

İMKB'DE HALKA ARZ EDİLEN MALİ SEKTÖR HİSSELERİNİN UZUN DÖNEM PERFORMANSLARI: 1990-1995 Uygulaması

Dr. Halil KIYMAZ (*)

1. GİRİŞ

Halka ilk defa arzedilen hisse senetlerinin performansları birçok sermaye piyasasında incelenmiştir. Bu çalışmalar genellikle performansları iki zaman diliminde incelemektedir. Bunlardan birincisi hisselerin borsa-da işlem görmeye başladığı ilk gündeki performanslarıdır. Bu performansları inceleyen çalışmalar, bu hisse senetlerinin genel olarak piyasa performansı üzerinde bir performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu olgu literatürde “düşük fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan bu hisselerin uzun dönemdeki performansları üzerine yapılan çalışmalar karma sonuçlar vermektedir.

Ülkemizde firmaların fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere halka açılmaları sermaye piyasasının derinlik kazanması ve gelişmesi açısından olumlu bir gelişme olmakla birlikte, diğer önemli bir konu, halka açılmaların yatırımcıya uzun dönemde neler sağladığı veya yatırımcıların gerçekten bu işlemden nasıl bir getiri elde ettikleridir.

Türkiye’de 1990-1995 yıllarında kısa dönemde yatırımcının iyi bir getiri elde ettiği (Kıymaz (1996a) ve (1996b)) ortaya konulmuştur. Örneğin ilk günlük piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getiriler finansal kuruluşlar için ortalama olarak %15.3 ve imalat sanayinde faaliyet gösteren kuruluşlar için ise %12.2 olarak bulunmuştur.

Bu çalışmanın temel amacı, İMKB’de 1990-1995 döneminde halka hisselerini arzeden mali kuruluşların uzun dönem performanslarını (30 aya kadar) ve halka arz edilen bu hisse senetlerinden elde edilen uzun

(*) Bilkent Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Bölümü.

dönem getirileri hangi faktörlerin etkilediğini uygulamalı olarak ortaya koymaktır. Bu araştırmanın ikinci bölümünde literatürdeki uluslararası çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra uygulamada kullanılan veriler ve yöntem tanımlanmıştır. Bunu hisse senetlerinin uzun dönem performanslarının ortaya ko-nulması ve bu performansları etkileyen faktörlerin açıklanması izlemektedir. Sonuç ve genel değerlendirme son kısmı oluşturmaktadır.

2. ULUSLARARASI ÇALIŞMALAR

İlk kez halka arzedilen hisse senetlerinin performansları ile ilgili olarak uluslararası alanda yapılan çalışmaların tamamında, hisselerin düşük fiyatlandırıldıkları ve borsada işlem görmeye başladıkları ilk günde prim yaptıkları sonucu ortaya konulmaktadır. ((Ritter (1991), McGuiness (1992), Lewis (1993), Kunz ve Aggarwal (1994), Kim, Krinsky ve Lee (1995), Lee, Taylor ve Walter (1996)). Ancak uzun dönem için yapılan çalışmalarda ise hisse senetlerinin performansları açısından büyük farklılık-lar görülmektedir. Bu çalışmalardan bazıları düşük fiyatlama olgusunun uzun dönemde de devam ettiğini ortaya koyarken, diğerleri uzun dönemde yatırımcıların karlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Hisse senetlerinin performansları ABD'de birçok araştırmacı tarafından incelenmiştir ve bulgular kısa dönemde düşük fiyatlamamanın varolduğunu göstermektedir. Bunlardan Ritter (1991) 1974-84 yılları arasında halka açılan 1526 firmaya ait hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirisini %14.3 olarak bulmuştur. Ancak bu firmaların benzer firmaların getirilerine göre düzeltilmiş anormal getirileri üç yıllık süre sonunda -%29.1 olarak bulunmuştur. Ritter bu hisselerin uzun dönemde düşük performans gösterdiklerini ve yatırımcının ilk günde elde ettiği anormal pozitif getirileri koruyamadığını ifade etmiştir. Buna göre, düşük fiyatlama olgusunun uzun dönem için geçerli olmadığını ileri sürmüştür. Aynı şekilde bu piyasa için yapılan Aggarwal ve Rivoli (1990) çalışması da Ritter (1991)'in sonuçları ile aynı doğrultudadır. Bu araştırmacılar inceledikleri 1598 firma için piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getiriyi kısa dönemde %10.7, uzun dönemde ise -%13.7 olarak bulmuşlardır.

Dawson (1987) hisselerin kısa ve uzun dönem performanslarını Hong Kong, Singapur ve Malezya borsalarında 1978-1983 dönemi için incelemiştir. Sonuçlar Hong Kong ve Singapur borsalarında hisselerin ilk işlem gününde çok yüksek anormal getirileri bulunduğunu, ancak daha sonraki dönemlerde getirilerin negatife dönüştüğünü ortaya koymaktadır. Malezya Borsasında ise istatistiksel olarak önemli anormal getirinin ilk günden sonraki işlem günleri için de varlığını sürdürdüğü belirlenmiştir.

Jog ve Riding (1987) Kanada'da halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinin performansını 1971-1983 dönemi için incelemiş ve ilk üç gündeki ortalama düşük fiyatlamasının % 9 ile %11.5 arasında bulunduğunu belirlemiştir.

İngiltere'deki ilk halka arzların performansını araştıran Keasey ve Short (1992) düşük fiyatlamasının sözkonusu ülkede %14 oranında olduğunu ve bu düşük fiyatlamasının halka açılma oranı ve toplanan fonların büyük-lüğüne bağlı olduğunu ortaya koymuştur.

İngiltere'deki halka arzların performanslarını araştıran diğer bir araştırmada Lewis (1993) ortalama başlangıç getirilerin % 14.3 ve üç yıl sonundaki getirilerin -%11.4 olduğunu belirlemiştir.

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993) düşük fiyatlama olgusunu kısa ve uzun dönemde Brezilya (62 firma), Şili (36 firma) ve Meksika (44 firma) borsalarında araştırmışlardır. Sonuçlar ilk gündeki getirilerin Brezilya'da %78.5, Şili'de %16.3 ve Meksika'da %2.8 olduğunu göstermektedir. Uzun dönemde ise ortalama düzeltilmiş getirilerin Brezilya'da -%47.0, Şili'de -%23.7 ve Meksika'da -%19.6 olarak gerçekleşmiş olduğu bulunmuştur.

Kunz ve Aggarwal (1994) 1983 ve 1989 yılları arasında İsviçre borsasında halka ilk arz edilen 42 hissenin performansına bakmıştır. Sonuçlar bu borsada ortalama başlangıç getirilerinin %35.8 olarak gerçekleştiğini ve bu getirilerin uzun dönemde de %30'un üzerinde devam ettiği yönündedir.

Kim, Krinsky ve Lee (1995) Kore borsasında 1985-1989 halka arz edilen hisselerin performanslarını kısa ve uzun dönemde incelemiştir. Bulgular bu borsada düşük fiyatlamasının kısa dönemde ve uzun dönemde var olduğunu ortaya koymuştur. Ortalama düşük fiyatlama kısa dönemde %57.5 olarak gerçekleşirken uzun dönemde bu oran %91.6 olarak bulunmuştur.

Lee, Taylor ve Walter (1996)'ın bu konuda yapılmış iki çalışmaları bulunmaktadır. Bunlardan ilki Avustralya borsasında 1976-89 yılları arasında halka arzedilen 266 hissenin performansını inceleyen çalışmalarıdır. Araştırmacılar bu çalışmalarında, kısa dönemde düşük fiyatlamasının %11.8 olduğunu ortaya koyarken, uzun dönemde ise getirilerin negatif olduğunu (-%51) belirlemişlerdir. Aynı yazarlar ikinci araştırmalarında Singapur borsasını incelemişler ve hem kısa ve hem de uzun dönemde düşük fiyatlamasının (sırasıyla % 31.4 ve % 8) mevcut olduğunu belirlemişlerdir. Türkiye için yapılan çalışmalardan Güzelhan ve Ağar (1991), 1989-1991 Mart döneminde halka açılan 36 kuruluşa ait

hisse senetlerinin perfor-manslarını incelemiştir. Sonuçlar ilk günde sadece % 2.6'lık bir piyasaya göre düzeltilmiş getirinin varlığını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, Kıymaz (1996a) ve (1996b) sırasıyla Türkiye'de Finans ve İmalat Sanayi sektörlerinde 1990-1995 döneminde halka arzedilen hisselerin performans-larını incelemiştir. Kıymaz (1996a) ilk gün piyasa getirilerine göre düzeltil-miş anormal getirileri bütün finansal kurumlar için % 15.3 olarak bulurken, alt-grup getirileri bankalar için %20.9, Sigorta grubu için %10, Leasing/Factoring için %5.5 ve Yatırım/Holding için %18.5 olarak gerçek-leşmiştir. Banka grubu dışındaki gruplarda, anormal getiriler istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Hisse senetlerinin ilk günden sonraki performansları incelendiğinde, ilk gündeki pozitif ham ve anormal getiri-lerin yerini negatif getirilerin aldığı gözlenmiştir.

Kıymaz (1996b) ilk gün piyasa getirilerine göre düzeltilmiş anormal getirileri bütün sınai kuruluşlar için %12.2 olarak bulurken, alt-grup geti-rileri Gıda grubu için % 11.4, Tekstil grubu için % 8.7, Kağıt/Basım grubu için %18.8, Kimya/Petrol grubu için % 16.4, Taş/Toprağa Dayalı İmalat grubu için %12.9, Metal Ana Sanayi grubu için %13.1 ve Makina/Gereç grubu için ise %8.2 olarak bulunmuştur ve sonuçlar istatistiki olarak anlamlıdır.

Kıymaz (1997) mali sektörde halka arzedilen hisse senetlerinin başlangıç performanslarını inceleyen faktörleri araştırmıştır. Sonuçlar hisse senedinin halka arz fiyatının belirlendiği zaman ile borsada ilk işlem gör-meye başladığı zaman sürecince piyasada meydana gelen yükselmeler ile hisse senedinin belirsizliğini ölçmede kullanılan standard sapmasının baş-langıç düşük fiyatlamayı açıklamada oldukça anlamlı olduğunu göstermek-tedir. Ayrıca halka açılma ile sağlanan fonların büyüklüğü ve aracı kurum-ların kendi veya bağlı buldukları şirketler grubundaki firmaların hisse-lerini düşük fiyatlamaları, başlangıç performansını etkileyen diğer faktörler olarak bulunmuştur.

Literatürü özetleyecek olursak, halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarını inceleyen çalışmalar düşük fiyatlama olgusunun kısa dönemde varlığını ortaya koymaktadır. Ancak uzun dönemde çalışmaların sonuçları arasında farklılıklar bulunmaktadır. Bazı çalışmalar kısa sönemde bulunan düşük fiyatlamamanın uzun dönemde de devam ettiğini ortaya koyar-ken, diğerleri uzun dönemde yatırımcının ilk günlerde elde ettiği bu prim-leri daha sonraki işlem günlerinde kaybettiği sonucunu ortaya koymaktadır.

3. KULLANILAN VERİLER VE YÖNTEM

3.1. Kullanılan Veriler

Bu çalışmada 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 1995 tarihleri arasında hisse senetleri halka arz edilen ve İMKB'da işlem görmeye başlayan 39 mali kuruluşu ait hisse senetlerinin uzun dönem performansları ve bunları etkileyen faktörler incelenmiştir. Bu kuruluşların performans analizi 4 ana grup altında toplanmıştır. Bunlar; Bankalar (10), Sigorta (7), Leasing / Factoring (7) ve Holding/Yatırım (15)'dir. Hisse senetlerinin halka arz ediliş tarihleri, arz fiyatı, arz edilen miktar ve firmalar ile borsa bileşik en-deksine ilişkin fiyat verileri, halka açılma oranları, firmalara ilişkin bilanço ve gelir tablosu kalemleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve yayınlarından sağlanmıştır. Bu dönemdeki hisselerin halka arz edilmesiyle bu kuruluşlar 8.3 trilyon TL'lik kaynak toplamışlardır.(1)

Tablo 1: 1990-1995 Yılında Halka Arz Edilen Mali Hisselere İlişkin İstatistikler

Gruplar	Sayı	Halka Açılma Oranı (%)	Toplam Hasılat (Milyon TL)	Toplam Hasılat* (Bin Dolar)	Toplam (Dolar) % Olarak
Bankalar	10	14.96	2,056,851	55.,220	70.6
Sigorta	7	15.86	2,097,850	85,804	10.9
Leasing/Fact.	7	18.24	556,300	36,251	4.6
Yatırım/Holding	15	58.89	3,575,654	108,205	13.9
	39	26.98	8,286,655	783,480	100.0

* Toplam hasılatın dolar türünden hesaplanmasında ihraç yılındaki ortalama TL/Dolar TCMB döviz kuru kullanılmıştır.

Bu dönemde halka arzedilen hisselerin satışından en yüksek tutar 553.2 milyon dolar (%70.6) ile bankalar tarafından elde edilirken, bunu 108.2 milyon dolar (%13.9) ile Yatırım/ Holding grubu takip etmiştir. Sigorta grubu 85.4 milyon dolar (%10.9) ile üçüncü sırayı alırken, Leasing/Factoring grubu ise 36.2 milyon dolar (%4.6) ile son sırayı almıştır. Bu dönemde ortalama halka açılma oranı %26.98 olarak gerçekleşirken, en yüksek oranda halka açılma %58.89 ile Yatırım/Holding grubuna aittir.

3. 2. Yöntem

Hisselerin uzun dönem performansları borsada işlem görmeye başladıkları günü takip eden 30 aylık dönemde incelenmiştir. Ritter (1991) yöntemi kullanılarak, borsada ilk işlem görülen gün ay 0 olarak tanımlanmış

(¹) Bu tutar nominal değerleri ifade etmektedir. Bu hasılatı dolar bazında bakmak daha anlamlı olabilir ve bu hasılat yaklaşık olarak 783 milyon ABD doları etmektedir.

ve piyasa sonrası uzun dönem bu başlangıç dönemini takip eden 30 aylık dönem olarak belirlenmiştir. Burada bir ay borsada ikinci işlem gününden başlayarak birbirini takip eden 21-işlem gününü ifade etmektedir. Buna göre, birinci ay borsadaki ilk işlem gününe göre 2-22, ikinci ay 23-43, üçüncü ay 44-64 gibi sıralanmaktadır.

Buna göre bir hisse senedinin t ayındaki İMKB Bileşik Endeksi ile ifade edilen piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getirileri aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

Benzer şekilde n hisse senedinden oluşan bir grup hisse senedi için piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler şöyle bulunmuştur;

$$AR_t = (1/n) \sum AR_{i,t} \quad (2)$$

Burada ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı aşağıdaki t istatistiği yardımıyla hesaplanmıştır.

$$t = \frac{\overline{AR_t}}{\sigma(AR_t)} \quad (3)$$

burada $\sigma(AR_t)$, t ayındaki anormal getirilerin standart sapması olup $\sigma(AR_t) = \sigma(AR_t) / (n)^{1/2}$ formülüyle hesaplanır. Burada $\sigma(AR_t)$, t ayındaki kesitsel standarta sapmayı gösterir.

İncelenmesi gereken diğer bir konu ihracı izleyen t_1 ve t_2 dönemi arasında gerçekleşen birikimli anormal getirilerin ve t istatistiğinin hesaplanmasıdır. Gruptaki n hisse senedi için t_1 ve t_2 dönemi için birikimli ortalama anormal getiriler (CAR) aşağıdaki denklemlerle hesaplanmıştır.

$$CAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad (4)$$

Bu birikimli anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını ortaya koymak amacıyla (3) nolu eşitlik (CAR) için hesaplanmıştır. Burada temel varsayım aylık ortalama getirilerin birbirinden bağımsız olduğudur.

4. HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM PERFORMANSLARI

Çalışmada ilk olarak hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı ilk günü takip eden 30 aydaki ortalama aylık getiriler incelenmiştir. Bu getiriler Tablo 2’de bütün finansal kuruluşlar ve alt-grupları itibariyle rapor edilmiştir.

Buna göre mali kuruluşlara bir bütün olarak baktığımızda, piyasa performanslarının aylar itibariyle farklılıklar gösterdiğini görmekteyiz. Otuz ayın onaltısında ortalama anormal getiriler negatif iken, ondördünde pozitiftir. İlk oniki aylık ortalama anormal getiriler bütün mali kuruluşlar (%-0.13), Bankalar (%-1.7), Sigorta (%-3.25) ve Holding/Yatırım alt-grupları için nega-tif olarak bulunurken, Leasing/Factoring alt-grubu (%1.41) için pozitif olarak belirlenmiştir.

Bu sonuçlar ilk oniki ayda ortalama olarak Leasing/Factoring dışındaki grupların ve mali kuruluşların bir bütün olarak piyasanın altında bir getiri sağladıklarının ortaya koymaktadır.

En uzun dönem olan otuz aylık ortalamalara baktığımızda, mali kuruluşların bir bütün olarak ortalama aylık %0.68’lik bir anormal getiri sağlarken, Sigorta alt-grubu %0.99, Leasing/Factoring %1.97 ve Holding/Yatırım alt-grubu %0.57’lik anormal getiriler sağlamışlardır. Bankalar alt-grubu ise bu dönemde %-0.68 ile piyasa getirisinin altında bir ortalama getiri sağlamıştır.

Tablo 2: Aylık Ortalama Anormal Getiriler (AARs)

Aylar	Bütün Finansal		Bankalar		Sigorta		Leasing/Fact		Holding/Yat.	
	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.
1	-0.020	-0.35	-0.112	-1.56	-0.037	-0.74	0.114	0.80	-0.013	-0.12
2	0.016	0.39	-0.014	-0.26	-0.039	-0.44	-0.134	-1.44	0.132	1.83*
3	-0.014	-0.77	-0.005	-0.11	-0.058	-1.32	0.060	0.60	-0.034	-0.51
4	-0.028	-0.77	0.050	1,18	-0.148	-2.19*	-0.056	-0.40	-0.011	-0.26
5	-0.057	-1.52	-0.128	-2.15**	-0.102	-2.65**	-0.119	-1.01	0.040	0.67
6	-0.001	-0.01	0.018	0.38	-0.067	-1.36	0.070	0.73	-0.014	-0.39
7	-0.029	-0.81	-0.107	-1.74*	0.057	1,09	-0.003	-0.02	-0.023	-1.27
8	0.048	-1.47	-0.016	-0.26	-0.099	-0.94	0.027	0.30	-0.091	-3.09***
9	0.044	1.96*	0.051	1,33	-0.038	-0.65	0.151	2.71**	0.019	0.75
10	0.028	0.94	-0.017	-0.41	0.102	1.78*	0.117	1,60	-0.019	-0.36
11	-0.012	-0.37	-0.001	-0.04	-0.002	-0.04	0.043	0.61	-0.056	-0.79
12	0.009	0.28	0.076	1,68	0.041	0.75	-0.101	-1.84*	0.011	0.13
13	0.021	0.64	-0.017	-0.30	0.126	1.86*	-0.063	-2.39**	0.066	0.91
14	0.061	1.80*	0.031	0.76	0.027	0.53	0.063	1,04	0.115	1.23
15	-0.018	-0.62	-0.010	-0.50	0.025	0.23	-0.011	-0.16	-0.065	-1.37
16	-0.001	-0.01	-0.105	-1.90*	-0.023	-0.19	0.039	0.62	0.116	1,18
17	-0.001	-0.03	0.008	0.17	-0.004	-0.07	0.013	0.12	-0.022	-0.25
18	-0.021	-0.43	-0.048	-0.58	0.355	4.33***	0.026	0.28	-0.128	-1.97
19	-0.041	-1.10	-0.004	-0.08	-0.033	-0.27	-0.032	-0.81	-0.098	-1.02
20	0.052	1,32	0.001	0.03	-0.022	-0.86	-0.007	-0.10	0.181	1.95*
21	0.040	1,18	0.026	0.49	0.121	3.59***	-0.047	-1.68	0.099	1,21
22	-0.065	-1.61	-0.047	-1.16	-0.110	-3.31***	-0.089	-1.43	-0.059	-0.51
23	-0.004	-0.12	-0.052	-1.31	0.022	0.86	-0.091	-0.93	0.113	3.55***
24	0.008	0.29	0.040	1,25	0.055	0.57	-0.109	-2.04*	0.037	0.68
25	-0.017	-0.37	0.005	0.07	-0.198	-4.23***	0.026	0.26	-0.025	-0.29
26	0.051	1,16	0.105	1.90*	-0.029	-0.38	0.074	1,36	-0.022	-0.18
27	0.059	1.98*	0.039	0.74	-0.069	-1.64	0.132	4.63***	0.089	1,46
28	0.069	0.99	0.068	1,19	0.184	3.33**	0.141	1,09	-0.031	-0.13
29	-0.011	-0.23	-0.100	-2.06**	0.180	2.92**	0.204	3.63***	-0.056	-0.49
30	0.039	0.77	0.062	0.91	0.079	2.80*	0.153	1.77*	-0.081	-0.82

Aylar	Bütün Finansal AARs	Bankalar AARs	Sigorta AARs	Leas./Fact AARs	Hold/Yat. AARs
1-12 Ay Ortalama	-0.0013	-0.0171	-0.0325	0.0141	-0.0049
1-24 Ay Ortalama	0.0006	-0.0159	0.0062	-0.0058	0.0123
1-30 Ay Ortalama	0.0068	-0.0068	0.0099	0.0197	0.0057

a: *, **, ve *** istatistiki olarak sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyesini ifade etmektedir.

b: Düzeltilmiş getiriler, ham getirilerden İMKB Bileşik endeksi ile ifade edilen piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmiştir.

Bu hisselerle yatırım yapan yatırımcının uzun dönemde nasıl bir getiri elde ettiğini ortaya koyabilmek için, grupların birikimli anormal getirilerine bakmak yerinde olacaktır. Birikimli anormal getirileri hissenin ilk işlem günü sonunda alındıktan sonra 30 aya kadar sürede elde tutulması halinde, sağlana-bilecek anormal getirilerin bir ifadesidir.

4. 2. Birikimli Anormal Getiriler (CARs)

Tablo 3'te ise birikimli anormal getiriler rapor edilmiştir. Buna göre borsada ilk işlem gününü takip eden ilk yılın (12 ay) sonunda, bütün

finansal kuruluşların birikimli anormal getirileri %-11 olarak gerçekleştirirken, Bankalar alt-grubunun %-20.4, Sigortanın %-38.8, Holding/Yatırım grubunun %-6 ve Leasing/Factoring alt-grubunun ise %16.8 olarak gerçekleşmiştir. Bunlardan sadece Sigorta grubu istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuçlar mali kuruluşların bir bütün olarak ve Leasing/Factoring dışındaki alt-grupların halka açılmalarını takip eden ilk yıl sonunda yatırımcıya piyasa getirisinin altında bir getiri sağladıkları söylenebilir.

Daha sonra bu hisselerin performansları halka açılmalarını takip eden iki yıl (24 ay) için incelenmiştir. Bu dönem sonunda, bütün finansal kuruluşlar %-8'lik bir birikimli anormal getiri sağlarken, alt-gruplardan Bankalar %-38.1, Leasing/Factoring %-14 ile piyasanın altında ve Sigorta %9.6 ve Yatırım/Holding %29.4'lük bir birikimli anormal getiri ile piyasanın üzerinde bir getiri sağlamışlardır.

En uzun inceleme süresi olan otuz aylık dönemde ise mali kuruluşlar bir bütün olarak %11'lik bir anormal getiri sağlamışlardır. Altgruplara baktığımızda, Bankalar dışındakilerin getirileri pozitif olup sırasıyla Sigorta %29.7, Leasing/Factoring %59 ve Holding/Yatırım alt-grubu için %16.9 olarak gerçekleşmiştir. Bankalar ise bu dönemde %-20.2'lik bir negatif anormal getiri sağlamışlardır.

Bu sonuçlar genel olarak, mali sektörde halka açılan kuruluşların uzun dönemde yatırımcıya piyasa getirisi üzerinde bir getiri sağladıklarını ortaya koymaktadır. Mali sektör hisseleri alt-gruplara ayrılarak incelendiğinde ise Bankaların uzun dönemde piyasaya göre düşük performans gösterdiklerini görmekteyiz. En iyi performans ise Leasing/Factoring alt-grubu tarafından gösterilirken, bunu Sigorta ve Holding/Yatırım alt-grubu izlemiştir.

Tablo 3: Aylık Birikimli Ortalama Anormal Getiriler (CARs)

Aylar	Bütün Finansal		Bankalar		Sigorta		Leasing/Fact		Hold/Yat.	
	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.	AARs	t-değ.
1	-0.020	-0.35	-0.112	-1.56	-0.037	-0.75	0.114	0.80	-0.013	-0.11
2	-0.004	-0.06	-0.126	-1.43	-0.076	-0.78	-0.020	-0.12	0.119	0.89
3	-0.018	-0.23	-0.130	-1.34	-0.134	-1.27	0.040	0.21	0.084	0.57
4	-0.046	-0.54	-0.080	-0.76	-0.282	-2.26*	-0.016	-0.07	0.073	0.49
5	-0.103	-1.12	-0.209	-1.72*	-0.384	-2.98**	-0.135	-0.51	0.113	0.70
6	-0.103	1.08	-0.190	-1.46	-0.451	-3.27***	0.065	-0.23	0.099	0.61
7	-0.133	-1.30	-0.297	-2.06*	-0.394	-2.68**	-0.068	-0.22	0.075	0.48
8	-0.181	-1.78	-0.312	-2.00*	-0.493	-2.82**	-0.041	-0.13	-0.015	-0.10
9	-0.137	-1.26	-0.261	-1.63	-0.530	-2.88**	0.110	0.34	0.004	0.03
10	-0.108	-0.96	-0.278	-1.69	-0.428	-2.22**	0.227	0.68	-0.015	-0.09
11	-0.120	-1.03	-0.280	-1.66	-0.430	-2.19**	0.270	0.80	-0.071	-0.40
12	-0.111	-0.91	-0.204	-1.17	-0.388	-1.90*	0.168	0.49	-0.060	-0.31
13	-0.090	-0.72	-0.221	-1.21	-0.262	-1.22	0.105	0.31	0.005	0.03
14	-0.029	-0.22	-0.190	-1.02	-0.235	-1.07	0.169	0.50	0.121	0.54
15	-0.047	-0.35	-0.200	-1.08	-0.210	-0.87	0.157	0.45	0.056	0.24
16	-0.047	-0.34	-0.304	-1.57	-0.233	-0.88	0.196	0.56	0.171	0.70
17	-0.049	-0.34	-0.297	-1.50	-0.237	-0.88	0.209	0.57	0.150	0.58
18	-0.070	-0.46	-0.345	-1.62	0.118	0.45	0.235	0.62	0.022	0.08
19	-0.111	-0.70	-0.349	-1.60	0.085	0.30	0.203	0.54	-0.076	-0.27
20	-0.059	-0.36	-0.348	-1.57	0.063	0.22	0.196	0.51	0.105	0.35

21	-0.019	-0.11	-0.322	-1.41	0.184	0.66	0.149	0.39	0.203	0.66
22	-0.084	-0.49	-0.368	-1.60	0.074	0.26	0.059	0.16	0.144	0.44
23	-0.088	-0.51	-0.421	-1.80*	0.096	0.34	-0.032	-0.08	0.257	0.79
24	-0.080	-0.45	-0.381	-1.62	0.151	0.51	-0.140	-0.35	0.294	0.89
25	-0.097	-0.53	-0.376	-1.53	-0.047	-0.16	-0.114	-0.28	0.269	0.79
26	-0.046	-0.25	-0.271	-1.08	-0.077	-0.25	-0.040	-0.1	0.247	0.69
27	0.014	0.07	-0.231	-0.90	-0.146	-0.48	0.091	0.22	0.337	0.93
28	0.083	0.42	-0.164	-0.62	0.038	0.13	0.233	0.55	0.306	0.77
29	0.072	0.35	-0.264	-0.99	0.218	0.71	0.436	1.02	0.250	0.60
30	0.110	0.53	-0.202	-0.73	0.297	0.98	0.590	1.35	0.169	0.40

*, **, ve *** istatistiki olarak sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyesini ifade etmektedir.

5. UZUN DÖNEM PERFORMANSLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

5.1. Değişkenlerin Tanımlanması

Tablo 4’de 1990-1995 yılında halka hisselerini arz eden mali kuruluşlara ilişkin veri tanımları yer almaktadır. Önceki bölümde bulunan piyasa getirilerine göre düzeltilmiş uzun dönem (1 Aylık, 12 Aylık, 24 Aylık ve 30 Aylık) birikimli anormal getiriler anormal getiriler regresyon analizinde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Bu hisselerin uzun dönem performanslarını etkileyen faktörleri analiz etmek amacıyla birtakım değişkenler belirlenmiştir. Hisse senedinin gelecek performansı beklenen fiyat performansı ile yakından ilgilidir. Belirsizliği yüksek olan hisseler daha riskli olacağından beklenen getirilerde yüksek olacaktır.

Uzun dönem anormal getirileri açıklamak için kullanılan serbest değişkenler aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Toplam Aktifler (AKTİF):

Firmanın büyüklüğü firmanın gelecekteki performansı hakkında belirsizliği azaltabilir. Bu yüzden firmanın bir büyüklük göstergesi olarak toplam aktiflerinin değerini kullanabiliriz. Firmanın halka açılma yılından önceki yıl sonu aktiflerinin toplam değerinin logaritması değişken olarak alınmıştır. Büyük firmalarda daha az belirsizlik beklendiğinden, bu değişken ile anormal getiriler arasında ters orantılı bir ilişki beklenmektedir.

Tablo 4:
1990-95 Yıllarında Halka Açılan Mali Kuruluşların Uzun Dönem Performanslarını Etkileyen Faktörlere İlişkin İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Std.Sapma	En Düşük	En Yüksek
AKTİF ^a	5.838	1.859	1.824	8.847

YIL	15.897	19.955	0.000	68.000
ORAN	0.326	0.317	0.041	0.960
STDS	0.049	0.028	0.014	0.126
YÖNTEM	0.358	0.480	0.000	1.000
ILKGÜN	0.153	0.407	-0.297	2.308
ARACI	0.498	0.240	0.000	1.000

a: Toplam Aktifler değişkeninin logaritması analizde kullanılmıştır ve bu istatistikler logaritmik değere aittir.

Firmanın Yaşı (YIL):

Firmanın halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu süre hissenin performansının belirsizliği hakkında bilgi verebilir. Buna göre daha uzun süre faaliyette bulunan firmalarda yeni firmalara göre belirsizlik daha azdır. Bu da daha eski firmalara ait hisse senetlerinin daha düşük getiri beklen-tileri olacağını gösterebilir. Firmanın halka açılmadan önce faaliyette bulun-duğu zamanın yıl olarak ifadesi değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişken ile anormal getiriler arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Halka Açılma Oranı (ORAN):

Halka açılma oranı yatırımcıya birtakım sinyaller verebilir. Leland ve Pyle (1977)'in geliştirdiği modele göre firmanın halka açılma oranını düşük tutması, firma sahiplerinin firmaya olan güven ve bağlılığının bir gös-tergesidir. Firmanın halka açılma oranı, halka açılan hisse senedi perfor-mansının belirsizliği hakkında iki türlü bilgi vermektedir. Bunlardan birin-cisi, firma sahiplerinin firmaya olan güvenlerini ifade eder ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu olarak algılanır. Bu da belirsizliğin düşük olmasını ve dolayısıyla daha az getiri beklentisini getirir. İkinci olarak, fir-manın halka arz ettiği hisseleri satamama korkusundan dolayı halka açılma oranını düşük tuttuğudur. Bu durumda piyasa halka açılma oranının az olmasını olumsuz yorumlayacaktır ve dolayısıyla artan belirsizlik beklenen daha da fazla olmasına yol açacaktır (Keasey ve Short (1992)). Bu iki etken zıt yönde çalıştığından, bu değişken ile anormal getiriler arasındaki ilişki için ön beklenti pozitif/negatif olabileceği şeklindedir.

Standart Sapma (STDS):

Hisse senedinden beklenen getiriler firmanın gelecek performan-sının belirsizliği, yani risk seviyesi ile doğrudan ilişkilidir. Hisse senedinin performansının değişken olması belirsizliğin fazla olacağını ve dolayısıyla beklenen getirilerinde fazla olacağını gösterir. Hisse senedinin

ilk işlem gününü takip eden 30 gündeki getirilerin standard sapması hisse senedinin gelecek performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmıştır. Bu standart sapmanın fazla olması, değişkenliğin daha fazla olduğunu gösterir ve dola-yısıyla bu değişken ile anormal getiriler arasında aynı yönlü bir ilişki bek-lenmektedir.

Halka Arz Yöntemi (YÖNTEM):

Hisse senetlerinin halka arzı iki ayrı yöntemle yapılabilir. Bunlardan birincisi mevcut payların halka satışı (Portföyden Satış) yolu ile halka açılmadır. Burada, şirketin gerçek ve tüzel kişi ortaklarının portföylerinde bulunan ve şirket tarafından önceden ihraç edilen hisse senetlerinin halka satışı sözkonusudur. Bu yöntemde halka açılma ile elde edilen hasılatlar, halka arzı gerçekleştiren firmaya değil de, hisse senetlerini satan ortaklara ait olacaktır. Dolayısıyla, bu ortaklar elde ettikleri fonları istedikleri yer-lerde kullanabilirler. Böylece, halka arzedilen hisse senetlerini alan yatırım-cıların sağladıkları fonların, hisse senedini aldıkları firma tarafından kulla-nılmama tehlikesi vardır. Bu durumda ortak olunan firma sağlanan fonları kullanamadığından, yatırımcılar yatırım amacından uzaklaşmış olabilirler. Bu durum firmanın hisse senedinin performansının belirsizliğini artırmış olacaktır.

İkinci yöntemde ise halka açılma, sermaye artırımını veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşmektedir. Bu yöntemde firma, mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle firmaya yeni ortakların girmesini sağ-lamaktadır. Birinci yöntemin aksine, bu yöntemde elde edilen hasılatlar fir-manın kasasına girmektedir ve firmanın belirlediği büyüme stratejileri doğ-rultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı için iyi bir seçenek olmak-tadır, çünkü yatırımcının sağladığı fonlar firmanın finansal durumunu güç-lendirmek için kullanılacaktır. Dolayısıyla, halka arz edilen hisselerin perfor-mansına ilişkin belirsizlik daha az olacaktır. İşte halka arz yönteminin hisse senedinin sağladığı anormal getiriler üzerindeki etkisini ortaya koymak için bir kukla (dummy) değişken kullanılmıştır. Eğer halka arz, sermaye artırımını veya yeni pay ihracı yolu ile halka açılma ise 1 değeri, portföyden satış-mevcut payların halka arzı yoluyla halka açılma sözkonusu ise 0 değeri almaktadır.

İlk Gün Anormal Getirileri (İLK GÜN):

Bu değişken hisse senedinin ilk gündeki performansı ile daha sonra-ki yıllar arasındaki performansı arasındaki ilişkiyi test etmeye yönelik olarak oluşturulmuştur. İlk gündeki getiriler esas olarak düşük fiyatlama olgusu-nun olup olmadığını göstermektedir. Firmaların halka

arz fiyatları firmanın gerçek potansiyelini yansıtmayabilir. Başlangıçta yatırımcı üzerinde iyi bir izlenim bırakmak için, firmalar halka arz fiyatını kasıtlı olarak düşük tutmuş olabilirler. İşte ilk gün performansı ile uzun dönem performansı arasındaki ilişki, başlangıç performansın gerçekten firmanın potansiyel performansını yansıtıp yansıtmadığını ortaya koyabilir. Bu değişken için herhangi bir önbeklenti bulunmamaktadır.

Aracı Kurum (ARACI):

Baron (1982) asimetrik bilgi kuramında, aracı kurumların hisseyi halka arz ederken hisselerin performansları hakkında firmalardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını ileri sürerek, firmaların hisselerin gerçek değerinin ne olabileceğini bilmediklerinden fiyatlama kararının aracı kuruma bırakılabileceğini belirtmiştir. Aracı kurum da bu hisseleri kendi daimi müşterileri için düşük fiyatlayabilecektir. Bu kuram, Muscarella ve Vertsuyan (1989) tarafından hisseleri kendileri tarafından piyasaya sunulan finansal kuruluşların performansları incelenerek test edilmiştir. Sonuçlar bu hipotezi destekler nitelikte değildir. Bu hipotezi uzun dönem performanslar için test etmek amacıyla bir kukla değişken kullanılmıştır. Buna göre, bu değişken hisse senedinin arzına aracılık eden kurum kendi hisselerini veya bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir firmanın hisse senetlerini arz ediyorsa 1 değeri, diğer durumlarda ise 0 değeri almaktadır.

5. 2. Yöntem

Hisse senetlerinin performanslarını etkileyen faktörleri ortaya koymak için çoklu regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem izleyen sayfa-daki eşitlik için tahmin edilmiştir.

$$UZUNPERF = \beta_0 + \beta_1 AKTİF + \beta_2 YIL + \beta_3 ORAN + \beta_4 STDS + \beta_5 YÖNTEM + \beta_6 ARACI + \beta_7 İLK GÜN$$

burada:

- UZUNPERF = Piyasa getirisine göre düzeltilmiş uzun dönem getiriler,
AKTİF = Halka açılma yılından önceki yıl sonundaki aktiflerin toplamının logaritması,
YIL = Firmanın kuruluş yılı ile halka açılma yılı arasındaki zaman (veya faaliyet süresi),
ORAN = Halka açılma oranı % olarak,
STDS = Borsada hisselerin ilk işlem gününü takip eden 30 günlük getirilerinin standart sapması,
YÖNTEM = Kukla (dummy) değişken. Eğer halka açılma portföyden satış yolu ile yapılıyorsa 1 değeri,

- hisse senedi veya sermaye artırımını ise 0 değeri almaktadır,
- ARACI = Kukla (dummy) değişken. Eğer firmanın hisseleri kendisi veya bağlı bulunduğu şirketler grubuna dahil bir aracı kurum tarafından yapılıyorsa 1 değeri, diğer hallerde 0 değeri almaktadır.
- İLKĞÜN = Hisse senedinin borsada ilk işlem gördüğü gündeki piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getiriler (başlangıç düşük fiyatlama)

6. BULGULAR

Yukarıda tanımlanan değişkenler hisse senedinin gelecekteki fiyat performansının belirsizliğini açıklamaya yönelik potansiyel değişkenler olarak kullanılmıştır. Buna göre belirsizliğin fazla olması durumunda, bekle-nen getiri daha fazla olacaktır.

Öncelikle bu belirsizliği ölçmek amacıyla kullanılan değişkenler tek tek serbest değişken olarak kullanılarak bunların hisse senedinin ilk gün-deki performanslarını açıklama gücüne bakılmıştır. Uzun dönem performanslar dört ayrı grup aralığında incelenmiştir. Bunlar ilk ay getirileri, 1-12 ay birikimli getirileri, 1-24 ay birikimli getirileri ve 1-30 ay birikimli getirileridir. Bu getiriler sırasıyla regresyon analizinde bağımlı değişken olarak kullanılmış ve serbest değişkenlerin bu getirileri açıklama gücüne bakılmıştır. İlk olarak tanımlanan değişkenler tek tek serbest değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişkenlerden (STDS, İLKĞÜN ve AKTİF) istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Daha sonra bu değişkenler ile yukarıda açıklanan dört bağımlı değişken ile çoklu regresyonlar yapılmıştır. Bunların sonuçları Tablo 5'te rapor edilmiştir. Bu regresyonların R^2 değerleri 0.20 ile 0.38 arasındadır. Bu regresyon sonuçlarına göre mali sektörde halka açılan kuruluşların uzun dönem performanslarına aşağıdaki açıklamalar getirilmiştir.

Tablo 5: 1990-95 Yıllarında Hisselerini Halka Arzeden Mali Kuruluşların Uzun Dönem Performanslarını Etkileyen Faktörlere İlişkin Regresyon Sonuçları

Değişkenler	İlk Ay	1-12 Ay	1-24 Ay	1-30 Ay
Sabit	0.076 (0.21) ^a	-2.257 (-2.91)***	-0.573 (-0.52)	-1.020 (-0.66)
AKTİF	-0.038 (-0.84)	0.237 (2.53)**	0.010 (0.08)	0.065 (0.34)
YIL	-0.002 (-0.32)	-0.004 (-0.79)	-0.005 (-0.73)	-0.001 (0.14)
ORAN	0.117 (0.42)	1.417 (2.08)**	0.435 (0.35)	1.249 (0.64)

STDS	4.278 (1.69)*	12.919 (2.75)***	11.951 (1.90)*	14.161 (1.56)
YÖNTEM	-0.227 (-1.52)	-0.209 (-0.67)	0.008 (0.01)	-0.202 (-0.21)
ARACI	0.064 (0.48)	0.156 (0.61)	0.017 (0.05)	-0.022 (-0.04)
İLKGÜN	-0.321 (-1.79)*	-0.879 (-2.72)***	-0.702 (-1.54)	-0.761 (-1.35)
R ²	0.206	0.383	0.288	0.272
Düzeltilmiş R ²	0.027	0.187	0.043	0.024

*, **, *** istatistiki olarak sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlıdır.

a: Parantez içindeki rakamlar t-değerlerini göstermektedir.

Tablo 5'deki ilk regresyonda hisse senedinin borsada işlem gördüğü günü takip eden ilk aydaki birikimli anormal getiriler bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Burada sadece STDS ve İLKGÜN değişkenleri istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre STDS değişkeni 4.278 katsayısına sahiptir ve standart sapması fazla olan (belirsizliği) hisse senetlerinin genel olarak ilk ayda daha fazla getiri sağladıklarını ortaya koymaktadır. İLKGÜN değişkeni de -0.321 katsayısına sahiptir ve bu ters yönlü ilişki düşük fiyatlamaların daha fazla olduğu firmaların ilk aylık performanslarının daha düşük olduğunu göstermektedir.

İkinci regresyonda 1-12 aydaki birikimli anormal getiriler bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Burada AKTİF, ORAN, STDS ve İLKGÜN değişkenleri istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. AKTİF değişkeni 0.237 katsayısına sahiptir ve bu sonuç aktif toplamı ile ölçülen büyük firmaların ilk ay getirilerinin daha küçük firmalara oranla daha fazla getiri sağladıklarını ortaya koymaktadır. ORAN değişkeni 1.417 katsayısı ile halka açılma oranını yüksek tutan firmaların getirilerinin daha fazla olduğu ve bunun da firma sahiplerinin firmaya olan güvenlerinin halka açılma oranında yansıtıldığını görüşünü desteklemektedir. STD ve İLKGÜN değişkenleri ilk regresyonda olduğu gibi sırasıyla pozitif ve negatif katsayılarla sahiptirler. Bu sonuçlar standart sapması fazla olan (belirsizliği) hisse senetlerinin genel olarak ilk oniki ayda daha fazla getiri sağladıklarını ortaya koyarken, düşük fiyatlamaların daha fazla olduğu firmaların ilk oniki aylık performanslarının da daha düşük olduğunu göstermektedir.

Üçüncü ve dördüncü regresyon sırasıyla 1-24 ve 1-30 aylardaki birikimli anormal getiriler sırasıyla bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu regresyonlarda sadece üçüncü regresyonda STDS değişkeni istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı olmamasına rağmen, değişkenlerin katsayılarının işaretleri beklentilerle aynı doğrultudadır.

Genel olarak bu regresyon sonuçları belirsizliği fazla olan firmaların uzun dönemde daha iyi performans gösterdiklerini ve ilk işlem günü iyi performans gösteren firmaların uzun dönemde zayıf performans gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Yani başlangıç düşük fiyatlama ile uzun dönem performans arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum hisse senetlerinin başlangıçta çeşitli nedenlerle düşük fiyatlandırıldığını göstermektedir.

5. SONUÇ VE ÖZET

Halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarına ilişkin olarak yapılan araştırmaların sonuçları genel olarak yatırımcıların hisse senedinin işlem görmeye başladığı ilk günde piyasa getirisinin üzerinde bir anormal getiri elde ettiklerini ortaya koymaktadır. Türkiye’de ise kısa dönemde yatırımcının iyi bir getiri elde ettiği (Kıymaz (1996a) ve (1996b)) tarafından ortaya konulmuştur. Fakat bu firmaların uzun dönem performanslarına baktığımızda uluslararası çalışmalar karma sonuçlar vermektedir.

İşte bu çalışmanın amacı 1990-1995 döneminde İMKB’de halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını araştırmak ve bu performansları etkileyen faktörleri uygulamalı olarak ortaya koymaktır. Hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını incelemede Olay Yöntemi kullanılmıştır. Hisselerin performansları İMKB’de işlem gördüğü ilk günü takip eden 30 aylık dönemde incelenmiştir. Sonuçlar finansal kuruluşların bir bütün olarak 30 aylık dönemde %11’lik bir anormal getiri sağladığını ortaya koymaktadır. Bu kuruluşlar alt gruplara ayrıldığında, 30 aylık dönemde Sigorta alt-grubunun %29.7, Leasing/Factoring grubunun, %59 ve Holding /Yatırım grubunun %16.9’luk bir anormal getiri sağladığı bulunurken, Bankalar alt-grubunun ise %-20.2’lik bir getiri sağladığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuçlar genel olarak finansal kuruluşların bankalar haricinde piyasa üzerinde bir getiriyi yatırımcıya sağladığını ortaya koymaktadır.

Çalışmanın sonraki kısmında bu uzun dönem performansları etkileyen faktörler irdelenmiştir. Kullanılan değişkenlerden STDS ve İLK GÜN bu performansları etkileyen en önemli iki faktör olarak bulunurken, AKTİF ve ORAN değişkenleri de bazı dönemlerde etkili faktörler olarak bulunmuştur. Bu sonuçlar belirsizliği fazla olan firmaların genel olarak daha iyi performans gösterdiklerini ve ilk günde yatırımcıya iyi getiri sağlayan firmaların daha sonraki uzun dönemlerde diğerlerine göre daha düşük performansa sahip olduklarını ortaya koymaktadır.

Özetle diğer ülke hisse senedi piyasalarında karma sonuçlar veren uzun dönem çalışmalar, Türk mali sektör hisse senetleri için yapılmış ve bu hisselerin uzun dönemde piyasa getirisi üzerinde bir getiri sağladıkları ve başlangıç düşük fiyatlamanın uzun dönemde de devam ettiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, uzun dönem performansları etkileyen faktörler incelen-diğinde, ilk gündeki düşük fiyatlama ile hissenin gelecek performansının belirsizliğini ölçmeye yönelik oluşturulan standart sapmasının uzun dönem performansı açıklamada anlamlı oldukları görülmüştür.

KAYNAKLAR

Aggarwal, R., Leal, R. ve L. Hernandez, "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America" *Financial Management*, Spring 1993, pp.42-53.

Baron, D. P., "A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance*, 45, 1982, pp. 1045-1067.

Chalk A. J. ve J.W. Peavy, "Understanding the Pricing of Initial Public Offerings", in A. Chen (ed.), *Research in Finance*, Vol. 8, 1990, JAI, Greenwich, Conn.

Dawson, M. S., "Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore, and Malaysia: 1978-1984", *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring 1987, pp. 65-76.

Güzelhan, H. ve M. Açar, "İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı", *İşletme ve Finans*, Kasım-Aralık, 68-69, 1991, s. 51-59.

Jog, V. M. ve A. L. Riding, "Underpricing in Canadian IPOs", *Financial Analysts Journal*, November-December 1987, pp. 48-54.

Keasey, K. ve H.Short, "The Underpricing of Initial Public Offerings: Some UK Evidence", *International Journal of Management Science*, 20, 1992, pp. 457-466.

Kıymaz, Halil, "Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları: Finans Sektörüne Bakış", *Uzman Gözüyle Bankacılık*, Eylül 1996a, s. 22-29.

Kıymaz, Halil, "Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması", (ed. İşletme Finans), *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*, Kasım, 1996b, Ankara, s.119-143.

Kıymaz, Halil, "İMKB Finans Sektöründe Halka Arzedilen Hisse Senetlerinin Performanslarının İncelenmesi" İMKB Dergisi, 1997, 2, s. 69-90.

Kim, B.J., İ. Krinsky ve J. Lee, "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings", Pacific-Basin Journal, 3, 1995, pp. 429-448

Kunz, R. M. ve R. Aggarwal, "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland", Journal of Banking and Finance, 18, 1994, pp.705-723.

Lee, P. J., S. L. Taylor, ve T.S. Walter, "Expected and Realized Returns for Singaporean IPOs: Initial and Long-run Analysis", Pacific-Basin Journal, 4, 1996, pp. 153-180.

Lee, P. J., S. L. Taylor, ve T.S. Walter, "Australian IPO Pricing in the Short and Long-run", Journal of Banking and Finance, 20, 1996, pp. 1189-1210.

Leland, H. E. ve D. H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries", Journal of Finance, 32, 1977, pp. 317-387.

Muscarella, C. J. ve M. R. Vetsuypens, "A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing", Journal of Financial Economics, 24, 1989, pp. 125-135.

Peavy, J. W., "Returns on the Initial Public Offerings of Closed End Funds", Review of Financial Studies, 3, 1990, pp. 695-708.

Ritter, J. R. "The 'Hot Issue' Market of 1980", Journal of Business, 57, 1984, pp. 215-240.

Ritter, J. R. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", Journal of Finance, 46, 1991, pp.3-28.

Rock, K. "Why New Issues are Underpriced", Journal of Financial Economics, 15, 1986, pp.187-212.

Smith, C. W., "Investment Banking and Capital Acquisition Process", Journal of Financial Economics, 15, 1986, pp. 3-30.

Tınıç, S. "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", Journal of Finance, 43, 1988, pp. 789-822.