

УДК 336.76 (560)

Сонер Аккос (Туреччина), Мустафа Месут Каялі (Туреччина),
Метін Улукой (Туреччина)

Ефект “непоміченої фірми” та його використання на фондовій біржі Стамбулу

У даній статті напівсильна форма ринкової ефективності на фондовій біржі Стамбулу перевіряється у контексті ефекту “непоміченої фірми”. Автори використовують дані щомісячних витрат за десять років, з 1 січня 1999 по 31 грудень 2008 року. Сформовано три портфелі: непомічений, нормальний і популярний, щоб дослідити ефект “непоміченої фірми”. Як результат проведеного емпіричного аналізу, щомісячні середні надмірні прибутки становлять – 1.00%, 0.88%, та 2.89% для непоміченого, нормального та популярного портфелів відповідно. На основі емпіричних результатів дослідження можна зробити висновок, що ефект “непоміченої фірми” може не існувати на фондовій біржі Стамбулу.

Ключові слова: ефект “непоміченої фірми”, гіпотеза ефективного ринку, фондова біржа Стамбулу, аномалія ринку.

Вступ

На ринках капіталу фонди пропозиції та попиту у довгостроковій перспективі відповідають об'єднанню економічних одиниць з фондом надлишку та фондом дефіциту. У фірмах заощадження перетворюються на інвестиції через ринки капіталу. Це не лише допомагає інвесторам отримати деякий прибуток зі своїх інвестицій, але й робить внесок в ефективне управління компаній. Загалом, збільшення капіталовкладень, виробництва та продажу веде до збільшення урядом оподаткування на прибуток та контролю дефіцитів бюджету, а отже, до зменшення рівнів потреби уряду у кредиті. Це, у свою чергу, приведе до цінової та фінансової стабільності в економіці. Отже, операції ринків капіталу дуже тісно пов'язані з домашніми господарствами, фірмами та урядом.

Спільні потреби економічних одиниць з фондами надлишку та дефіциту задовольняються використанням інструментів, запропонованих ринками капіталу. Акції, що вважаються важливими інструментами на ринках капіталу, використовуються для акціонерного фінансування фірм. Ціни на акції після першочергового розміщення акцій на ринку визначаються на основі пропозиції та попиту. Гіпотеза ефективних ринків, яку підтримує Фама (1970), стверджує, що ціни на акції відображають усю доступну інформацію. Коли на ринку з'являються нові дані, вони вивчаються інвесторами та відображаються у пропозиції та попиті. Отже, визначаються нові ціни на акції. Фама стверджує, що оскільки вони відображають всю доступну інформацію, неможливо отримувати надмірні прибутки систематично на основі будь-якої торгівельної стратегії, що використовується на ринку акцій. Отже, на ефективному

ринку ціна акції буде її дійсною вартістю, а інвестори отримають прибуток відповідно до ризиків, які вони на себе взяли. Інакше кажучи, ціни на фінансові активи відображатимуть справжню вартість активів. Фама встановлює ринкову ефективність у трьох формах: слабка, напівсильна та сильна. Якщо інвестори не можуть отримати надмірні прибутки, використовуючи дані за минулі роки, тоді ринки будуть ефективними у слабкій формі. З іншого боку, якщо інвестори не можуть отримати надмірні прибутки, використовуючи публічну інформацію, таку як фінансова звітність фірм, ринки вважаються ефективними у напівсильній формі. Нарешті, якщо інвестори не можуть отримувати надмірні прибутки, використовуючи навіть внутрішню інформацію, яка не є публічною (торгівля внутрішньою інформацією), тоді ринки вважаються ефективними у сильній формі.

У більшості досліджень, які перевіряють ринкову ефективність, виявлено результати, що не відповідають гіпотезі ефективних ринків. Ці дослідження доводять, що витрати акцій можна передбачити, а надмірні прибутки можна отримати, використовуючи різні торгівельні стратегії на ринках акцій. Емпіричні результати, які не відповідають гіпотезі ефективних ринків, називаються аномаліями ринку, а саме ефект січня, день тижневого ефекту, ефект святкового дня, ефект відношення ринкової ціни акції компанії до її чистого прибутку, ефект розміру фірми і гіпотеза надмірної реакції. Ефект “непоміченої фірми” можна також включити до ряду ринкових аномалій.

1. Огляд літератури

Ефект “непоміченої фірми” – один з ринкових аномалій, що не відповідає гіпотезі ефективних ринків та підтверджується емпіричними результатами. Визначений ефект говорить про те, що “непомічені” акції на ринках капіталу забезпечують вищі прибутки порівняно з прибутками,

що забезпечуються популярними акціями. Цей результат не відповідає гіпотезі ефективних ринків та означає, що ринки є неефективними у напівсильній формі.

Арбел та ін. (1983) зазначають, що інституційні інвестори мають багато проблем з інвестуванням акцій малої фірми через більші ризики. Вони віддають перевагу не ризику, а інвестуванню в акції, про які мають якісну інформацію. Той факт, що інституційні інвестори не бажають ризикувати, інвестуючи в акції малої фірми, означає, що такі фірми ігноруються інституційними інвесторами. Дослідники також зазначають, що інвестори несуть витрати, щоб отримати якісну і точну інформацію про акції на фінансових ринках, так само як клієнти платять за якість і точність інформації про продукт, який вони хочуть купити. Якщо виявляється можливим отримати високоякісну інформацію про акцію, ціна цієї акції піднімається, а її прибуток стає нижчим, ніж прибутки, що забезпечуються “забутими” акціями. Вищі прибутки “непомічених” акцій виникають з премії завдяки недостатності інформації.

Ефект “непоміченої фірми” спершу досліджується Бауманом (1961) і є частиною його докторської дисертації, а потім публікується як дві різні статті у 1964 та 1965 роках. Він розглядає середні прибутки інвестування у менш популярні акції порівняно з прибутками більш популярних акцій. Цей ефект вперше досліджується з використанням даних за 1954-1960 рр. Дані за 1961, 1962 та 1963 роки також додаються до аналізу. Для перших семи років підраховано, що середній щорічний прибуток менш популярних акцій складає 18.9%, порівняно з 15.3% середнім щорічним прибутком більш популярних акцій. Різниця складає 3.6%. Протягом проаналізованого часового періоду середній щорічний прибуток Індексу S&P 500 складає 17.8%. Для цілого періоду, менш популярні акції отримують 14.9% середнього щорічного прибутку, на відміну від 13.7%, отриманих більш популярними акціями.

Арбель та ін. (1983) досліджують ефект “непоміченої фірми” протягом 1971-1980 рр. на американських ринках акцій. У їхньому дослідженні 510 акцій поділено на три різні групи на основі “непомічених” рівнів. Отже, було сформовано три портфелі і підраховано їх середні щорічні прибутки. Як результат, портфель, який складається із “непомічених” акцій, отримує вищі і статистично значиміші прибутки, ніж прибутки інших двох портфелів. Далі автори досліджують, виникає цей ефект завдяки розміру компанії чи ні. З цією метою вони ділять кожний портфель на три групи і формують три портфелі на основі розміру фірми.

Коли підраховуються прибутки портфелів, спостерігається, що ефект “непоміченої фірми” зберігається незалежно від ефекту розміру фірми.

Карвел та Стребел (1987) розглядають відносини між ефектом “непоміченої фірми” і ефектом “січня” та ефектом “малої фірми”. Вони виявляють, що ефект “непоміченої фірми” існує незалежно від розміру компанії, але цей ефект послаблюється, вилучаючи прибутки з бази даних завдяки ефекту січня.

Беард та Сіас (1997) також визначають, що портфель, який складається із “непомічених акцій”, отримує вищі прибутки, ніж прибутки інших портфелів як результат всебічного комплексного вивчення, використовуючи дані для 3752 фірм у середньому за рік, періоду між січнем 1982 та груднем 1995 року на американських ринках акцій. Однак, оскільки цей результат можна отримати з ефекту розміру фірми, вони поділяють портфелі на 10 груп на основі розмірів фірм та підрахунків повторного прибутку. Беард та Сіас помічають, що ефект “непоміченої фірми” зникає, коли береться до уваги розмір фірми.

Каран (2000) досліджує ефект “непоміченої фірми” на фондовій біржі Стамбулу протягом трьох років, з 1996 до 1998. Автор формує три різні портфелі, а саме непомічений, нормальний та популярний, які складаються із 20 акцій кожний. Він доводить, що портфель, який складається із “непомічених фірм”, працює краще, ніж портфелі, що складаються з нормальних та популярних акцій, заснованих на щомісячних середніх надмірних прибутках. Інакше кажучи, інвестори, які вкладають капітал у портфель, що складається з “непомічених фірм”, отримують вищі прибутки порівняно з прибутками інших портфелів та ринкового портфеля. Каран (2000) також досліджує, чи є ефект “непоміченої фірми” наслідком ефекту розміру компанії, і робить висновок, що ефект “непоміченої фірми” існує і вважається важливішим, ніж ефект розміру.

Таким чином, дослідження, яке розглядає ефект “непоміченої фірми”, має суперечливі результати. Також доведено, що ефект “непоміченої фірми” може походити з ефекту “січня” або ефекту “розміру фірми”.

2. Дані та методологія

Ефект “непоміченої фірми” на фондовій біржі Стамбулу у цій статті досліджується протягом 10 років, з 1 січня 1999 по 31 грудня 2008 року. Щомісячний об’єм інформації про акції, отриманий з www.foreks.com, використовується як оцінка нехтування. Щомісячна інформація про прибуток отримується з офіційного веб-сайту ISE (www.imkb.gov.tr) і також використовується для

аналізу. Ефект “непоміченої фірми” досліджується для кожного року окремо. Акції, які почали продаватися всередині року, не включені до його бази даних, але включені до бази наступного року. Подібним чином, акції, які зупинили продавати всередині року, не включені в базу даних. Інакше кажучи, акції, про які не вистачає інформації з будь-яких причин протягом року, не включені до бази даних¹.

У таблиці 1 представлено інформацію про акції у базі даних. Кількість акцій збільшується кожного року. У 1999 було 219 акцій, на відміну від 318 акцій у 2008 році. Середні щомісячні торговельні об’єми акцій також збільшуються постійно кожного року за винятком 2008. З банкрутством Lehman Brothers наприкінці 2008, іноземні інвестори покинули фондові біржі, які розвиваються, а інвестиції іноземних інвесторів у ISE також зменшилися. Це, у свою чергу, вплинуло на об’єм торгівлі як результат світової фінансової кризи у 2008 році, а середній щомісячний об’єм торгівлі у ISE того року дещо зменшився порівняно з 2007 р.

Таблиця 1. Кількість акцій та середній щомісячний торговельний об’єм

Рік	Кількість акцій	Середній щомісячний об’єм (у турецьких лірах)
1999	219	486,602,052
2000	230	752,252,135
2001	257	1,813,043,190
2002	260	2,665,542,629
2003	266	4,719,861,542
2004	271	5,452,262,561
2005	283	6,468,406,041
2006	293	7,283,805,112
2007	308	9,537,792,682
2008	318	9,469,127,584

Функціонування сформованих портфельів на основі ефекту “непоміченої фірми” оцінюється на основі використання щомісячних даних прибутку, отриманих з ISE. Щоб визначити, чи забезпечують сформовані портфелі на основі рівня нехтування надмірні прибутки чи ні, обчислюються щомісячні надмірні прибутки акцій. Ми беремо щомісячний ISE-100 індекс прибутку як ринковий прибуток. ar_{it} є надмірним прибутком акції i , що має відношення до індексу m , за місяць t , і може бути обчислений як різниця між прибутком акції i та прибутком індексу m за місяць t .

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

Після того, як обчислено надмірні щомісячні прибутки кожної акції, акції групуються на основі їх щомісячних торговельних об’ємів, починаючи з акції, яка має найнижчий щомісячний торговельний об’єм, до тієї, що має найвищий щомісячний торговельний об’єм. Три різні портфелі формуються для кожного місяця, а саме “непомічений”, нормальний і популярний, і 10% кількості акцій за кожний рік включено до кожного портфеля. Тобто, 22 акції, які мають найнижчі торговельні об’єми, включені до “непоміченого” портфеля, і 22 акції з відносно середніми торговельними об’ємами включено до портфеля під назвою “нормальний”, і 22 акції, які мають найвищі торговельні об’єми, включені до “популярного” портфеля. Портфелі формуються знову з початку кожного місяця. Потім надмірні прибутки портфельів підраховуються наступним чином:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

Отже, надмірний прибуток, який стосується індексу прибутку портфеля за місяць t , що складається з n акцій – це рівно зважена середня величина надмірних прибутків акцій, що має відношення до індексу прибутку за місяць t . Отже, щомісячні надмірні прибутки трьох портфельів, “непоміченого”, нормального та популярного, підраховуються для 12 місяців кожного року.

Сукупні надмірні прибутки (CARs) отримуються кожного року шляхом використання щомісячних надмірних прибутків. Наприклад, сукупний надмірний прибуток 1999 року (CAR_{1999}) підраховується за допомогою додавання усіх 12-місячних надмірних прибутків за той рік. Ця процедура повторюється для кожного портфеля кожного року. Отже, у нашому дослідженні ми отримуємо 10 показників CAR для 10 проаналізованих років. Ця система показників використовується для визначення того, скільки сукупного надмірного прибутку може отримати інвестор, застосовуючи торговельну стратегію, засновану на ефекті “непоміченої фірми” після 12 місяців.

$$CAR_{1999} = \sum_{i=1}^{12} AR_i$$

Нарешті, ми підраховуємо середні показники CAR для кожного з трьох портфельів – “непоміченого”, нормального та популярного – наступним чином:

$$ACAR = \frac{1}{10} \sum_{i=1}^{10} CAR_i$$

¹ Акції IPO не включені до бази даних IPO року через відсутність даних. Існують емпіричні докази того, що IPO акції можуть забезпечувати вищі прибутки у перші дні/місяці IPO, оскільки вони недооцінені (Кіймаз, 2000; Севім та Акос, 2006). Виключаючи IPO з бази даних, ми уникаємо можливого впливу недооцінки ефекту “непоміченої фірми”.

Отже, 10 щорічних показників CAR додаються і діляться на 10, щоб підрахувати показник ACAR для кожного портфеля.

3. Емпіричні результати

Як результат емпіричного аналізу, що досліджує ефект “непоміченої фірми” у ISE протягом 10 років, між 1999 та 2008 рр., ми бачимо, що портфель, який складається з популярних акцій, отримує вищий надмірний прибуток порівняно з надмірними прибутками, отриманими іншими двома портфелями, що складаються із “непомічених” та нормальних акцій. Інакше кажучи, ефект “непоміченої фірми” не існує на ISE, на відміну від результатів, попередньо оголошених для інших фондових бірж у світі. Результати для трьох портфелів, а саме, “непоміченого”, нормального та популярного, представлені у таблиці 2.

Як виявлено у таблиці 2, щомісячний середній надмірний прибуток портфеля, який складається з

популярних акцій, вищий ніж прибуток портфеля, що складається із “непомічених” акцій протягом усіх років, окрім 2008. Щомісячні середні надмірні прибутки популярного, нормального та “непоміченого” портфелів протягом 10 років складають 2.89%, 0.88%, та -1.00% відповідно. Щомісячний середній надмірний прибуток “непоміченого” портфеля негативний, на відміну від позитивних прибутків популярного і нормального портфелів. Це означає, що в середньому “непомічений” портфель не приносить інвесторам прибутків, вищих за ринкові. Як результат t-тесту, застосованого для щомісячних середніх надмірних прибутків популярного, нормального та “непоміченого” портфелів, t-значення для популярного портфеля статистично значиме для кожного року, t-значення для нормального портфеля є статистично значимим для 7 років із 10, за винятком 2003, 2005 та 2007 років, а t-значення для “непоміченого” портфеля є статистично значимим для всіх років, окрім 2008 на рівні 5%.

Таблиця 2. Щомісячні середні надмірні прибутки (%)

Роки	Популярний	t-значення	p	Нормальний	t-значення	p	“Непомічений”	t-значення	p
1999	4.12	-7.772*	.000	-3.08	9.666*	.000	-6.52	17.973*	.000
2000	2.58	-4.003*	.000	4.63	-8.954*	.000	2.34	-3.423*	.001
2001	3.01	-5.041*	.000	2.3	-3.327*	.001	-0.93	4.474*	.000
2002	2.51	-3.834*	.000	2.24	-3.182*	.002	1.95	-2.482*	.014
2003	3.27	-5.669*	.000	0.11	1.962	.051	-3.22	10.004*	.000
2004	4.16	-7.819*	.000	1.75	-1.999*	.046	2.08	-2.796*	.005
2005	4.39	-8.374*	.000	0.36	1.358	.175	-1.07	4.812*	.000
2006	2.18	-3.037*	.003	-0.43	3.266*	.001	-1.59	6.067*	.000
2007	4.07	-7.601*	.000	1.13	-0.501	.616	-3.53	10.753*	.000
2008	-1.37	5.536*	.000	-0.23	2.783*	.006	0.49	1.044	.297

Примітка: * Статистично важливий на 5% рівні.

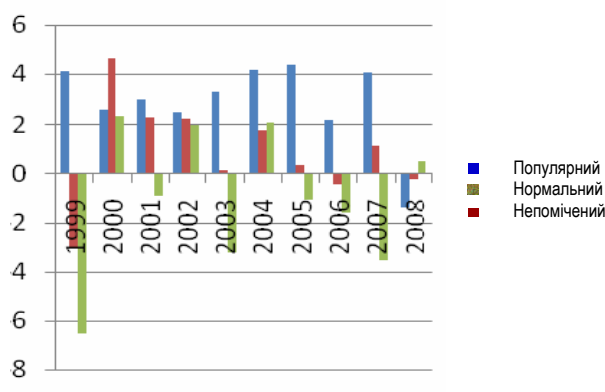


Рис. 1. Щомісячні середні надмірні прибутки (%)

Рисунок 1 виявляє щомісячні середні надмірні прибутки популярного, нормального та “непоміченого” портфелів. “Непомічений” портфель отримує прибутки, вищі за ринкові у 2000, 2002, 2004 та 2008 роках, тоді як популярний портфель отримує вищі за ринкові прибутки протягом усіх років, окрім 2008. Нормальний портфель також отримує вищі за ринкові прибутки впродовж 7 із 10 років, окрім 1999, 2006 та 2008.

Рисунок 2 демонструє середні надмірні прибутки за кожний місяць протягом 10 років для трьох сформованих портфелів. Усі портфелі отримують прибутки, вище ринкових, у січні, березні, травні та серпні. Популярний портфель отримує більші прибутки, ніж “непомічений” портфель протягом усіх місяців, окрім березня та квітня. Цей результат суперечить ефекту “непоміченої фірми”.

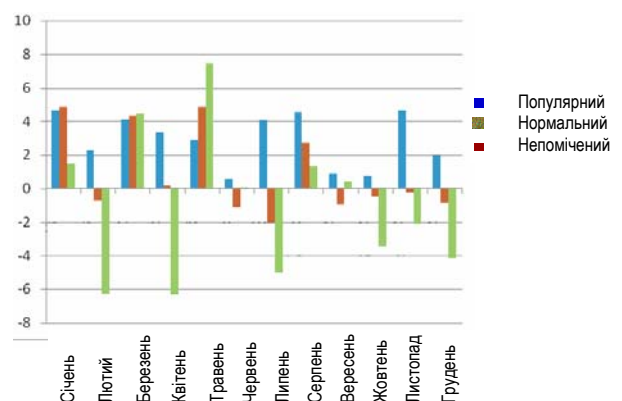


Рис. 2. Щомісячний розподіл середніх надмірних прибутків (%)

Ще однією аномалією ринку, яка зазвичай розглядається дослідниками на ринках капіталу, є ефект “січня”. Відомо, що інвестори можуть отримувати вищі прибутки у січні на відміну від прибутків, які вони можуть отримати протягом інших місяців року. Існують емпіричні докази того, що прибутки у січні значно вищі, ніж прибутки протягом інших місяців (Гультекін та Гультекін, 1983; Корхей, Хававіні та Міхель, 1987; Агравал та Тандон, 1994). Ця аномалія також існує на ISE (Озмен, 1997; Білдік, 2000). Оскільки ефект “непоміченої фірми” може виникнути в результаті ефекту “січня”, ми виключаємо прибутки січня та повторно підраховуємо щомісячні середні надмірні прибутки. Потім повторюємо той самий аналіз.

Таблиця 3 показує щомісячні середні надмірні прибутки трьох портфельів за винятком прибутків січня. Популярний портфель отримує вищі надмірні прибутки, ніж надмірні прибутки, отримані “забутим” портфелем протягом усіх років, окрім 2008. Цей результат подібний до того, який вклю-

чає прибутки січня. Щомісячні середні надмірні прибутки популярного, нормального та “непоміченого” портфельів складають 2.73%, 0.51% та -1.23%, відповідно, протягом 10 років, за винятком прибутків січня. Порівняно з результатом, який включає січень, спостерігається зменшення щомісячних середніх надмірних прибутків усіх трьох портфельів. Популярний та нормальний портфельі приносять інвесторам прибутки, вищі за ринкові, тоді як “непомічений” портфель приносить прибутки, нижче за ринкові. Як результат t-тестів, застосованих для надмірних прибутків усіх трьох портфельів, t-значення для популярного портфеля є статистично значимим протягом усіх років, окрім 2000. t-значення для нормального портфеля статистично значиме для 5 років із 10, окрім 2000 та 2001. Виявляється, що результати схожі, навіть коли прибутки січня виключаються з аналізу. Можна сказати, що попередньо знайдений ефект, що суперечить ефекту “непоміченої фірми”, не залежить від ефекту “січня”.

Таблиця 3. Щомісячні середні надмірні прибутки (%) (січень не включено)

Роки	Популярний	t-значення	p	Нормальний	t-значення	p	«Непомічений»	t-значення	p
1999	4.8	-10.192*	.000	-3.07	9.249*	.000	-6.8	18.464*	.000
2000	0.69	-0.039	.969	1.37	-1.719	.087	-0.08	1.863	.063
2001	3.41	-6.758*	.000	2.16	-3.670*	.000	-0.09	1.888	.060
2002	2.34	-4.115*	.000	2.23	-3.843*	.000	1.74	-2.663*	.009
2003	1.92	-3.077*	.002	0.05	1.542	.124	-3.46	10.213*	.000
2004	4.33	-9.031*	.000	0.19	1.196	.232	1.55	-2.163*	.031
2005	3.82	-7.771*	.000	1.04	-0.903	.367	-1.07	4.309*	.000
2006	3.02	-5.795*	.000	-0.04	1.765	.079	-0.65	3.271*	.001
2007	4.11	-8.487*	.000	1.57	-2.213*	.028	-3.18	9.521*	.000
2008	-1.11	4.408*	.000	-0.36	2.555*	.011	-0.21	2.184*	.030

Примітка: * Статистично значимий на рівні 5% .

Рисунок 3 показує щомісячні середні надмірні прибутки за кожен рік для популярного, нормального та “непоміченого” портфельів відповідно. “Непомічений ” портфель отримує прибутки, вище ринкових, лише у 2002 та 2004 роках. З іншого боку, популярний портфель отримує прибутки вище ринкових кожного року, окрім 2008, тоді як нормальний портфель отримує прибутки вище ринкових протягом 7 із 10 років, окрім 1999, 2006 та 2008.

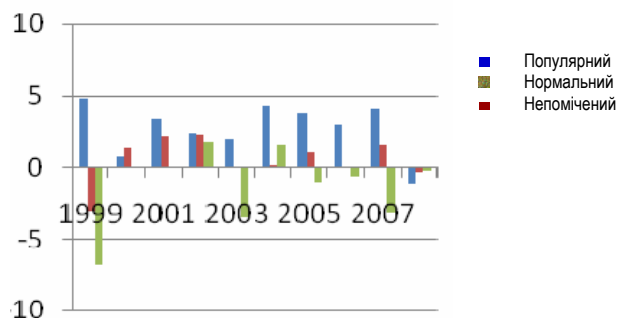


Рис. 3. Щомісячні середні надмірні прибутки (%) (січень не включено)

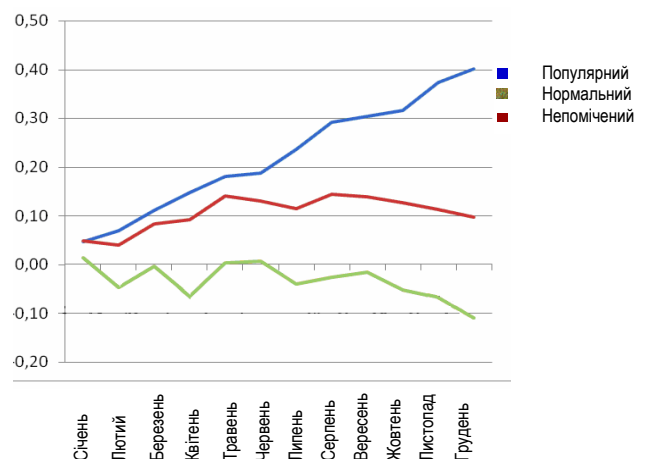


Рис. 4. Середні сукупні надмірні витрати за кожний місяць протягом 10 років

На рисунку 4 зображено середні сукупні надмірні прибутки кожного місяця протягом 10 років між січнем 1999 та груднем 2008 року для популярного, нормального та “непоміченого” портфельів. Таким чином, середній сукупний надмірний прибуток, що забезпечується “непоміченим” портфелем,

залишається переважно нижчим за ринковий. Середні сукупні надмірні витрати, що забезпечуються популярним та нормальним портфелями, перевищують ринковий прибуток протягом усіх 12 місяців. Популярний портфель, наприклад, пропонує надмірний прибуток на 40% вищий за ринковий наприкінці 12 місяців. Нормальний портфель отримує надмірний прибуток на 10% вище ринкового. І навпаки, “непомічений” портфель забезпечує надмірний прибуток на 11% нижче за ринковий.

Як результат t-тесту, застосованого для щомісячних середніх надмірних прибутків популярного та “непоміченого” портфелів, ми отримуємо t-значення -3.976. Тобто, різниця у надмірних прибутках популярного та “непоміченого” портфелів є статистично значимою. Популярний портфель забезпечує інвесторів високими надмірними прибутками, на відміну від надмірних прибутків, що надаються “непоміченим” портфелем. Цей результат суперечить ефекту “непоміченої фірми”.

Висновок

Згідно з гіпотезою ефективних ринків, неможливо отримувати надмірні прибутки постійно, використовуючи будь-яку торгівельну стратегію на ринках капіталу. Однак існують емпіричні докази того, що можна отримувати надмірні прибутки,

використовуючи деякі торгівельні стратегії. Ті емпіричні результати, що суперечать теорії, називаються ринковою аномалією. Ефект “непоміченої фірми” – аномалія, яка стверджує, що інвестори можуть отримувати надмірні прибутки, інвестуючи в “непомічені” акції.

У статті розглянуто ефект “непоміченої фірми” на ISE протягом 10 років, з 1999 по 2008 рр. Як результат, ми отримуємо дані, які суперечать визначеному ефекту. Тобто, щомісячний середній надмірний прибуток “непоміченого” портфеля складає -1.00%, тоді як для популярного портфеля він становить 2.89%. Ми продовжуємо наше дослідження, щоб визначити, чи впливає на цей результат ефект “січня”, та виключаємо прибутки січня з нашого аналізу і повторюємо його, використовуючи інформацію про прибутки протягом інших місяців. Однак ми отримуємо подібні результати і робимо висновок, що це відбувається не завдяки ефекту січня. Інакше кажучи, наш результат, що суперечить ефекту “непоміченої фірми”, існує навіть з урахуванням ефекту “січня”. Отже, ми рекомендуємо провести подальше дослідження, де будуть враховуватись інші ринкові аномалії, такі як ефект малої компанії, щоб встановити причину цих суперечливих результатів.

Список використаних джерел

1. Agrawal, A. and Tandon, K. (1994). Anomalies or Illusions?: Evidence from stock markets in eighteen countries, *Journal of International Money and Finance*, 13:1, pp. 83-106.
2. Arbel, A., Carvell, S. and Strebel, P. (1983). “Giraffes, Institutions and Neglected Firms”, *Financial Analysts Journal*, May/June, 39:3, pp. 57-63.
3. Bauman, W.S. (1964). “Investment Experience with Less Popular Common Stocks”, *Financial Analysts Journal*, March/April, 20:2, pp. 79-88.
4. Bauman, W.S. (1965). “The Less Popular Stocks Versus The Most Popular Stocks”, *Financial Analysts Journal*, January/February, 21:1, pp. 61-69.
5. Beard C.G. and Sias R.W., (1997). “Is There a Neglected-Firm Effect”, *Financial Analysts Journal*, September/October, 53:5, pp. 19-23.
6. Bildik, R. (2000). Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma, İstanbul: İMKB Yayın Kurulu.
7. Carvell, S. and Strebel P. (1987). “Is There a Neglected Firm Effect”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 14:2, pp. 279-290.
8. Corhay, A., Hawawini, G. and Michel P. (1987). Seasonality in the Risk-Return Relationship: Some International Evidence, *Journal of Finance*, 42:1, pp. 49-68.
9. Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25:2, pp. 383-417.
10. Gultekin, M.N. and Gultekin N.B. (1983). Stock Market Seasonality: International Evidence, *Journal of Financial Economics*, 12:4, pp. 469-481.
11. Karan, M.B. (2000). İMKB’de İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 18:1, pp. 129-142.
12. Kıymaz, H. (2000). “The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul Stock Exchange”, *Journal of Multinational Financial Management*, 10:2, pp. 213-227.
13. Özmen, T. (1997). Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
14. Sevim, S. and Akkoc, S. (2006). “İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama” Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 16, pp. 107-124.

Отримано 16.09.2009

Переклад з англ. Філатової Ю.