Long-run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Vol.46:3-27.
- SMITH, C. W. (1986) "Investment Banking and the Capital Acquisition Process", *Journal of Financial Economics*, Vol.15:23-24.
- STOLL, H. R. ve A. J. CURLEY (1970) "Small Business and the New Issues Market For Equities", *Journal of Financial and Quantitive Analysis*, Vol.5:309-322.
- UHLIR, H. (1989) "Going Public in the F.R.G.", in *A reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Berlin.