

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ: IMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

LONG-TERM BUY-AND-HOLD RETURNS: EVIDENCE FROM ISE

Yard. Doç. Dr. Berna KIRKULAK, Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi,
İngilizce İşletme Bölümü Tınaztepe Kampüsü, Buca, İzmir,
berna.kirkulak@deu.edu.tr

ÖZET

Bu çalışma IMKB'de 1995-2004 yıllarında halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin beş yıllık uzun dönemli performanslarını incelemektedir. Elde edilen sonuçlar göstermektedir ki ortalama ilk gün getirisi %8,26'dır ve IMKB'de ilk gün getirilerinde düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir. Getirilerin sektörlere göre dağılımı yapıldığında en fazla ortalama ilk gün getiri elektrik ve mali sektörlerinde olup, sektörler arasında getiriler istatistikî olarak birbirinden farklıdır. Çalışmada uzun dönemli hisse getirilerini hesaplamak için al-ve-tut getiriler yöntemi kullanılmıştır. Bu çalışmanın en önemli sonuçlarından birisi ilk gün getirisi yüksek olan hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin de yüksek olduğudur. Bu sonuç göstermektedir ki, IMKB'de özellikle halka arzlarda yatırımcılar arasında aşırı iyimserlik olgusu yaşanmamıştır. Çalışmanın bir diğer sonucu ise büyük şirketlerin hisse senedi getirilerinin yatırımcılara uzun dönemde diğer şirketlere göre kazandırdığıdır.

Anahtar Kelimeler : Halka arz, Uzun dönem getiriler, IMKB

ABSTRACT

This study examines the 5-year long-run performance of IPOs listed on ISE from 1995 to 2004. The findings show that average initial return of IPO firms is 8.26 % and there is an evidence of underpricing on ISE. When the initial returns were investigated for each sub-industry, the findings reveal the fact that electricity industry and financial industry had the highest average initial returns. In addition to this, there is a statistically significant difference in the initial returns of each sub-industry. Buy-and-hold returns were calculated in order to measure long-run stock performance. One of the most striking findings of this paper is that firms with high initial returns had also high long-run stock returns. This finding shows

that there was no over optimism (fads) phenomeanon among the investors on ISE particularly while going to public. Another important finding of this paper is that stocks of big firms with high level assets had comparatively higher returns than those of small firms in the long-run.

Key words: Initial public offering, Long-run stock returns, ISE

1. GİRİŞ

Finans literatüründe halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarına ilişkin pek çok çalışmaya rastlamak mümkündür .Bu çalışmalar kapsam olarak iki kısımdan oluşmaktadır. İlki, hisse senetlerinin halka arz edildiği zaman oluşan ilk gün getirileridir. İkincisi ise, borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin uzun dönemli getirileridir. Uluslararası piyasalarda hisse senetlerinin ilk gün getirilerini inceleyen çalışmaların çoğunda düşük fiyatlama olgusu tespit edilirken, hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerini inceleyen çalışmaların çoğu ise farklı sonuçlar vermektedir. Bazı piyasalarda hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri negatif ve düşük iken bazı piyasalarda getiriler pozitif ve yüksek kaydedilmektedir. Bu farklılıkların başlıca nedeni uzun dönemli getiri hesaplamasında kullanılan yöntem ile incelenen dönem farklılığıdır.

Bu çalışmanın amacı 1995-2004 döneminde IMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getirilerini tespit ederek uzun dönem performanslarını incelemektir. Mevcut çalışmada kısaca şunlar yapılmıştır; ilk olarak, 1995 - 2004 yılları arasında 10 yıllık çalışma döneminde halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün getirileri hesaplanarak bu getirilerin sektörel dağılımı incelenmiştir. Halka arzlar, sermaye piyasalarındaki hareketliliği ve dolayısı ile ekonominin durumunu göstermesi bakımından önemli bir gösterge olduğu için halka arzların yıllara göre dağılımı yapılmıştır. İkinci olarak, örneklem aralığında halka arz edilen şirketlerin 60 aylık ortalama al-ve-tut getirileri hesaplanmıştır. Al-ve tut-getirileri halka arz edilen şirketlerin yaşları ve ilk gün getirilerine göre sınıflandırılarak düzeltilmiş getiriler bulunmuştur. Son olarak, hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerini etkileyen faktörler en küçük kareler yöntemi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır.

IMKB üzerine yapılan çalışmalarda son yılları kapsayan hisse senetlerinin uzun dönemli performansına ilişkin çalışmalara sık rastlanmamaktadır. Mevcut çalışmalarda ise hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri kümülatif anormal getiriler yöntemi (CAR) ile hesaplanmakta olup, örneklem aralıkları genellikle 3 yıldır. Bu çalışmada ise hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri literatürde sıkça kullanılan bileşik getiri yöntemi olan al-ve-tut yöntemi ile hesaplanmış olup örneklem aralığı 5 yıldır. Literatürde IMKB üzerine yapılan çalışmalarda 5 yılı kapsayan düzeltilmiş ve/veya düzeltilmemiş getirileri inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu anlamda mevcut çalışma bu alandaki boşluğu doldurmaktadır. Bu çalışmanın bir diğer farkı ise IMKB’de halka açık şirketlerin uzun dönemli getirilerinin sektör ayrımı yapılmaksızın incelenmesidir. Benzer

çalışmalardaki genel eğilim imalat işletmelerinin uzun dönemli performanslarının hesaplanması şeklindedir.

Çalışmanın diğer bölümleri şu şekilde düzenlenmiştir. İkinci bölümde, hisse senetlerinin halka arzında ilk gün getirileri ve uzun dönemli getiriler ile ilgili literatür çalışmaları verilmiştir. Üçüncü bölümde, veri seti ve değişkenlere ilişkin bilgiler sunulmaktadır. Dördüncü bölümde yöntem anlatılmış ve beşinci bölümde elde edilen ampirik bulgular tartışılmıştır. Sonuç bölümü ise çalışmanın bulguları ışığında yapılan değerlendirmeleri içermektedir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

2.1. Düşük Fiyatlama

Uluslararası finans literatüründe halka arzlarda düşük fiyatlama ile ilgili pek çok çalışma yapılmış ve düşük fiyatlamamanın nedenleri çeşitli teorilerle açıklanmaya çalışılmıştır. Halka arzlarda düşük fiyatlamayı açıklamak üzere kullanılan teoriler genellikle yatırımcıların davranışları ve piyasada olan bilgilerin yatırımcıya ulaşım ulaşmaması konusundadır. Halka arzlarda düşük fiyatlamayı açıklamada Allen ve Faulhaber'in (1989) "sinyal (signaling)", Benviste ve Spindt'in (1989) "dinamik bilgi elde etme (dynamic information acquisition)", Welch (1992)'in "vagon etkisi (wagon cascades)" en çok kullanılan teoriler arasında yer almaktadır.

İlk gün getirilerinde düşük fiyatlama özellikle son yıllarda yüksek teknolojiye sahip genç şirketlerin halka açılmaları ile yüksek düzeylere ulaşmıştır. Özellikle 1999 ve 2000 yıllarında iletişim ve bilişim sektöründe halka arzlarda patlamalar olmuştur. Bu dönem "internet köpüğü" (internet bubble) olarak da adlandırılmaktadır. Bu yıllarda risk sermayesi destekli, yüksek teknolojiye sahip olan genç ve dinamik şirketler halka arz edilmiş ve dünyanın pek çok borsasında aşırı yüksek ilk gün getirileri elde edilmiştir. Schultz ve Zaman (2001) Amerika'da internet şirketlerinin yöneticileri, aracı kurumları ve risk sermayedarlarının şirketlerini halka arz nedenlerini araştırmıştır. Elde ettikleri sonuçlar internet şirketlerinin halka açıldıklarında elde ettikleri ilk gün getirilerinin yüksek olmasının diğer internet ve teknoloji şirketlerini pozitif motive ettiğini göstermektedir. Avrupa'da Arosio vd. (2000) 1999 ve 2000 yıllarında internet şirketlerinin halka arzlarını incelemiş ve bu şirketlerin diğer sektördeki şirketlerden daha fazla düşük fiyatlandırıldığı sonucuna varmıştır.

Genel olarak, İMKB'de halka arz edilen şirketler üzerine yapılan çalışmaların çoğunluğu ilk gün getirileri üzerine yoğunlaşmaktadır. Yapılan çalışmalarda İMKB'de ilk gün getirilerinde düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir (Ozer, 1999; Karan, 2001; Durukan, 2002; Kıymaz, 2000; Küçükkocaoğlu vd.2006). Örneğin; Kıymaz (2000) finans kuruluşlarını incelediği çalışmasında 1990-1995 yılları arasında mali kurumların ortalama ilk gün getirilerini % 13,10 olarak belirlemiştir. 1990-1997 yıllarını kapsayan Durukan (2002)'in çalışmasında ise ilk gün getirilerinde düşük fiyatlama % 14,61 seviyesinde gerçekleşmiştir. Küçükkocaoğlu (2006) son yılları da kapsayan çalışmasında sabit fiyatla talep

toplama yöntemi ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinde ilk gün getirileri sırasıyla %7,13 ve %10,61 olarak tespit etmiştir.

İMKB’de halka arz edilen şirketler üzerine yapılan çalışmalarda halka arz edilen şirketlerin görüşlerine yer veren çalışmalara da rastlanmaktadır. Düzakın (1999) İMKB’de işlem gören firmaların halka arz ile ilgili görüşlerini değerlendirmek amacıyla 1997 yılında 55 firma ile anket çalışması yapmıştır. Çalışmanın bulguları göstermektedir ki, Türkiye’de firmalar halka arz kararı verdikten 3 ay sonra halka arzı gerçekleştirmektedirler. Halka arz konusu olan firmalar uygun piyasa koşullarını takip etmekte ve özellikle piyasanın yükseliş eğilimine geçtiği dönemlerde halka arzı tercih etmektedirler.

2.2. Uzun Dönemli Hisse Senedi Getirileri

2.2.1. Hisse Senetlerinin Uzun Dönemli Düşük Performans Gereçekçeri

Uzun dönemli getirilerin düşük olmasını açıklamada en çok kullanılan teorilerden olan fikir ayrılığı (divergence of opinion) teorisi Miller (1977) tarafından geliştirilmiştir. Buna göre, piyasada iyimser ve kötümser yatırımcılar bulunmakta ve fiyat farklılığı yatırımcıların fikir ayrılığından ortaya çıkmaktadır. Genelde piyasada halka arz edilen hisse senetleri hakkında büyük belirsizlik vardır ve bu belirsizlikler yatırımcıların görüşlerini etkilemektedir. Zaman ilerledikçe halka açılan şirketlerin gerçek değerlerine ilişkin bilgiler artmakta, risk unsurları azalmakta ve şirket getirileri uzun vadede düşmektedir. Miller (1977)’e göre, hisselerin ilk gün getirileri iyimser yatırımcılar tarafından gereğinden fazla şişirilme ve zamanla hisse senedi fiyatları gerçek değerlerine yaklaşarak uzun vadede düşmektedir. Kısacası, halka arz sırasında yatırımcılar arasındaki fikir ayrılıkları ne kadar büyük olur ise, hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerindeki düşüşlerde o kadar büyük gerçekleşmektedir.

Miller (1977)’in fikir ayrılığı teorisi DeBondt ve Thaler (1985) tarafından geliştirilmiş ve hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performansları “aşırı iyimserlik (fad)” teorisi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Buna göre, yeni ihraç edilen hisse senetlerinin ilk gün getirileri hisselerin gerçek değerlerini yansıtmamaktadır. Özellikle bazı sektörlerde (teknoloji ve bilişim vb.) hisse senetlerinin gerçek değerlerinin saptanması zor ve zaman almaktadır. Bu nedenle hisse senedi fiyatlamalarında büyük sapmalar yaşanmaktadır. Halka arz sırasında hisse senedi fiyatlamalarındaki bu sapmalar spekülasyonlardan kaynaklanabilir. Bilindiği üzere, halka arz edilen hisse senetleri yatırımcılarının diğer yatırımcılara göre daha spekülatif olması beklenmektedir. Daha spekülatif olan bu yatırımcılar hisse senedi fiyatlarında daha yüksek düzeyde volatiliteye neden olmakta ve bu da hisse senetlerinin gerçek fiyatlarından daha fazla sapmalarına yol açmaktadır (Ang ve Schwarz, 1985).

Literatürde bu konuda yapılan diğer ampirik çalışmalarda yatırımcıların halka arz sırasında aşırı iyimser oldukları ve zaman ilerledikçe getirilerin düştüğü, hatta çoğu kez negatif olduğuna dair destekleyici sonuçlara rastlanmaktadır (Camerer, 1989; Shiller, 1990; Ritter, 1991).

2.2.2. Uluslararası Piyasalarda Hisse Senetlerinin Uzun Dönemli Getirileri

Uzun dönemli hisse senetlerinin davranışlarını inceleyen ve gerekçelerini açıklamaya çalışan çalışmalar, halka arz edilen hisse senetlerindeki düşük fiyatlama gerekçesini inceleyen çalışmalara göre göreceli olarak daha az sayıdadır.

Uzun dönemli hisse senedi getirileri ile ilgili yapılan çalışmalarda önemli sayılabilecek farklılıklar vardır. Bu farklılıkların temel nedeni kullanılan yöntemden kaynaklandığı gibi, çalışılan dönemlerin farklı yapıda olması da bir diğer önemli unsurdur. Bazı çalışmalarda uzun dönemli hisse senedi getirileri pozitif iken bazı çalışmalarda getiriler negatiftir. Örneğin; Buser ve Chan (1987) 1981-1985 döneminde 1078 Nasdaq şirketinin halka arzını takip eden iki yılın hisse senedi getirilerini hesaplamış ve düzeltilmiş getirilerin pozitif olduğunu tespit etmiştir. Asya borsalarından Güney Kore borsasında 1985-1989 döneminde halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönemli performanslarının pozitif olduğu Kim vd. (1995)'nin çalışmasında gözlemlenmiştir.

Diğer taraftan, uluslararası piyasalarda uzun dönemli hisse senedi getirileri üzerine yapılan çalışmaların çoğunda negatif getiriler kaydedilmiştir. Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977-1987 yılları arasında A.B.D.'de halka açık şirketlerin halka açılmalarını takip eden 250 günlük getirilerini incelemiş ve incelenen 1598 şirketin ilk gün getirilerinin pozitif olmasına rağmen halka arzı izleyen dönemde fiyatların oldukça düştüğünü ve getirilerin negatife dönüştüğü kaydetmiştir. Onların çalışmasına paralel olarak, Ritter (1991) 1974-1984 yıllarını kapsayan dönemde A.B.D.'de halka açık 1526 şirketin halka arzlarını takip eden 3 yıl içerisinde düşük performans gösterdiğini tespit etmiştir.

Japonya ile ilgili yapılan çalışmalarda da hisse senetlerinin uzun dönemde düşük, hatta negatif getiriler getirdiği ortaya konmuştur. Cai ve Wei (1997), 1971 ve 1992 yılları arasında Tokyo borsasında işlem gören hisse senetlerinin uzun dönemli performanslarını incelemiş ve ilk gün getirileri yüksek olan şirketlerin uzun dönem getirilerinin düşük, ilk gün getirileri düşük olan şirketlerin uzun dönem getirilerinin yüksek olduğunu kaydetmiştir.

Latin Amerika borsalarında ise hisse senetlerinin ilk gün getirileri ile bunların uzun dönemli performanslarını karşılaştırmalı olarak incelenmiştir (Aggarwal vd., 1993). Brezilya ve Şili'de halka arz sonrası kısa dönemli düzeltilmiş getiriler sırası ile %75,8 ve %16,3 olarak kaydedilmiştir. Bu ülkelerde şirketlerin uzun dönemli performansları incelendiğinde ise getiriler Brezilya için -% 47, Şili için

ise -%23,7'dir. Kısa dönemde yüksek getiri getiren hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri düşüktür.

Son yıllarda Kanada borsasında işlem gören hisse senetleri üzerine yapılan çalışmalar da dikkat çekmektedir. Bunlardan, Kooli ve Suret (2004) Kanada'da 1991-1998 yılları arasında halka açılan 445 şirketin hisse senedi performansına 5 yıllık zaman diliminde bakmış ve uzun dönemde hisse senetlerinin düşük getiri getirmesini "sıcak piyasalar" (hot issue market) olgusuna bağlamıştır. Buna göre, piyasaların yüksek getiri getirdiği sıcak dönemlerde halka açılan şirketler uzun dönemde sıcak piyasa etkisinden sıyrılmakta ve hisse senetleri değer kaybetmektedir.

Avrupa borsalarından Almanya üzerine yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar gerek Amerika gerekse Asya borsalarında gözlemlenen sonuçlar ile tutarlıdır. Ljungqvist (1997), Almanya borsasında 1970-1993 tarihleri arasında 189 şirketin uzun dönemli getirilerini incelemiş ve çalışmasında hisse senetlerinin halka arzdan hemen sonra negatif olmadığını, ancak arzı takip eden yaklaşık 15 ay sonra düştüğünü ve bunun da istatistiki olarak anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Bessler ve Thies (2007) ise paralel örneklem aralığında (1977-1995) 218 şirketin 3 yıllık getirisini kümülatif anormal getiriler ile al-ve-tut getirileri yöntemlerini birlikte kullanarak hesaplamış ve incelenen süre uzadıkça getirilerin daha çok düştüğünü gözlemlemiştir. Başka bir ifade ile, hisse senetlerinin kısa dönem getirileri uzun dönem getirilerinden daha yüksektir.

Avrupa'da gelişmekte olan borsalardan Polonya ve Macaristan borsalarında hisse senetlerinin performanslarını inceleyen Lyn ve Zychowicz (2003), rejim değişikliğinden sonra geçiş ekonomisi yaşayan bu iki ülke ile ilgili çarpıcı sonuçlar ortaya koymuştur. Serbest piyasa ekonomisine geçildikten sonra iki ülkede de devlet tarafından işletilen işletmelerin çoğunluğu özelleştirilerek halka arz edilmiştir. Her iki ülkede de ilk gün düşük fiyatlama olmakla birlikte uzun dönemde düzeltilmemiş hisse senetleri getirileri pozitif, düzeltilmiş getiriler ise negatif kaydedilmiştir. Ancak bu getiriler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Literatürdeki bazı diğer çalışmalarda hisse senetlerinin uzun dönem getirilerinin negatif olduğu tespit edilmiş olmasına rağmen, istatistiki olarak herhangi bir anlamlılık bulunamamıştır. Örneğin; Avusturalya (Firm ve Higham, 1988), Hong Kong (McGuinness, 1992). Açıkça görülmektedir ki örneklem aralığı, şirket yapısı, piyasaların koşulu ve kullanılan yöntem nedeniyle hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerine ilişkin sonuçlar çeşitlilik göstermektedir.

2.2.3. IMKB'de Hisse Senetlerinin Uzun Dönemli Getirileri

IMKB üzerine yapılan çalışmalarda ise Kıymaz (2000), 1990-1996 yıllarında IMKB'de işlem gören 163 şirketin ilk gün getirisini incelemiş ve hisselerin arz sonrası 3 ayı kapsayan performanslarını kümülatif anormal getiriler methodu kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Çalışmanın bulguları göstermektedir ki, şirketler

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

bahsedilen dönemde ilk gün %13,1 düzeyinde düşük fiyatlandırılmışlardır. Halka arz sonrası incelenen getirilerin ise pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Orhon (2006), Kıymaz (2000)'in çalışmasını genişleterek 1996-2005 döneminde hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerini sektörel bazda incelemiş ve ekonomik krizlerin hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri üzerindeki etkisini test etmiştir. Hisse senetlerinin kısa dönemli performansları incelendiğinde, enerji sektörüne ait hisse senetlerinin halka arzı takip eden 10 günlük zaman diliminde diğer sektörlerle göre daha yüksek getiri getirdiği, ancak 3 yılı kapsayan uzun dönemde bu hisse senetlerinin getirilerinin düştüğü gözlemlenmiştir. Örneklem aralığı 3 yıla çıkarıldığında ise, perakende ve toptancılık sektörüne ait hisselerin yatırımcısına en yüksek getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bunlara ilaveten, ekonomik krizlerin özellikle de Şubat 2001 krizinin tüm sektörlerin hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği çalışmanın diğer önemli bulguları arasında ortaya konmuştur.

Durukan (2002), İMKB'de 1990-1997 yılları arasında işlem gören şirketlerin ilk gün getirileri ve uzun dönemli performanslarını 3 yıllık dönemde incelemiştir. Yapılan analizlerde aşırı iyimserlik teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre, hisse senetlerinin ilk gün getirisi ile uzun dönemli getirileri arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle köklü ve büyük işletmelerin kısa dönemli getirileri düşük iken uzun dönemli getirileri pozitif ve yüksektir.

Barak ve Demireli (2006), İMKB'de 1992-2004 yılları arasında kazanan ve kaybeden portföyler oluşturarak portföydeki hisse senetlerinin 5 yıllık performanslarını kümülatif anormal getiriler yöntemi ile incelemiştir. Çalışmanın sonuçları, geçmişte kazandıran hisse senetlerinden oluşan portföylerin daha sonraki dönemlerde kaybettirdiği ya da az kazandırdığını, kaybettiren hisse senetlerinden oluşan portföylerin ise daha sonraki dönemlerde kazandırdığını ortaya koymaktadır.

Sevim ve Akkoç (2006) 1990-1999 yılları arasında halka arz edilen 185 hisse senedinin 36 aylık getirilerini kümülatif getiriler yöntemi ile incelemiştir. Buna göre, hisse senedi getirilerinin ilk 13 aylık dönemde pozitif olduğu ancak, bunu takip eden 23 aylık dönemde ise negatife dönüştüğü gözlemlenmiştir. Halkı arzı takip eden 36 aylık dönemde kümülatif ortalama getiriler -15,26% olarak tespit edilmiş olup, bu değer %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Ünlü (2006), 1990-1995 yılları arasında halka arz edilen bankaların 3 yıllık hisse senedi getirilerini incelemiştir. Çalışmanın sonuçları, halkı arzı takip eden ilk yıl ve ikinci yılda hisse senedi getirilerinin negatif olduğu, ancak üç yıllık kümülatif getirilerin piyasa getirisinin üzerinde bir performans ortaya koyduğunu göstermektedir. Bu çalışma, finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin uzun dönemli hisse senedi performansları ile imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin uzun dönemli hisse senedi performanslarının farklı olduğunu göstermek açısından önemlidir.

3. VERİ SETİ

Bu çalışmada IMKB’de 1995-2004 yılları arasında işlem gören şirketlerin ilk gün getirileri ile 5 yılı (60 ay) kapsayan uzun dönemli getirileri incelenmektedir. 1995 yılından önceki senelerde halka arzlara ilişkin veriler düzenli olmadığı için başlangıç yılı 1995 olarak alınmıştır.

İşletmelerin halka arz ve aylık getiri verileri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (IMKB) CD-Rom veri setinden alınmıştır. Bunun yanı sıra uzun dönemli düzeltilmiş hisse senedi getirileri hesaplanırken piyasayı temsil etmek amacıyla IMKB 100 endeks getirisi kullanılmıştır. Ayrıca, IMKB’de halka arz edilen şirketlerde ilk gün getirilerinin sektörel dağılımını yapmak için şirketlerin ait oldukları sektörler tespit edilmiştir.

Değişkenler

İlk Gün Getirisi (IGG): Hisse senedinin halka arzında ilk gün gerçekleşen getirdir. İlk gün getirisi uzun dönemli getiri regresyonunda bağımsız değişkendir ve aşağıda 1 no’lu denklemde açıklanmıştır. Aşırı iyimselik teorisine göre ilk gün getirisi yüksek olan hisselerin uzun dönemli getirilerinin düşük olması beklenmektedir.

Şirket Yaşı: Şirketin yaşı kuruluş süresinden ilk halka arz oluncaya kadar geçen yılı ifade etmektedir. İşletmeye ilişkin riskleri temsilen kullanılmaktadır. Buna göre, yaşı küçük olan şirketlerde belirsizlik daha yüksek olacağı için ilk gün getirisi yüksek, ancak uzun dönemli getirilerin düşük olması beklenmektedir.

Log (Varlık): İşletmenin toplam varlıklarının on tabanında logaritmik ifadesidir. Toplam varlıklar işletmenin büyüklüğünü temsilen kullanılan kontrol değişkenidir ve on tabanında logaritması alınarak dağılımın normale yaklaşması sağlanmaya çalışılmıştır. Büyük ölçekli şirketlerin küçük ölçekli şirketlere göre daha az risk taşıdığı öngörüldüğünden bu şirketlerin uzun dönemli getirilerinin daha az hareketli ve yüksek olması beklenmektedir.

Arz Metodu: Türkiye’de halka arz olunan hisse senetlerinde 3 yöntem kullanılmaktadır. Bunlar sırası ile, sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığı ile talep toplama ve son olarakta borsada satış yöntemidir. Borsada arz yöntemine bağlı olarak uzun dönemli getirilerde bir farklılık olup olmadığını tespit etmek amacı ile fiyat aralığı ile talep toplanan hisse senetleri için “1”, diğer yöntemlerle halka arz edilen hisse senetleri için “0” kukla değişkeni kullanılmıştır.

Arz Oranı: Halka arz edilen şirketlerde halka açıklık oranını göstermektedir. Halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde hissedarların beklentileri ve şirket üzerinde kurdukları otorite daha fazla olmaktadır. Bu nedenle halka açıklık oranı yüksek olan işletmelerin orta ve uzun vadeli performanslarının yüksek olması beklenmektedir.

Toptan ve Perakende: Bu değişken kukla değişken olup, halka arz olan şirketin toptan ve perakende sektöründe olup olmamasının uzun dönemli getirilere etkisini ölçmek için kullanılmaktadır. Bu sektöre ait olan şirketlere "1", diğerlerine "0" değeri verilmiştir. Orhon (2006), İMKB şirketlerinden perakende ve toptan sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin uzun dönemli getirilerinin daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Betimleyici istatistiklerden de görüldüğü üzere özellikle toptan ve perakende sektörüne ait şirketlerin hisse senedi getirileri diğer hisse senedi getirilerine göre farklılık göstermektedir.

4. YÖNTEM

Bu bölümde çalışmada kullanılan hisse senedi getirilerine ilişkin yöntemler açıklanmaktadır. Hisse senedi getirileri iki açıdan ele alınmaktadır. İlkinde, hisse senetlerinin halka arz edildiği ilk gün getirileri incelenmekte, ikincisinde ise hisse senetlerinin halka arz sonrası uzun dönemli getirileri hesaplanmaktadır.

1 no'lu denklemde i hissesinin t zamanında piyasa fiyatı ile daha önceden belirlenen halka arz fiyatları kullanılarak ilk gün getirisi (IGG) hesaplanmaktadır. Piyasa fiyatı halka arz olunan gün piyasada oluşan kapanış fiyatı olup arz fiyatı ise hisse senedinin halka arz olduğu gün öncesinde belirlenen teklif fiyatıdır.

$$IGG_{i,t} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedi Arz Fiyatı}} \quad -1$$

(1)

Hisse senetlerinin uzun dönem performansları incelenirken borsada işlem görmeye başladıkları günü takip eden 60 aylık dönem ele alınmıştır. Aylık getiriler İMKB CD'sinden alınmış ve daha sonra al-ve-tut (buy-and-hold) yöntemi ile bileşik getiriler hesaplanmıştır. Al-ve-tut yöntemi ile anormal getirilerinin hesaplanması 2 no'lu denklemde gösterilmektedir.

$$BHR_{i,36} = \left[\prod_{t=1}^{60} (1 + r_{i,t}) - 1 \right]$$

(2)

3'nolu denklemde portföyde bulunan n hisse senedinin t zamanda düzeltilmemiş ortalama al-ve-tut getirisi hesaplanmaktadır.

$$\overline{BHR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHR_{i,t}$$

(3)

Aşağıdaki denklemde 60 aylık düzeltilmiş al-ve-tut anormal getiri hesaplaması şu şekilde ifade edilmektedir:

$$BHAR_{i,60} = \left[\prod_{t=1}^{60} (1 + r_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^{60} (1 + r_{m,t}) - 1 \right] \quad (4)$$

$r_{i,t}$ t ayı boyunca işletmenin hisse senedi getirisi olup, $r_{m,t}$ ise aynı aydaki endeks getirisini (İMKB-100) ifade etmektedir.

Düzeltilmiş ortalama al-ve-tut getirisi 5 ,nolu denklemde şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\overline{BHAR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_{i,t} \quad (5)$$

Sıfır hipotezi (H_0) düzeltilmiş al-ve-tut getirisinin ortalamasının 0 olduğunu ifade etmektedir ve bunu test etmek için t-testi uygulanmaktadır.

$$t = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_{i,t}) / \sqrt{n}} \quad (6)$$

$\sigma(BHAR_{i,t})$ düzeltilmiş al-ve-tut getirisinin standart sapmasını ifade etmekte olup n örnekleme yer alan şirket sayısını göstermektedir. Uzun dönemli getirileri etkileyen unsurları belirlemek için en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler al-ve-tut yöntemine göre hesaplanan uzun dönemli getirilerden oluşmaktadır. Buna göre;

$$\begin{aligned} \text{Uzun Dönem Getiri}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{İlkgün Getiri}_i + \beta_2 \text{Log (varlık)}_i \\ &+ \beta_3 \text{Firma Yasi}_i + \beta_4 \text{Arz Orani}_i + \beta_5 \text{Arz Methodu}_i + \beta_6 \text{Toptan}_i + e_i \end{aligned} \quad (7)$$

5. AMPİRİK BULGULAR

5.1. İlk Gün Getirisine (IGG) İlişkin Bulgular

Bu bölümde 1995-2004 yılları arasında halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getirilerine ilişkin betimleyici istatistikleri verilmiştir. Bu istatistikler Türkiye’de incelenen örneklem aralığında halka arz piyasasının genel özelliklerini ve Türkiye ekonomisini kısmi olarak yansıması bakımından önemlidir.

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tablo 1: Betimleyici İstatistikler

	Min.	Max	Ortalama	Ortanca	t-istatistiği
Şirket Yaşı	0,75	66	14,96	12,90	13,68 ^a
IGG %	-98,00	186,00	8,26	6,77	4,11 ^a

^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi

Tablo 1'de ilk gün getirileri ve şirket yaşının betimleyici istatistikleri verilmiştir. İncelenen dönemde halka arz edilen şirketlerin en küçüğü 1 yaşında bile değildir. En yaşlı halka arz olan şirket ise 66 yaşındadır. İlk gün getirilerinin en düşük olanı -%98 seviyesinde gerçekleşirken en yüksek getiri ise % 186 seviyesindedir. Gerek ortalama şirket yaşı gerekse ortalama ilk gün getiriler 0'dan farklıdır ve bu sonuç %1 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 2: Yıllara Göre Halka Arzda Ortalama İlk Gün Getirileri ve Şirket Yaşı

Yıl	Şirket	IGG %	Şirket Yaşı
1995	27	14,78	16,67
1996	20	1,80	16,75
1997	26	10,58	16,27
1998	19	7,87	14,79
1999	9	12,15	3,00
2000	32	8,23	16,19
2002	4	-0,08	7,75
2003	2	18,00	7,23
2004	11	-0,03	13,00
F- istatistiği		0,69	1,27

Sütunlardaki değerler aritmetik ortalamadır ve getiriler yüzde olarak ifade edilmiştir ^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi

2001 yılında Türkiye'de bankacılık sektöründe yaşanan kriz tüm ekonomiyi etkilemiş ve bu dönemde Türk ekonomisi yavaşlamıştır. Krizin etkileri mali piyasalara da yansımıştır. Bu nedenle Tablo 2'de 2001 yılına ilişkin halka arz verisi yer almamaktadır. Kriz yılını takip eden 2002 yılında halka arz edilen hisselerin ortalama ilk gün getirileri negatiftir. Ortalama ilk gün getirileri 1995, 1999 ve 2003 yıllarında yüksektir. Anova test sonucunu gösteren F-istatistiğine göre yıllar arasında ilk gün getirilerinde istatistiki olarak anlamlı bir farklılık yoktur. Şirket yaşı ortalamalarında ise 1999 yılında halka açılan şirketlerin genç şirketler olduğu dikkati çekmektedir. 1999-2000 "internet köpüğü" döneminde genç ve yüksek teknoloji şirketlerinin halka açıldığı bilgisinden hareketle, Türkiye'de de bu dönemde halka açılan genç şirketlerin yüksek teknoloji şirketleri olup olmadığı sorgusu akla gelmektedir. 1999 ve 2000 yıllarındaki ortalama ilk gün getirileri diğer yıllara göre göreceli olarak yüksek olmasına rağmen F-istatistiğine göre yıllar arasında şirket yaşlarında herhangi bir anlamlı farklılık kaydedilmemiştir. Tablodaki ayrıntısı verilmemekle birlikte 1999 yılında şirketlerin sektörel incelemesi yapıldığında 9 şirketin 8'i mali kurum, 1'i ise imalat sektöründe yer almaktadır.

Tablo 3: Halka Arzda Sektörel Bazda Betimleyici İstatistikler

Sektör	Şirket Sayısı	İGG %	Şirket Yaşı
İmalat	72	5,65	22,72
Mali Kurum	51	10,66	6,14
Toptan ve Perakende	8	6,25	9,38
Teknoloji	7	8,08	10,00
Eğitim	5	-7,47	10,00
Elektrik	4	11,46	10,75
Diğer	3	58,08	19,00
Toplam	150	8,26	14,96
<i>F istatistiği</i>		<i>2,82^b</i>	<i>12,02^a</i>

Sütunlardaki değerler aritmetik ortalamadır ve getiriler yüzde olarak ifade edilmiştir ^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi

Tablo 3’de işletmelerin sektörel bazda ilk gün getirileri incelenmiştir. En fazla halka arzlar imalat ve mali kurum sektörlerinde gerçekleşmiştir. Diğer adı verilen sektörün içerisinde inşaat, ulaştırma ve maden şirketleri yer almaktadır. Bu şirketlerin sayısı buldukları sektörleri temsil etmekte yetersiz olduğu için diğer sektörler başlığı altında gösterilmiştir. Eğitim sektörü dışında diğer tüm ana sektörlerde ilk gün getirilerinde düşük getiri olgusu vardır.

Sektörler arasında getirinin eşitliğini varsayan sıfır hipotezini test etmek için Anova testi uygulanmıştır. F-istatistiği göstermektedir ki sektörler arası getiri birbirinden farklıdır ve bu farklılık %5 düzeyinde anlamlıdır. En düşük ilk gün getirisi ise eğitim sektöründe gerçekleşmiştir. Eğitim sektöründe halka arz fiyatı piyasa fiyatından daha yüksek öngürülerek “yüksek fiyatlama “ olgusu yaşanmıştır. En yüksek getiri ise diğer sektörler grubundadır.¹ 1995-2004 yılları arasında İMKB’de halka arz olan 150 şirketin ortalama ilk gün getirisi is %8,26 dır. Elektrik ve mali kurum şirketleri de halka arzlarda diğer şirketlere göre yatırımcılarına daha yüksek ilk gün getirisi sağlamışlardır.

Sektörler arasında şirketlerin yaşı bakımından istatistiki olarak anlamlı farklılık bulunmaktadır Şirketlerin yaş ortalaması incelendiğinde en genç şirketler mali kurumlarda yer almaktadır. Mali kurumlar sektörünün alt grubunu bankalar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım ortaklıkları ve holdingler oluşturmaktadır. Alt gruplarda yer alan yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları bankalara göre daha genç şirketlerdir. Örneklem aralığında incelenen 150 şirketin ortalama yaşı 15,13’tür.

5.2. Hisse Senetlerinin Uzun Dönemli Getirilerine İlişkin Bulgular

Hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri üzerine yapılan çalışmalarda bazı sektörlerin hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar ve bu hisselerin makro-ekonomik faktörlerden aşırı etkilenmeleri nedeniyle bu sektörlerle ait hisse senetleri genel olarak örneklem grubuna dahil edilmemektedir (Ritter, 1991;

¹ Ayrıntısı Tablo 3’de gösterilmemekle birlikte diğer sektöründeki yüksek getirinin nedeni inşaat firmasıdır.

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Loughran ve Ritter, 1995). Özellikle elektrik, gaz ve mali sektör hisse senetleri bu gruplar içerisinde sınıflandırılabilir. Bu çalışmada uzun dönemli getiriler incelenirken tüm sektörler örneklem grubuna dahil edilmiştir. Bu nedenle uzun süreli getirilerde özellikle vade uzadıkça sektörel getiriler arasında önemli farklılıklar gözlenmektedir.

Tablo 4'de hisse senetlerinin düzeltilmiş ve düzeltilmemiş ortalama al-ve-tut getirileri sektörel olarak hesaplanmıştır. Panel A düzeltilmemiş getirileri, Panel B ise düzeltilmiş getirileri göstermektedir. Düzeltilmemiş getirilerde vade uzadıkça getiriler artarken düzeltilmiş getirilerde vade uzadıkça getiriler azalmaktadır. Halka arzı takip eden ilk 6 ay içerisinde düzeltilmiş getiriler pozitifdir ve ileriki dönemlerde bu getiriler azalarak negatife dönmektedir.

Tablo 4'ün sonunda gösterilen F istatistiğine göre düzeltilmemiş ve düzeltilmiş 1, 24, 36, 48 ve 60 aylık getirilerde sektörler arasında anlamlı farklılıklar vardır. Genel olarak eğitim sektörü ve diğer olarak sınıflandırılan sektör dışındaki tüm sektörlerde kısa dönemli ortalama düzeltilmiş getiriler pozitifdir. Halka arz sonrası gerek düzeltilmiş gerekse düzeltilmemiş en yüksek kısa dönemli hisse senedi getirileri elektrik sektöründe gerçekleşmiştir. Bu sektörün hem kısa dönemde hem de uzun dönemde hisse senedi getirileri diğer tüm sektör getirilerine göre daha yüksektir. İmalat sektörü ile mali sektör hisselerinde 60 aylık getiriler negatiftir ve vade uzadıkça bu getirilerin artan ölçüde düştüğü dikkat çekmektedir. Panel B'de verilen düzeltilmiş getirilere göre en düşük getiri sırası ile bu iki sektörde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, toptan ve perakende sektöründe düzeltilmiş ortalama getiriler yıllar itibarıyla pozitifdir ve artmaktadır. Sektörel bazda incelendiğinde bu sektör en yüksek getiriyi sağlamıştır. Bu sonuç Orhan (2006)'nın bulguları ile tutarlıdır.

İMKB'de uzun dönemli hisse senetlerinin performansları üzerine yapılan çalışmalarda karma sonuçlar dikkati çekmektedir. Örneğin; Durukan (2002), al-ve-tut yöntemi ile hesapladığı düzeltilmiş uzun dönemli getirileri pozitif kaydetmiştir. Buna göre, 1 yıllık düzeltilmiş getiriler %5,82 iken, 2 yıllık getiriler %34,05 ve 3 yıllık getiriler ise % 29,66'dır. Diğer taraftan, Küçükkocaoğlu (2006) 1 yıllık düzeltilmiş ve düzeltilmemiş İMKB getirilerini hesapladığı çalışmasında sabit fiyatla talep yöntemi ile yapılan halka arzlarında düzeltilmemiş 1 yıllık getiriyi %16,58, düzeltilmiş getiriyi ise -% 24,04 olarak tespit etmiştir. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarında ise düzeltilmemiş 1 yıllık getiri %20,12, düzeltilmiş getiri ise -%50,63'tür. Açıkça görülmektedir ki uzun dönemli hisse senetleri analiz bulgularında farklılıklar vardır. Bu farklılıkların başlıca nedeni örneklem grubu ile örneklem aralığının farklılığından kaynaklanmaktadır. İlk çalışmada örneklem aralığı 1990-1997 yılları iken, ikinci çalışmada örneklem aralığı 1993-2005 yıllarını kapsamaktadır.

İTablo 4: Al-ve-tut Yöntemi ile IMKB'de Uzun Dönemli Hisse Senedi Getirileri

Panel A: Düzeltilmemiş Ortalama Getiriler (%)

	İmalat	Mal. Kurum	Top.ve Perak.	Teknoloji	Eğitim	Elektrik	Diğer	Toplam	F-istatistiği
Düzeltilmemiş Getiriler (BHR)									
BHR ₁	9,65	14,82	22,09	12,96	-14,22	102,31	-1,30	13,59	2,86^b
BHR ₃	22,76	47,39	32,91	4,18	-10,17	83,97	14,13	30,91	0,80
BHR ₆	27,72	45,00	53,27	-25,55	-33,24	60,53	27,94	32,46	0,86
BHR ₁₂	55,67	65,59	92,33	-57,67	-48,63	39,38	94,78	54,59	1,12
BHR ₂₄	115,63	131,69	330,04	-39,34	-17,64	37,83	34,34	120,02	2,41^b
BHR ₃₆	177,08	283,54	963,87	-54,66	-	5,19	251,21	236,57	3,42^a
BHR ₄₈	392,76	417,32	2534,67	-27,15	-	18,36	620,94	474,31	4,08^a
BHR ₆₀	698,53	990,76	2545,32	-	-	-	232,10	916,89	2,47^a

Panel B: Düzeltilmiş Ortalama Getiriler (%)

BHAR ₁	6,36	4,47	15,62	17,30	-7,60	105,79	-9,07	8,48	3,28^a
BHAR ₃	12,91	16,96	24,96	14,49	-4,24	100,51	-32,86	16,49	0,86
BHAR ₆	10,34	5,27	26,46	-8,93	-13,18	86,49	-5,40	8,98	0,67
BHAR ₁₂	-5,64	-17,14	53,09	-30,27	-27,48	68,95	3,51	-5,78	0,83
BHAR ₂₄	-130,78	-83,64	191,52	-7,32	-27,04	67,78	-135,60	-85,43	4,48^a
BHAR ₃₆	-258,50	-221,47	671,10	-42,93	-	35,72	-37,11	-186,54	4,58^a
BHAR ₄₈	-408,24	-269,99	1713,73	-68,35	-	20,13	-314,20	-232,71	4,55^a
BHAR ₆₀	-793,84	-597,83	1415,12	-	-	-	522,71	-600,00	1,89^c

Toplam Şirket Sayısı	72	51	8	7	5	4	3	150	
----------------------	----	----	---	---	---	---	---	-----	--

^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi.

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bu çalışmanın sonuçları Küçükkocaoğlu (2006)'nun sonuçları ile örtüşmektedir. Mevcut çalışma, uzun dönemli al-ve-tut getirilerinin vade uzadıkça düştüğünü ve negatif olduğunu gözlemlenmektedir. Bu çalışmada 1 yıllık düzeltilmiş ortalama getiri -%6 (5,78), 2 yıllık getiri -% 85 (85,43), 3 yıllık getiri -%187 (186,54), 4 yıllık getiri -%233 (232, 71), 5 yıllık getiri -%600 (600,00)'dur. Tablo 4'den de görüldüğü üzere 1.yıldan sonra düzeltilmiş getirilerdeki düşüş şiddetlidir. Özellikle hisse senedi getirilerindeki kayıplar 5. yılın sonunda en yüksek düzeye ulaşmaktadır. Bu iki şekilde açıklanabilir: İlki, hisse senedi getirilerindeki aşırı dalgalanma ve düzensizliktir. Al-ve-tut yöntemi bir hisse senedinin her ay sonunda satılıp tekrar alınması sonucunda elde edilen bileşik getiriyi hesaplamaya dayanmaktadır. Dolayısı ile aylık getiriler arasında aşırı farklılıklar olduğunda bileşik getirilerdeki farklar daha çok olmaktadır. Gelişmiş piyasalarda hisse senedi getirileri normal bir seyir izlerken, gelişmekte olan piyasalardan olan İMKB'de hisse senetlerinin getirileri çok düzensizdir². Düzensiz ve dalgalı aylık getiriler al-ve-tut yöntemi ile hesaplanan yıllık getirileri aşırı etkilemektedir. Kısacası bu durum piyasanın gelişmekte olan piyasa yapısından kaynaklanmaktadır. İkincisi, bu çalışmaya tüm sektörler dâhil edilmiştir. Benzer çalışmalarda finansal yapıları ve getirileri aşırılık gösterdiği için enerji ve mali sektörleri kullanılmamaktadır. Tablo 4'te de görüleceği üzere elektrik ve özellikle mali sektör şirketlerinin uzun dönem getirilerinde aşırılık gözlemlenmektedir.

Tablo 5: Şirket Yaşına Göre Sınıflandırılmış Düzeltilmiş Ortalama Uzun Dönemli Getiriler (%)

Getiriler	Genç Şirketler	Orta Yaş Şirketler	Yaşlı Şirketler	F-istatistiği
BHAR ₁	6,57	10,27	7,71	0,063
BHAR ₃	16,90	22,45	10,14	0,492
BHAR ₆	-7,99	23,07	8,12	1,482
BHAR ₁₂	-13,09	10,89	-20,94	1,164
BHAR ₂₄	-97,59	-5,87	-149,43	5,540^a
BHAR ₃₆	-236,09	-82,66	-261,72	1,987
BHAR ₄₈	-300,17	-42,35	-396,73	1,451
BHAR ₆₀	-641,37	-575,38	-571,22	0,019

^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi.

² İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin aylık getirileri arasında ciddi dalgalanmalar vardır. Örneğin Tablo 4'te diğer adı altında verilen sektörünün düzeltilmiş 48 aylık ve 60 aylık al-ve-tut ortalama getirileri arasında ciddi farklılıklar tespit edilmiştir. Tablo 4'de diğer sektörünün 48 aylık ortalama getirisi -314,20% iken aynı sektörün 60 aylık ortalama getirisi 522,71%'dir. Açıkça görülmektedir ki getiriler birbirinden çok farklıdır. Örnekleme grubunun küçük olması nedeniyle diğer sektörü yakından incelendiğinde bu farklılığın hisse senetlerinin getirilerindeki aşırı dalgalanmadan kaynaklandığı gözlemlenmiştir. Örneğin; diğer sektörü içerisinde yer alan ve inşaat firması olan BROVA şirketinin 1999 yılındaki aylık getirileri aşırı ve düzensizdir. 1999 yılının Eylül, Ekim, Kasım, Aralık ayı getirisi sırası ile 61,90%, 1,47%, 13,04%, ve 105,13% tür. Gelişmiş piyasalarda hisse senetlerinin getirileri arasında bu kadar ciddi farklılıklar bulunmamaktadır. BROVA şirketi ile açıklanmaya çalışılan durum İMKB'de işlem gören diğer hisse senetlerinin pek çoğunda da mevcuttur. Dolayısı ile gelişmekte olan piyasalardan olan İMKB'de özellikle al-ve-tut getiri yöntemi ile incelenen uzun dönemli getirilerin aşırı farklılık göstermesi piyasa yapısı ile açıklanabilir.

Tablo 5'de hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri şirket yaşına göre gruplandırılmıştır. Buna göre örnekleme incelenen şirketler yaş gruplarına göre yaşları küçükten büyüğe göre sıralanmış ve sıralamadaki yaşı küçük olan şirketlerin %30'u genç şirketleri, diğer geri kalan %40'ı orta yaş şirketleri ve en son kalan %30'u ise yaşlı şirketleri temsil etmektedir. Genç şirketler 0-4, orta yaş şirketler 5-21 ve yaşlı şirketler ise 22-66 yaş aralığındadır. Halka arz sonrası kısa dönemli getiriler pozitif olup vade uzadıkça getiriler düşmektedir ve bu düşüş özellikle genç şirketlerde şiddetlidir. Orta yaş şirketlerde getiriler 12 aya kadar pozitif iken yaşlı şirketlerde getiriler 6 aya kadar pozitifdir. Genç şirketlerde ise halka arzı takip eden ilk 3 ay hisse senedi getirileri pozitif tespit edilmiştir. Tablodaki sonuçlar göstermektedir ki sadece 2 yıllık getirilerde genç, orta yaş ve yaşlı şirketlerin arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık vardır.

Tablo 6: İlk Gün Getiriye Göre Sınıflandırılmış Düzeltilmiş Ortalama Uzun Dönemli Getiriler (%)

Getiriler	Düşük IGG	Orta IGG	Yüksek IGG	F-istatistiği
BHAR ₁	-7,71	0,00	38,44	14,200 ^a
BHAR ₃	-13,12	6,03	60,54	10,019 ^a
BHAR ₆	-19,96	-1,08	54,50	9,130 ^a
BHAR ₁₂	-50,21	-1,42	32,78	7,184 ^a
BHAR ₂₄	-124,01	-82,15	-50,44	1,711
BHAR ₃₆	-306,17	-138,31	-129,21	1,932
BHAR ₄₈	-296,59	-263,54	-132,37	0,296
BHAR ₆₀	-765,49	-550,44	-486,30	0,269

^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi.

Tablo 6'da işletmeler ilk gün getirisine göre sıralanmıştır. Sıralamada ilk gün getirisi düşük olan şirketlerin %30'u düşük getirili, diğer geri kalan %40'ı orta getirili ve en son kalan %30'u ise yüksek getirili şirketleri temsil etmektedir. Düşük IGG'li şirketler getiri aralığı -%98 ile %0 (getirisi 0 olanlar dahil değil), orta IGG'li şirketler %0 ile %18,65 ve yüksek IGG'li şirketler ise ilk gün getirileri %18,65'den yüksek olanlardır. İlk gün getirisi düşük olan şirketlerin uzun dönemli getirileri de düşük iken, ilk gün getirisi yüksek olan şirketlerin uzun dönemli getirileri yüksektir. Özellikle vade yapısı 1,3, 6 ve 12 aylık olan getiriler arasındaki farklılık istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. İlk gün getirisi yüksek olan şirketlerin halka arzı takip eden 12 ay içerisinde getirileri pozitifdir ve uzun dönemli getirileri IGG'sı düşük olan şirketlere göre daha yüksektir. İlk gün yüksek getiri getiren şirketlerin hisseleri uzun vadede de yüksek getiri getirmeye devam etmiştir. Açıkça görülmektedir ki IMKB'de yatırımcılar arasında halka açılma sırasında aşırı iyimserlik yaşanmamıştır.

Tablo 7'de uzun dönemli al-ve-tut getirilerini etkileyen faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bunun için en küçük kareler yöntemi uygulanmıştır. Bağımlı değişkenler 12, 24, 36, 48 ve 60 aylık düzeltilmiş uzun dönemli hisse senedi getirilerinden, bağımsız değişkenler ise halka arz yöntemleri ile şirket yapısına ilişkin verileri içeren değişkenlerden oluşmaktadır.

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tablo 7: Uzun Dönemli Düzeltilmiş Getirileri Etkileyen Faktörler

	Model 1 1-12 Ay	Model 2 1-24 Ay	Model 3 1-36 Ay	Model 4 1-48 Ay	Model 5 1-60 Ay
Sabit Terim	0,63 (0,61)	-4,58 ^a (-2,77)	-9,88 ^b (-2,33)	-16,07 ^c (-1,68)	-39,98 ^b (-1,96)
İlk Gün Getirisi	0,78 ^c (1,87)	1,67 ^a (2,56)	4,98 ^a (2,99)	6,43 ^c (1,70)	18,89 ^a (2,86)
Arz Oranı	-1,15 ^b (-2,08)	-0,90 (-1,02)	-1,06 (-0,47)	-1,69 (-0,33)	-0,90 (-0,10)
Arz Methodu	-0,54 (-1,13)	-0,83 (-1,11)	-1,84 (-0,97)	-2,89 (-0,98)	-8,06 (-1,01)
Log (Aktif)	-0,46 (-0,37)	0,59 ^a (2,72)	1,18 ^b (2,09)	2,11 ^c (1,66)	4,88 ^c (1,69)
Şirket Yaşı	-0,01 (-0,95)	-0,02 ^c (-1,68)	-0,03 (-0,90)	-0,09 (-1,34)	-0,02 (-0,15)
Top. & Per.	0,51 (1,23)	2,56 ^a (3,89)	8,46 ^a (4,73)	19,09 ^a (4,73)	20,29 ^b (2,19)
Düzeltilmiş R ²	%2,9	%19,2	%20,9	%17,5	%9,2

En küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Modellerde içsellik ve/veya otokorelasyon sorunu yaşanmamıştır. ^a 1% anlamlılık düzeyi, ^b 5% anlamlılık düzeyi, ^c 10 % anlamlılık düzeyi. *İlk Gün Getirisi (İGG)*: Hisse senedinin halka arzında ilk gün gerçekleşen getirdir. *Şirket Yaşı*: İşletmenin kuruluşundan ilk halka arz edilinceye kadar geçen yılı ifade etmektedir. *Log (Varlık)*: İşletmenin toplam varlıklarının on tabanında logaritmik ifadesidir. *Arz Oranı*: Halka arz edilen şirketlerde halka açıklık oranını göstermektedir. *Arz Methodu*: Fiyat aralığı ile talep toplanan hisse senetleri için "1", diğer yöntemlerle halka arz edilen hisse senetleri için "0" kukla değişkeni kullanılmıştır. *Toptan ve Perakende*: Toptan ve perakende sektöründe faaliyet gösteren şirketler için "1", diğerlerinde "0" kukla değişkeni kullanılmıştır.

İlk gün getirileri hisse senetlerinin gerek kısa dönemli gerekse uzun dönemli getirilerinde belirleyici değişken olmuştur. Her beş modelde de ilk gün getirileri ile düzeltilmiş al-ve-tut getirileri arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler gözlenmiştir. Başka bir ifade ile, ilk gün getirisi yüksek olan hisse senetlerinin uzun vadede de getirileri diğer hisse senetlerine göre yüksek olmaktadır. Bu bulgu ulusal ve uluslararası piyasalardaki tespitlerle farklılık göstermektedir. Örneğin; Kıymaz (1997), çalışmasında ilk gün getirileri ile düşük olan şirketlerin uzun dönemli getirilerin yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Kooli ve Suret (2004) Kanada borsasında halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem getirileri ile ilk gün getirileri arasında negatif anlamlı bir ilişki tespit etmiştir.

Halka arz oranı ile düzeltilmiş hisse senedi getirileri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu değişken sadece Model 1'de 12 aylık getirilerde istatistiki olarak anlamlıdır. Halka arz oranı azaldıkça hisse senedi uzun vadede daha çok getiri getirmektedir. Bu bulgu daha önceden 1990-1995 yıllarında İMKB'de halka açık şirketlerin uzun dönemli getirilerini inceleyen Kıymaz (1997)'in sonuçları ile örtüşmemektedir. Bu farklılığın sebebi örneklem aralığında yer alan şirketlerden ve incelenen dönemin farklılığından kaynaklanabilir.

Arz yöntemi değişkeni fiyat aralığı ile halka arz olunan hisse senetleri için kullanılan kukla değişkendir. Hisse senetlerinin halka arz yöntemlerinin uzun dönemli hisse senedi getirilerinde etkin olup olmadığını kontrol etmek için

kullanılmıştır. Bu değişken getirileri anlamlı olarak açıklayacak yeterliliğe sahip değildir. İlişkinin yönü tüm modellerde negatiftir.

İşletmenin büyüklüğünü temsil eden toplam varlıklar değişkeni ile uzun dönemli hisse senedi getirileri arasında genel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. 12 aylık getiriler haricinde bu değişkenin uzun dönemli getirileri açıklama gücü yeterli ve istatistiki olarak anlamlıdır. İlişkinin anlamlı olması varlık toplamı yüksek olan büyük firmaların hisse senetlerinin uzun dönemde daha yüksek getiriler getirdiği anlamına gelmektedir.

Şirketin yapısına ilişkin kullanılan şirket yaşı değişkeni ile Model 2'de 24 aylık düzeltilmiş al-ve-tut getiriler arasında ters yönlü anlamlı bir ilişki vardır. Şirket yaşı küçüldükçe şirketin hisse senedinin uzun dönem performansı artmaktadır. Diğer modellerde bu değişkenin işareti negatif olmasına rağmen anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Sektörel farklılığın hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinde etkin olup olmadığını tespit etmek için kullanılan toptan ve perakende sektörüne ait kukla değişken 12 aylık getiriler dışındaki tüm modellerde %1 anlamlılık düzeyinde etkindir. Bu değişken ile uzun dönem getiriler arasında pozitif bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile, işletme toptan ve perakende sektöründe faaliyet gösteriyor ise uzun dönemli hisse senedi getirileri yüksek olmaktadır.

6. SONUÇ

Bu çalışmada IMKB'de işlem gören hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda 1995-2004 yıllarında halka arz edilen 150 şirketin ilk gün getirisi hesaplanarak bu şirketlerin uzun dönemdeki performansları al-ve tut getirileri yöntemi ile ölçülmüştür.

İlk gün getirilerinde IMKB'de önceki çalışmalarla örtüşür şekilde düşük fiyatlama olgusu gözlemlenmiştir. Halka arz edilen hisse senetlerinin sahipleri halka arzlarda hisse senedinin işlem görmeye başladığı ilk günde piyasa getirisinin üzerinde getiri elde etmektedirler. İlk gün getirileri sektörel bazda incelendiğinde elektrik ve mali kurum sektörlerine ait hisse senetlerinin yatırımcılarına diğer sektörlerle göre daha fazla kazandırdığı tespit edilmiştir. Yıllar bazında ise ekonomik krizlerin olduğu dönemlerde halka arz eden şirket sayısında ciddi ölçüde düşme gözlemlenmektedir.

Çalışmada uzun dönemli düzeltilmiş ve düzeltilmemiş getiriler incelenmiştir. Yatırımcılar IMKB'de kısa dönemde pozitif getiri elde etmektedirler. Uzun dönemli hisse senedi performansları ise negatif ve düşüktür. Sektörel olarak incelendiğinde ise toptan ve perakende sektörü ile elektrik sektöründe uzun dönemde yatırımcılar pozitif ve yüksek getiri elde etmişlerdir. Diğer tüm sektörlerde ise vade uzadıkça uzun dönemli al-ve-tut yöntemi ile hesaplanan hisse senedi getirilerinin negatif ve aşırı düşük olduğu tespit edilmiştir. En düşük

UZUN DÖNEMLİ AL-VE-TUT GETİRİLERİ:
İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

uzun dönemli al-ve-tut getirisi ise sırası ile imalat ve mali kurumlar sektöründe gerçekleşmiştir.

Çalışmanın sonraki kısmında uzun dönemli düzeltilmiş getirileri etkileyen faktörler incelenmiştir. Kullanılan değişkenlerden ilk gün getirileri ile şirketlerin toplam varlık tutarları uzun dönemli performansları etkileyen en önemli iki faktör olarak bulunurken, şirket yaşı ile hisse senetlerinin halka arz yöntemi bazı dönemlerde etkili faktörler olarak tespit edilmiştir. Varlık toplamı büyük olan şirketler büyük ölçekli işletmeler oldukları için bu şirketler uzun vadede küçük ölçekli işletmelere göre daha fazla getiri sağlamışlardır. Analizlerde şirketin toptan ve perakende sektörüne ait olmasının düzeltilmiş uzun dönemli getirilerini pozitif olarak etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuçlar göstermektedir ki, hisse senedi sahipleri halka arz sırasında hisse senetlerinin değeri ile ilgili olarak aşırı iyimser bir tutum sergilememişlerdir. Bu nedenden dolayı ilk gün getirisi yüksek olan hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri de yüksek olmuştur. Özetle, büyük şirketler ile ilk gün getirisi yüksek olan şirketlerin hisse senetleri diğer şirketlerin hisse senetlerine göre uzun dönemde daha iyi performans göstermiştir.

Bu çalışma İMKB'de işlem gören tüm sektörlerin hisse senetlerinin al-ve-tut getirilerinin 5 yıllık örneklem aralığında incelenmesi bakımından önemlidir. İleriki çalışmalarda hisse senedi getirilerinin kümülatif anormal getiriler yöntemi ile hesaplanması ve her iki yöntemle bulunan getirilerin karşılaştırılması hedeflenmektedir.

KAYNAKLAR

AGGARWAL, R. and RIVOLLI, P. (1990): "Fads in Initial Public Offering Market", Financial Management, Vol. 19, 45-57.

AGGARWAL, R., LEAL, R., and HERMANDEZ, L. (1993): "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", Financial Management, Vol. 22, 42-53.

ALLEN F. and FAULHABER, R. G. (1989): "Signalling by Underpricing in the IPO Market", Journal of Financial Economics 23, 303-323.

ANG, J. and SCHWARZ, T. (1985): "Risk Aversion and Information Structure: an Experimental Study of Price Variability in the Securities Markets", Journal of Finance, 825-844.

AROSIO, R., GIUDICI, G., and PALEARI, S. (2000): "Why Do (or did?) Internet-Stock IPOs Leave so Much Money on the Table? ", Working Paper, University of Bergamo.

BARAK, O., ve DEMİRELİ, E. (2006). "İMKB'de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, 10. Ulusal Finans Sempozyumu", Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.

BENVENISTE, L.M. and SPINDT P.A. (1989): "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.

BESSLER, W., and THIES, S. (2007): "The Long-run Performance of Initial Public Offerings in Germany", *Managerial Finance* 33, Issue: 6, 420-441.

BUSER, S. and CHAN, K. (1987): "Nasdaq/Nms Qualification stand, Ohio Registration Experience and the Price Performance of Initial public Offerings", Ohio Department of Commerce and National Association of Securities Dealers Inc., Columbus, OH.

CAI, J., and WEI, J. K. (1997): "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings", *Pacific Basin Finance Journal* 5, 389-417.

CAMERER, C.(1989): "Bubbles and Fads in Asset Prices: a Review of Theory an Evidence", *Journal of Economic Surveys* 3(1), 3-41.

DEBONDT, W.and THALER, R. (1985): "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance* 40,793-808.

DURUKAN, M. B. (2002): "The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case Study of the Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance*, Vol.28, 18-38.

DÜZAKIN, G.H. (1999): "Hisse Senetlerinin Halka İlk Arzda Düşük Fiyatlandırılması İle İlgili Hipotezlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, No.14, Sayı. 164, 50-69

FINN, F. and HIGHAM, R. (1988): "The Performance of Unseasoned Equity Issues: Common Stocks Exchange Listings in Australia", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 2, 333-351.

KARAN, B.M. (2001): "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri", *Ege Akademik Bakış*, Sayı.1, Cilt.1, 83-94.

KIM, B.J., KRINSKY, I., and LEE, J. (1995): "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings", *Pacific-Basin Journal*, 3, 429-448.

KIYMAZ, H. (1997): "İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması", *Hazine Dergisi*, Sayı: 7, 1-18.

KIYMAZ, H. (2000): "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Journal of Financial Management*, Vol. 10, 213-227.

KOOLI, M. and SURET, M. J. (2004): "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada", *Journal of Multinational Financial Management* 14, 47-66.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, G., ve Alagöz, A. (2006): "İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi", *Çalışma Tebliği*, Başkent Üniversitesi.

LJUNGQVIST, A. (1997): "Pricing Initial Public Offerings Further Evidence from Germany", *European Economic Review*, Vol.14, 1309-1320.

LOUGHRAN, T., and RITTER, J. (1995): "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance*, Vol:50, 23-51.

LYN, E. and ZYCHOWICZ, E., (2003): "The Performance of New Equity Offerings in Poland and Hungary", *Global Finance*, Vol.14, 181-195.

MCGUINNESS, P.,(1992): "An Examination of Underpricing of Initial Public Offerings in Hong Kong", *Journal of Business Finance and Accounting*, No:19, 165-186.

MILLER, E. (1977): "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *Journal of Finance* 32, 1151-1168.

ORHON, M. (2006): "Short-and-long-run Performance of IPOs Traded on the Istanbul Stock Exchange", *Initial Public Offerings: An International Perspective*, Greg N. Gregoriou (Ed.), Published by Butterworth-Heinemann, 45-55.

OZER, B. (1999): "Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey", *Capital Markets Board of Turkey*, Publication No: 128, Ankara, Turkey.

RITTER, J., (1991): "The Long-run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 42, 365-394.

SCHULTZ, P., and ZAMAN, M., (2001): "Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They Are Overvalued? ", *Journal of Economics* 59, 347-381.

SEVİM, Ş. ve AKKOÇ, S. (2006): "İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama", *Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı.16, 107-124.

SHILLER, R.J. (1990): "Speculative Prices and Popular Models", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, 55-65.

ÜNLÜ, U. (2006): Türkiye'de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansı, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 27, Temmuz-Aralık, 119-147.

Berna KIRKULAK

WELCH, I., (1992): "Sequential Sales, Learning and Cascades", Journal of Finance 47, 695-732.