

BORSA İSTANBUL'DAKİ İLK HALKA ARZLARDA İLK GÜN DÜŞÜK FİYAT ANOMALİSİ*

*Durmuş YILDIRIM***

*Aydoğan DURSUN****

Alınış Tarihi: 31 Temmuz 2015

Kabul Tarihi: 02 Aralık 2015

Öz: Bu çalışmada, BIST'te gerçekleşen ilk halka arzlardaki ilk gün düşük fiyat anomalisi sektörel açıdan, halka arz esnasında kullanılan halka arz şekilleri ve aracılık şekilleri açısından incelenmiş ve gruplar içerisinde anlamlı bir farklılığın olup olmadığı test edilmiştir. Çalışma, 2004 -2014 döneminde BIST'te halka arz olunan 110 firmayı kapsar. Çalışmada ilk halka arzlarda ilk gün düşük fiyat anomalisinin varlığı tespit edilmiş, hatta bu etkinin az da olsa ikinci gün de devam ettiği görülmüştür. Ayrıca ilk gün ortalama anormal getirisi yönünden sektörler, halka arz ve aracılık şekilleri arasında anlamlı bir fark bulunamamıştır.

Anahtar kelimeler: İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlama, İlk Gün Anomalisi, BIST (Borsa İstanbul)

FIRST-DAY UNDERPRICING ANOMALIES OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS ON THE BORSA ISTANBUL

Abstract: This study examines initial underpricing anomalies of IPO using IPO methods with respect to sectors and types of underwriting commitments on the BIST. This study also investigates whether there is a significant difference within the groups. This study includes 110 firms going to public in the BIST during the sample period of 2004-2014. The present study finds evidence about the existence of the initial underpricing anomalies and even a slight effect also continues in the second day. Additionally, according to initial average abnormal returns, there is no significant difference between sectors, IPO methods and underwriting commitment types.

Keywords: Initial Public Offering, Underpricing, First Day Anomaly, BIST (Borsa İstanbul)

I. Giriş

Serbest piyasa ekonomisinde KOBİ'lerden büyük sanayi işletmelerine kadar birçok şirketin en temel amacı şirketin karlılığını arttırarak ortakların refah seviyesini yükseltmektir ve bunu gerçekleştirmek için ise işletmelerin faaliyet gösterdikleri piyasadaki pazar paylarını arttırmaları gerekir. Pazar payını arttırmak için, firmalar üretimde bulunurlar, üretimin geliştirilmesini yönünde çalışmalar yapar ve üretilen mal ve hizmetlere ilişkin pazarlama faaliyetlerini yürütürler. Fakat işletmeler faaliyetlerini devam ettirebilmek için

* Bu çalışma, 2014/132 numaralı "Stratejik Veri Projesi – Akademik Başarının ve Verimliliğin Sağlanması" projesi tarafından desteklenmiştir

** Arş. Gör. Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı

*** Öğr. Gör. Bayburt Üniversitesi, Bayburt Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Bölümü

yeni yatırımlara ve bu yatırımları finanse edecek fonlara ihtiyaç duyar. Böyle bir durumda işletmelerin en önemli fon kaynaklarından biri işletmenin öz sermayesini arttırmaktır. Ekonomik durgunluk ve satışların düştüğü dönemlerde öz sermayeyle finanse edilmiş firmalar, sabit yükümlülükleri düşük düzeyde olduğu için, varlıklarını tehlikeye düşürmeden, iflas olasılığı ile karşılaşmadan faaliyetlerini sürdürebilirler. Öz sermayeyle finansman firmaların mülkiyetinin daha geniş kitlelere dağılmasına olanak veriyorsa, gerek gelir ve servet dağılımı, gerek geniş kitlelerin firmaların yönetimine ekonomik kararlar sürecine daha etkin şekilde katılmaları yönünden de arzu edilmektedir (Akgüç, 1998: 755). Hisse senetlerinin piyasaya çıkışı halka arz yöntemi ile gerçekleşir. Halka arz Sermaye Piyasası Kanunu'nun üçüncü maddesinde şu şekilde tanımlanmıştır: "Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu kanunlar dolayısıyla halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder." (SPK, Kanun No: 2499) Belirli bir büyüklüğe ulaşan şirketler, çeşitli sebeplerden dolayı hisse senetlerini halka arz ederek sermayelerini yatırımcılarla paylaşmak yoluna giderler. Yani halka arz, halka kapalı bir şirketin yaşam döneminin herhangi bir aşamasında kullandığı alternatif finansman yöntemidir. Halka açılma, kalkınmanın gerektirdiği sermaye birikiminin yanında sermayenin adil dağılımının gerçekleşmesi bakımından da ekonomik bir amaçtır.

Halka açılma şirketin prestijini, saygınlığını, itibarını arttırarak ek fon gereksiniminin karşılanmasını kolaylaştırabilmektedir. Halka açılma, ortaklığa kamuya doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetime tabi olma gibi mali ve sosyal sorumluluklar yüklenmekte; bu özellikler ortaklığa, yatırımcıların ve finansman kurumlarının gözünde güven kazandırmaktadır. Güven ve saygınlığın artması, sermaye artışlarını kolaylaştırmakta sermaye piyasası bu tür ortaklıklar için uzun süreli fon sağlamanın kaynağı haline gelmektedir (Akgüç, 1998; 755).

İlk halka arz konusu üzerinde son yıllarda başta Amerika olmak üzere çok sayıda ülkede yoğun bir şekilde çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar genel olarak kısa vadeli ve uzun vadeli düşük fiyat anomalileri test etmek üzere yoğunlaşmıştır. Düşük fiyatlı hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulmadır. Hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise "yüksek fiyatlı" olarak adlandırılmaktadır. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları üzerine yapılan araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda ilk defa halka arzedilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı gözlenmektedir. Ayrıca hisse senetlerinin ilk halka arz sırasında piyasa fiyatının düşük belirlenmesi etki derecesi ülkeden ülkeye de değişebilen bir olgudur. Örneğin; Loughran, Ritter, and Rydqvist (1994) yaptığı çalışmada ortalama

halka arz getirilerinin, en yüksek %80 ortalama getiriyle Malezya İHA'larına ait olduğunu ve bu oranın en düşük % 4,2 ortalama getiriyle ise Fransa İHA'larına ait olduğunu göstermiştir. Düşük fiyatlamının nedenleri daha çok varlıkların büyüklüğü, aracı kurumun prestiji, firmanın faaliyet süresi, satışlar, teknoloji firmaları olgularına dayandırılmaktadır (Ljungqvist ve Wilhelm Jr (2003; 723-752); Ritter (2003; 421-434)).

Bu çalışmada 2004-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BIST) gerçekleşen ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlamının varlığı araştırılmıştır. Bu çalışmayla halka arz şekillerinin, aracılık türlerinin ve sektör farklılıklarının ilk gün anormal getirileri üzerindeki etkisi test edilecektir.

II. Literatür Özeti

Finans literatüründe ilk halka arzların performansı ve düşük fiyatlanması önemli bir yere sahiptir. Ritter (1984) yaptığı çalışmada, ABD'de 1960-1982 tarihleri arasında halka arz edilen 5000'in üzerinde firmanın ilk gün kapanış fiyatlarıyla, ilk halka arz fiyatlarını karşılaştırmış ve sıcak piyasa döneminde ortalama ilk gün getirisini %48, soğuk piyasa döneminde ise %16,3 bulmuştur. Ayrıca bu çalışmada halka arza aracılık eden kuruluşlar tarafından, spekülasyona maruz kalma ihtimali yüksek, küçük işletmelere ait hisse senetlerini düşük fiyatlandığını ileri sürmüştür. Ritter (1987) yaptığı diğer bir çalışmada en iyi gayret aracılığı yöntemini kullanan işletmelerin düşük fiyatlandırma düzeyi yüksek, küçük ve daha spekülatif işletmeler olduğunu tespit etmiş ayrıca en iyi gayret aracılığı yöntemi halka arz fiyatlarının bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemine göre belirlenen fiyatlardan daha düşük olduğunu sonucuna ulaşmışlardır.

Rock (1986) tarafından geliştirilen kazananın laneti modeline göre, bilgili sahibi olan (bilinçli) yatırımcılar ve bilgi sahibi olmayan (bilinçsiz) yatırımcılar olarak iki yatırımcı tipi vardır. Bilgi sahibi yatırımcılar, ilk halka arzların (İHA) yatırım kalitesini tespit edebilecek donanıma sahiptir. Yani yüksek fiyatlanmış İHA'lardan az miktarda ve düşük fiyatlanmış İHA'lardan ise daha büyük çaplı satın almalar yapmaya çalışacaklardır. Bilgi sahibi olmayan yatırımcılarsa, İHA tipleri arasındaki farklılığın farkında olmadıklarından, yüksek fiyatlanmış İHA'lardan yüksek oranlarda, düşük fiyatlanmış İHA'lardan ise düşük oranda satın almalar yapacaktır. Böylece, bilgi sahibi olmayan yatırımcılar kazananın laneti problemine maruz kalacaktır. Böyle bir durumdan İHA piyasasında işlem yapan fakat bilgi sahibi olmayan yatırımcıları korumak için riski yüklenen aracı kurumlara ihtiyaç vardır. Beatty ve Ritter (1986) de yaptıkları çalışmayla kazananın laneti modelini desteklemiş ve hisse senedinin değerine ait belirsizliğin artmasının İHA'nın düşük fiyatlandırma derecesini arttıracığına işaret etmiştir.

Lee, Taylor ve Walter (1996) Avusturalya firmalarında kısa ve uzun dönem İHA düşük fiyatlama olgusunu test ettikleri çalışmada Avusturalya

İHA'larının halka arzı takip eden üç yıl boyunca düşük performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

Booth ve Chua (1996), mülkiyet dağılımı, yüksek maliyetli bilgi ve İHA düşük fiyatlanması konusunda Amerika'da 2151 firma üzerinde yaptığı çalışmada, ortalama ilk gün getirisini %13,1 bulmuş ve en iyi gayret aracılık anlaşmasını kullanan işletmelerin, bakiyeyi yüklenin anlaşmasını kullanan işletmelerden daha düşük değerlendirildiğini göstermiştir.

Chen, Firth ve Kim (2004), tarafından Çin'de 1992-1997 yılları arasında yerli yatırımcılara satılan A-tipi hisseler ve yabancı yatırımcılara satılan B-tipi hisseler üzerinde İHA fiyatlamasını araştırılmış. B-tipi İHA'lara ait ilk gün düşük fiyat anomalisi % 10 iken, A-tipi İHA'larda bu oran % 145 olup, A-tipi hisselerine ait düşük fiyatlama ile risklilik arasında pozitif güçlü bir ilişki bulunmuştur. Chan, Wang ve Wei (2004)'nin yine Çin'de yaptığı 1993-1998 dönemine ait A ve B tipi İHA'lardaki düşük fiyatlama ve uzun dönem performansını araştırdığı çalışmada A ve B tipi İHA'larda sırasıyla %178 ve %11,6 düşük fiyatlama bulunmuştur.

Van Heerden ve Alagidede (2012) Güney Afrika'da halka arz edilen 138 firma üzerinde yaptığı çalışmada yüksek önem düzeyinde kısa dönem düşük fiyatlaması tespit etmiştir. Özellikle en büyük İHA düşük fiyatlamasının finans sektöründeki halka arzlarda olduğu görülmüştür. Yatırımcıların ilk halka arzlarda tercihlerini iyi tanınan kurumsal firmalardan yana kullandıklarını vurgulamıştır.

Ayden ve Karan (2000) İMKB'de yaptıkları çalışmada 1992-1995 periyodunda İHA edilen 70 firmaya ilişkin yaptıkları performans analizinde, bu piyasada uzun vadede düşük fiyat olgusunun söz konusu olmadığını tespit etmişlerdir. Teker ve Ömer (2011) İMKB'de 2000 yılında halka arz edilen 36 firma üzerinde yaptığı performans analizinde, ilk gün getiri oranını %11 olarak bulmuşlardır.

Orhan (2006), Türkiye'de ilk halka arz edilen 119 firmanın kısa ve uzun dönem performanslarını test etmek için yaptığı çalışmada firmaların orta ve uzun vade getiri performanslarının, kısa vadeli getiri performansından daha iyi düzeyde olduğunu belirtmiştir.

Durukan (2011) İHA işletmelerindeki sahiplik yapısı ve düşük fiyatlama olgusu arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada bu iki değişken arasında zayıf bir ilişki tespit etmiş bunun sebebini ise işletmelerin halka arz oranlarının düşük olmasına bağlamıştır.

Tükel (2011), 2000-2007 yılları arasında BİST'te halka arz edilen hisse senetleri için asimetrik bilgi kavramı çerçevesinde hisse senetlerinin düşük fiyatlanması ile uzun dönemli performansları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada ilk gün ortalama getirileri % 10,94 iken ilk ay ve 36. ayın sonundaki kümülatif normal üstü getirilerin sırasıyla % 27,95 ve % 39,74 olduğu gözlenmiştir.

Sağlam ve Çelik (2011), İMKB’de 40 firma üzerinden yaptığı çalışmada aracılık türü, arz yılı ve arzı üstlenen aracı kurumun kısa dönem düşük fiyatlandırma olgusuna bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada ilk gün anormal getiri ortalaması %11,30, ilk ay anormal getiri ortalaması %26,87 olarak bulunmuştur.

Elmas ve Amanınganeh (2013) BİST’te 1995-2010 dönemin de halka arz edilen 227 firma üzerinde çeşitli açılardan ilk gün düşük fiyatlama olgusunu test etmiştir. Çalışmada halka açılma yöntemi olarak sermaye artırımını, ortak satış ve ikisi bir arada yöntemini kullanan firmaların ilk gün getirisi sırasıyla %9,52, %8,56, %6,76 bulunmuştur. Aynı çalışmada yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmaması açısından ilk gün anormal getirileri incelenmiş ve yabancı yatırımcılara satış yapan şirketlerin ilk gün anormal getirisi %8,20, yabancı yatırımcılara satış yapmayan şirketlerin anormal getirisi ise %9,91 olarak tespit edilmiştir. Yine Türkiye’de 1994-2009 tarihleri arasında halka arz edilen 205 firma üzerinde yapılan benzer bir çalışmada, Kurtaran (2013), ilk gün getirisini %8,32 bulmuş ve düşük fiyatlandırılmış ilk halka arzlarda uzun dönemde daha yüksek performans gözlemlendiğini göstermiştir. Ünlü ve Ersoy (2013) ilk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performans belirleyicilerini test ettikleri çalışmada Seçilen halka arz şekli, kullanılan satış yöntemi ile firma yaşının düşük fiyatlamayı etkilediği ve faaliyet süresi 20 yıldan daha uzun olan firmalarla sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanarak halka arz edilen firmalarda düşük fiyatlamasının daha fazla yapıldığı tespit etmişlerdir.

III. Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışmada, Borsa İstanbul’da 2004-2014 yılları arasındaki ilk defa halka arz edilen firmalar üzerinde ilk gün düşük fiyat anomalisinin test edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, ilk defa halka arz edilen firmalar farklı sektörlerde faaliyet gösterebildiği gibi halka arz esnasında kullanılan aracılık şekli ve halka arz şekli açısından da farklılık gösterebilirler. Bu sebeple çalışmamızda firmalar üç farklı açıdan analize tabi tutulmuş ve her bir gruba ilk gün düşük fiyat anomalileri test edilerek, bahsedilen gruplar içerisinde anlamlı bir farklılığın olup olmadığı da incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (<http://www.kap.gov.tr>), Borsa İstanbul (<http://www.borsaistanbul.com>) ve Finnet (<https://www.finnet.com.tr>)’e ait internet sitelerindeki veri tabanlarından elde edilmiştir. Çalışmanın analizinde IBM SPSS Statistic 22 programından faydalanılmıştır.

Tablo 1’de görüldüğü gibi 2004-2014 yılları arasında Borsa İstanbul’da 110 firma halka arz gerçekleştirmiştir. Sektörler arasında Mali Kuruluşlar sektöründe 39, İmalat Sanayii’nde ise 31 ilk halka arz gerçekleştirilmiştir. Halka arz şekli olarak Ortak Satış yöntemini kullanan 25, Sermaye Artırımını yöntemini kullanan 33 ve her iki halka arz şeklini kullanarak halka arz edilen 52 firma vardır. Aracılık şekli olarak ise Bakiyeyi Yüklenim yöntemini kullanan

41, En İyi Gayret Aracılığı yöntemini kullanan 43 firma olup 5 firma ise herhangi bir aracılık şekli kullanmamıştır.

Tablo 1: 2004-2014 Yılları arasında BIST İlk Halka Arz Edilen Firmalar

Sektörler	İmalat Sanayii	31
	Mali Kuruluşlar	39
	Teknoloji, Ulaştırma, Haberleşme Ve Depolama	13
	Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar	15
	Diğer	12
		110
Halka Arz Şekli	Ortak Satış	25
	Sermaye Arttırımı	33
	Ortak Satış Ve Sermaye Arttırımı	52
		110
Aracılık Şekli	Bakiyeyi Yüklenim	41
	En İyi Gayret Aracılığı	43
	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	21
		105*

* Halka arz edilen 5 firma herhangi bir aracılık şekli kullanmamıştır.

Çalışmada ilk halka arz günü anormal getirisini hesaplayabilmek için ilk olarak firmaların günlük getirileri ve piyasanın günlük getirileri hesaplanmalıdır. Hisse senetlerinin t dönemi getirisi ($R_{i,t}$) şu şekilde hesaplanır.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,(t-1)}} - 1 \quad (1)$$

$P_{i,t}$; i firmasının t günündeki hisse senedi kapanış fiyatını; $P_{i,(t-1)}$; i firmasının (t-1)zamanındaki hisse senedi fiyatını yani bir gün önceki kapanış fiyatını gösterir. Ayrıca ilk gün getirileri için halka arz fiyatı baz alınmıştır. Piyasanın t dönemi getirisi ($R_{m,t}$) ise;

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,(t-1)}} - 1 \quad (2)$$

şeklinde hesaplanmıştır. Bu formülde $P_{m,t}$; piyasanın yani BIST 100 endeksinin t günündeki kapanış fiyatını; $P_{m,(t-1)}$; piyasanın bir gün önceki kapanış fiyatını gösterir. Belli bir firmanın t gününe ait anormal getirisini ise firmanın t günündeki getirisi ($R_{i,t}$) ile aynı gündeki BIST 100 endeks getirisi ($R_{m,t}$) arasındaki farktır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

Her firmaya ait halka açılmanın anormal getirileri hesaplandıktan sonra sektörler, aracılık şekilleri, halka arz şekilleri ve tüm şirketler için (4) numaralı denklem vasıtasıyla ortalama anormal getiriler hesaplanır.

$$AAR_{i,t} = \left(\frac{1}{n}\right) + \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (4)$$

Bu çalışmada, firmalara ait ortalama ilk gün anormal getirilerini test etmek için uygulanan t-testinin hipotezleri şöyledir:

H₀: İlk halka arzlara ait ilk gün getirilerinde düşük fiyat anomalisi yoktur.

H₁: İlk halka arzlara ait ilk gün getirilerinde düşük fiyat anomalisi vardır.

Ayrıca çalışmada sektörler, halka arz şekilleri ve halka arz yöntemleri olarak kategorize edilmiş gruplar arasında anlamlı bir farkın varlığını tespit için tek yönlü varyans analizi (ANOVA testi) uygulanmış ve hipotezler şu şekilde belirlenmiştir:

H₂: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri sektörler arasında bir farklılık göstermez.

H₃: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri sektörler arasında bir farklılık gösterir.

H₄: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri halka arz şekilleri arasında bir farklılık göstermez.

H₅: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri halka arz şekilleri arasında bir farklılık gösterir.

H₆: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri halka arz yöntemleri arasında bir farklılık göstermez.

H₇: İlk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri halka arz yöntemleri arasında bir farklılık gösterir.

IV. Bulgular

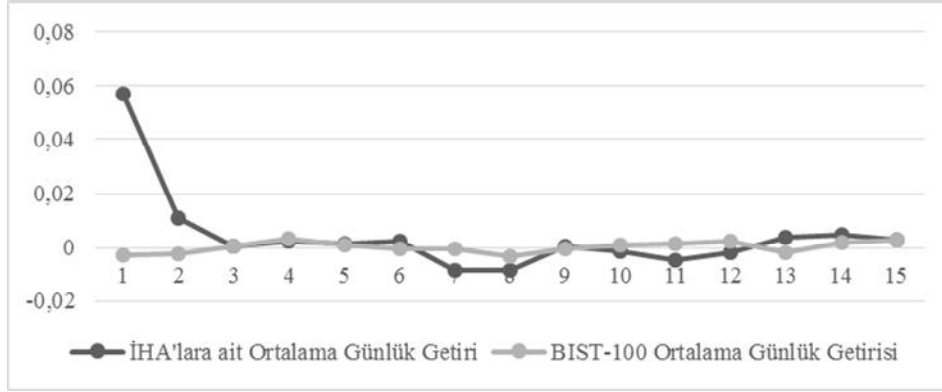
Tablo 2’de 2004-2014 yılları arasında BIST’te gerçekleşen ilk halka arzlara ilk gün anormal getirilerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler gösterilmiştir. 2004-2014 yıllarında halka arz edilen 110 firmanın ilk gün ortalama anormal getirilerinin %6 olduğu tespit edilmiştir. Sektörler arasında Mali Kuruluşlar sektörü bahsi geçen yıllarda 39 firma ilk halka arz gerçekleştirmiş olup %8,2 ile ilk gün ortalama anormal getiriler arasında en yüksek getiriye sahiptir. Bunu 31 firma ile İmalat Sanayii takip etmekte olup ortalama ilk gün getirisi %5,4’tür. Halka arz şekilleri arasında her iki yöntemi de (Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı) kullanıp ilk halka arz gerçekleştiren 52 firmanın ve ortak satışı yöntemini kullanan ortalama ilk gün getirisi %6,9’dur. Sermaye artırımı yöntemini kullanan 33 firmanın ortalama ilk gün getirisi ise %4 olarak gözlenmiştir. İlk halka arz esnasında Kısmen Bakiyeyi Yüklenim aracılık şeklini kullanan 21 firmanın ilk gün ortalama getirisi %7,7 ile bu grup içerisinde en yüksek değere sahip olup bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığı

yöntemini kullanan firmaların günlük ortalama anormal getirileri sırasıyla, %5,8 ve %5,2'dir. Ayrıca modele ait standart sapma ise %9,7 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sektörler	İmalat Sanayii	31	0,0541	0,1052	0,0189
	Mali Kuruluşlar	39	0,0826	0,0957	0,0153
	Teknoloji, Ulaştırma, Hab. Dep.	13	0,0554	0,0811	0,0225
	Toptan ve Perakende	15	0,0333	0,1036	0,0268
	Diğer	12	0,0464	0,0921	0,0266
	Toplam	110	0,0607	0,0975	0,0093
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı	25	0,0690	0,0928	0,0186
	Sermaye Arttırımı	33	0,0404	0,0922	0,0160
	Ortak Satışı ve Sermaye Arttırımı	52	0,0689	0,1029	0,0143
	Toplam	110	0,0604	0,0976	0,0093
Aracılık Şekli	Bakiyeyi Yüklenim	41	0,0584	0,0937	0,0146
	En İyi Gayret Aracılığı	43	0,0523	0,0995	0,0152
	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	21	0,0776	0,1011	0,0221
	Toplam	105	0,0598	0,0971	0,0095

Aşağıda ilk halka arz eden firmaların ortalama günlük getirileriyle, BIST-100 endeksinin halka arzların gerçekleştiği günde kapsayan 15 günlük ortalama getirileri Şekil (Grafik) 1 vasıtasıyla karşılaştırılmıştır. Grafikte ilk halka arz esnasındaki ortalama ilk gün getirisi %6 iken aynı dönemleri kapsayan BIST-100 endeksinin günlük getirisi negatif olduğu gözlemlenmektedir. İlk halka arzı takip eden ikinci güne ait ortalama getiri %1 iken piyasanın getirisi yine negatiftir. Sonraki günlerde ise firmaların günlük getirisiyle piyasa getirisi arasındaki fark kapanmıştır.



Şekil 1: İlk Halka Arz Firmaları ve BIST-100 Endeksine Ait Günlük Getiriler

Tablo 3'te ilk halka arzı takip eden beş gün boyunca hesaplanan ortalama anormal getirilerin t istatistikleri test edilmiştir. Sonuçlara bakıldığında birinci gün ortalama anormal getirilerinin Toptan Perakende Ticareti ve Diğer sektör grupları hariç veri setindeki bütün gruplarda anlamlı olduğu tespit edilmiştir. İlk gün getirilerinin anlamlılık düzeyi sermaye artırım yönteminde %5, diğer sektör ve yöntemlerde %1 olarak bulunmuştur. Bu sonuca göre ilk halka arzlarda ilk gün düşük fiyat anomalisinin varlığı tespit edilmiş ve H_0 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3: İlk Halka Arzı Takip Eden Günlerdeki Ortalama Anormal Getirileri

		N	1. Gün	2. Gün	3. Gün	4. Gün	5. Gün
Sektörler	İmalat Sanayii	31	2,865*	1,47	-0,784	0,609	0,941
	Mali Kuruluşlar	39	5,39*	0,825	0,98	-0,754	0,653
	Teknoloji, Ulaştırma, Hab. Dep.	13	2,461*	1,171	0,581	-1,141	-0,046
	Toptan ve Perakende Tic.	15	1,243	1,07	0,931	-0,108	-1,384
	Diğer	12	1,745	0,292	-1,051	0,717	0,141
Halka Arz Şekli	Ortak Satış	25	3,717*	2,245**	1,285	0,255	0,639
	Sermaye Artırımı	33	2,518**	0,319	0,029	-0,551	0,898
	Ortak Satış ve Sermaye Artırımı	52	4,827*	0,947	-0,715	-0,145	0,169
Aracılık Şekli	Bakiyeyi Yüklenim	41	3,993*	0,909	-0,022	-0,584	0,24
	En İyi Gayret Aracılığı	43	3,448*	2,25**	0,141	-0,547	0,715
	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	21	3,518*	0,7	0,856	0,763	-0,118
TÜMÜ		110	6,525*	2,097**	0,507	-0,172	0,426

* %1 önem düzeyinde, **%5 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3'ü tekrar incelediğimizde ilk halka arzı takip eden günler içinde ikinci gün sonuçlarında yer alan ortak satışı, en iyi gayret aracılığı ve tüm firmalar grubu hariç anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. İkinci gün için tüm firmalar grubu, ortak satış yöntemi ve en iyi gayret aracılığı yöntemi %5 düzeyinde anlamlılığa sahiptir. Bu sonuca göre BIST-100'de gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük de olsa ikinci gün anormal getirilerin mevcut olduğunu söyleyebiliriz.

Çalışmamızda bir sonraki aşamada, ilk gün anormal getirileri esas alınarak sektörler, halka arz şekilleri ve aracılık şekilleri arasında anlamlı bir farklılığın tespiti için tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır. Tek yönlü varyans analizi uygulayabilmemiz için varyansların homojenlik varsayımını gereğince gruplara ait varyanslar homojenlik testine tabi tutulmuş, homojenlik test sonuçları Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: Varyansların Homojenliği Testi

	Levene Statistic	df1	df2	<i>p</i>
Sektörler	,866	4	105	,487
Halka Arz Şekli	,549	2	107	,579
Aracılık Şekli	,277	2	102	,758

Tablo 4'te sektörler, halka arz şekilleri ve aracılık şekillerine ait *p* değerleri sırasıyla %48, %57 ve %75 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlar %95 güven düzeyinde *p* değeri %5 'ten büyük olduğu için sonuçların istatistiksel olarak anlamsız olup varyansların homojen dağılım gösterdiğini ifade eder.

Tablo 5: Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA Testi)

		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	<i>p</i>
Sektörler	Gruplar Arasında	,034	4	,009	,894	,470
	Gruplar İçinde	1,002	105	,010		
	Toplam	1,036	109			
Halka Arz Şekli	Gruplar Arasında	,019	2	,009	,988	,376
	Gruplar İçinde	1,019	107	,010		
	Toplam	1,038	109			
Aracılık Şekli	Gruplar Arasında	,009	2	,005	,481	,619
	Gruplar İçinde	,972	102	,010		
	Toplam	,981	104			

Tek yönlü varyans analizine ait Tablo 5 incelendiğinde ilk halka arzlardaki ilk gün anormal getirilerinin sektörel olarak farklılık gösterip göstermediği H_2 ve H_3 hipotezleriyle test edilerek p değeri %47 olarak tespit edilmiştir. Bu değeri %5'ten büyük olduğu için istatistiki olarak anlamsız olup H_2 hipotezi kabul edilir. Yani ilk halka arzlarda ilk gün anormal getirileri sektörler arasında bir farklılık göstermemektedir. İlk halka arzlardaki ilk gün anormal getirilerinin halka arz şekilleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığını test ettiğimiz H_4 ve H_5 hipotezlerimizde p değeri %37 olarak tespit edilmiş olup gruplar arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiş ve H_4 hipotezi kabul edilmiştir. İlk halka arzlardaki ilk gün anormal getirilerinin aracılık şekillerine göre farklılığını test ettiğimiz H_6 ve H_7 hipotezlerimizde p değeri %61 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuca göre ise aracılık şekli grupları arasında da anlamlı bir ilişki tespit edilememiş ve H_6 hipotezi kabul edilmiştir.

V. Sonuç

Tam rekabet şartlarının hüküm sürdüğü günümüz piyasalarında belli büyüklüğe ulaşan şirketler ihtiyaç duydukları fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek, likidite sıkıntısını gidermek, kurumsallaşma ve vergi avantajı sağlamak, şirket prestijini, saygınlığını, tanınırlığını arttırabilmek ve benzeri sebeplerle halka açılma yoluna gidebilmektedirler.

Son yıllarda ilk halka arzlardaki düşük fiyatlama olgusu dünya genelinde çok sayıda akademisyen tarafından tartışılan en önemli konulardan biridir. Çalışmalarda genel olarak ilk gün düşük fiyat anomalisi, ilk halka arzların kısa dönem performansları ve uzun dönem performansları incelenmiştir.

Bu çalışmada ilk kısmında 2004-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk halka arz gerçekleştiren 110 firmaya ait ilk gün düşük fiyat anomalileri sektörel açıdan ve halka arz esnasında kullanılan halka arz ve aracılık şekilleri açısından test edilmiştir. Ayrıca çalışmanın ikinci kısmında, kendi içinde ayrı ayrı gruplandırılmış verilere sahip olan sektörler, halka arz şekilleri ve aracılık şekilleri arasında anlamlı bir farklılığın varlığı test edilmiştir.

Türkiye sermaye piyasasında 2004-2014 döneminde toplam 110 halka arz gerçekleşmiş olup bu halka arz işlemlerinin 39'u mali piyasalarda, 31'i halka arz imalat sanayiinde gerçekleşmiştir. Ülkemizde halka arz şekli olarak üç yöntem kullanılmaktadır. Bahsi geçen dönemde 25 firma ortak satışı yöntemini, 33 firma sermaye artırımı yöntemini ve 52 firma her iki yöntemi birlikte kullanarak halka arz gerçekleştirmiştir. Yine ülkemizde aynı dönemde ilk halka arz esnasında bakiyeyi yüklenim aracılık şeklini kullanan 41 firma, en iyi gayret aracılık şeklini kullanan 43 firma ve kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemini kullanıp halka arz gerçekleştiren 23 firma mevcuttur.

Çalışma sonucunda halka açılan bu dönemde halka açılan 110 firmaya ait ilk gün ortalama anormal getirileri %6'dır. Halka arzların sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getirileri, imalat sanayiindeki 31 firma için %5,4; mali

piyasalarda faaliyet gösteren 39 firma için %8,2; teknoloji, ulaştırma ve haberleşme sektöründeki 13 firma için %5,4; toptan ve perakende ticareti sektöründeki 15 firma için %3,3 ve diğer sektörler grubundaki firmalar için bu oran %4,6'dır.

İlk halka arzlarda halka arz şekli olarak ortak satışı yöntemini kullanan 25 firma için ortalama ilk gün getirisi %6,9, sermaye artırımı yöntemini kullanan 33 firma için bu oran %4 ve halka arz esnasında her iki yöntemi birlikte kullanan 52 firma için ilk gün ortalama anormal getiri oranı %6,8 olarak tespit edilmiştir.

Aracılık yöntemi olarak bakiyeyi yüklenim yöntemini kullanan 41 firmanın ilk gün ortalama anormal getirisi %5,8; en iyi gayret aracılığı yöntemini kullanan 43 firmaya ait ortalama anormal getiri %5,2 ve kısmen bakiyeyi yüklenim aracılık şeklini kullanan 21 firmanın ilk gün ortalama anormal getirileri ise %7,7 olarak tespit edilmiştir.

Yapılan çalışmanın ikinci aşamasında ilk halka arzlarla ait ilk gün ortalama anormal getirilerinin sektörelere, ilk halka arz şekilleri ve aracılık şekilleri gruplarına göre anlamlı bir farklılığın varlığı test edilmiş, ancak alt gruplar arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Sonuç olarak, bu çalışmada test edilen ilk halka arzlardaki ilk gün anomalisi Borsa İstanbul'daki halka arzlarda da mevcut olduğu tespit edilmiş, en yüksek ortalama anormal getiri sektörler arasında mali kuruluşlara, halka arz şekilleri arasında ortak satışı yöntemini kullanan firmalar ile her iki satış yöntemini kullanan firmalara, halka arzda kullanılan aracılık şekli grubunda ise en yüksek anormal getiri kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemini kullanan firmalara aittir.

Kaynaklar

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. 7. Baskı. Avcıol Matbaası. İstanbul.
- Ayden, T., & Karan, M. B. (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi. *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(3), 1-10.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15(1), 213-232.
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 291-310.
- Borsa İstanbul, (<http://www.borsaistanbul.com>).
- Chan, K., Wang, J., & Wei, K. J. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 409-430.
- Chen, G., Firth, M., & Kim, J.-B. (2004). IPO underpricing in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(3), 283-302.

- Durukan, M. B. (2011). IPO underpricing and ownership structure: evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs*, 263.
- Elmas, B., & Amanınganeh, M. (2013). BIST'de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlandırma Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi: 1995-2010 Dönemi. *Journal of Economics & Administrative Sciences/Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(2), 217-241.
- Finnet, (<https://www.finnet.com.tr>).
- Kamuyu Aydınlatma Platformu, (<http://www.kap.gov.tr>).
- Kurtaran, A. T. (2013). Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (11), 185-210.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (1996). Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking & Finance*, 20(7), 1189-1210.
- Ljungqvist, A., & Wilhelm Jr, W. J. (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *Journal of Finance*, 723-752.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165-199.
- Orhan, 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.
- Ritter, J. R. (1984). The "hot issue" market of 1980. *Journal of Business*, 215-240.
- Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281.
- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO markets. *European Financial Management*, 9(4), 421-434.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1), 187-212.
- Sağlam, G. Y., & Çelik, A. E. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Düşük Fiyatlandırma Ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma. *Dogus University Journal*, 12(2).
- SPK. *Sermaye Piyasası Kanunu*. 2499 Numaralı Kanun, Yayımlandığı R.Gazete : Tarih : 30/7/1981, Sayı : 17416.
- Teker, S., & Ömer, E. (2011). The performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in year 2000. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1), 117-128.
- Tükel, A. (2011). Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 7(4), 127-144.
- Ünlü, U., & Ersoy, E. (2013). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği. *Dokuz*

Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 23(2), 243-258.

Van Heerden, G., & Alagidede, P. (2012). Short run underpricing of initial public offerings (IPOs) in the Johannesburg Stock Exchange (JSE). *Review of Development Finance*, 2(3), 130-138.