



Prof. Dr. Hüseyin Dağlı



Arş. Gör. Ahmet Kurtaran

# İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Unsurlar: Türkiye Örneği

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI  
Arş. Gör. Ahmet KURTARAN

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

## Özet

İlk halka arzlarda hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasına yol açan çeşitli etmenler bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1993-2005 döneminde gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı etkileyen unsurları araştırmak ve bu unsurların düşük fiyatlandırmayı ne derecede ve hangi yönde etkilediğini tespit etmektir. Bu amaçla öncelikle literatürde yapılan çalışmalar incelenerek düşük fiyatlandırmaya yol açan faktörler belirlenmiş, daha sonra bu faktörlerin İMKB'de gerçekleşen ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma düzeyine etkileri çoklu doğrusal regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Yapılan incelemede, aracılık şekli ile satış yönteminin ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı etkilediği sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Düşük fiyatlandırma, ilk halka arz, ilk getiri.

## Abstract (The Determinants of Underpricing on Initial Public Offerings: Evidence of Turkey)

There are various factors affecting underpricing of initial public offerings. The aim of this study is to investigate the factors affecting the underpricing of the initial public offerings in ISE for the period of 1993-2005 and to determine their effects on underpricing. For this purpose, firstly, it is indicated the factors causing underpricing by reviewing of related studies in literature. Afterwards, the effects of these factors are analysed by multiple linear regression for initial public offerings in ISE. According to the results, it is concluded that underwriting and the selling method affect the underpricing of initial public offerings

**Key Words:** Underpricing, initial public offerings, initial return.

## 1. Giriş

Halka kapalı şirketler ihtiyaç duydukları sermayeyi halka açılmak suretiyle karşılayabilirler. Bunun için sermayelerinin belli bir bölümünü temsil eden hisse senetlerini yatırımcılara ilk halka arz yoluyla satarlar. Satışta belirlenen fiyatlar, hisse senetlerinin gerçek değerini her zaman tam olarak yansıtmayabilir. Fiyatların gerçek değerinin altında belirlenmesi, düşük fiyatlandırma kavramının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Düşük fiyatlandırma aynı zamanda, yatırımcıların ve ilk halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşların, arza konu olan hisse senetlerinin gerçek değeri hakkında farklı bilgilere sahip

olmalarından da kaynaklanmaktadır. Düşük fiyatlandırma söz konusu olduğunda, halka arzdan hemen sonra hisse senetlerinin borsada önemli ölçüde değer kazandığı görülmektedir.

Düşük fiyatlandırmaya yönelik pek çok teori ortaya atılmıştır. Bu teorilere göre düşük fiyatlandırma genellikle arza konu olan hisse senetlerinin sahibi olan firmalara ait riskin bir bedeli olarak ifade edilmektedir (Knopf ve Teall, 1999: 51).

Literatürde ilk halka arzlarda hisse senedi fiyatlarının düşük belirlendiğini ortaya koyan çok sayıda çalışma yer almaktadır. Yapılan bu çalışmaların çoğunluğu ABD, Kanada, İsviçre, Avustralya ve İngiltere gibi gelişmiş piyasaları

kapsamakta olup gelişen hisse senedi piyasaları (emerging stock markets) ile ilgili ilk halka arz çalışmaları nispeten daha azdır.

Loughran (1994) yaptığı çalışmada, gelişmiş ve gelişen piyasalardaki halka arzları incelemiş ve gelişen piyasalardaki halka arzlarda daha fazla düşük fiyatlandırma yapıldığını ortaya koymuştur. Tinic(1988)'e göre düşük fiyatlandırma, halka arza aracılık eden kuruluşları korumaya yönelik bir tür sigortadır. Greenblatt ve Hwang (1989)'a göre düşük fiyatlandırma, ihraççı firmanın değerini ve yatırımcıların bekledikleri getirilerin risk derecesini yansıtan bir göstergedir.

Booth ve Smith (1986) hipotezlerinde; hisse senedi fiyatlarının, firmaların beklenen performanslarıyla ilgili kamuya duyurulmamış bilgilerin tamamını yansıtmaması halinde halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşların prestijlerinin riske girdiğini ileri sürmüşlerdir. Bu açıdan bakıldığında düşük fiyatlandırma, halka arza aracılık eden şirketlerin prestijlerinin hem değerini belirlemede hem de korunmasını sağlamaktadır.

Benveniste ve Spindt(1990)'e göre bilgi sahibi olan yatırımcılar bu bilgilerini halka arzdan önce aracı kuruluşlarla paylaşırlar. Bu nedenle düşük fiyatlandırma, hisse senetlerini halka arz eden firmalarla ilgili bilgi sahibi olan yatırımcıların sahip olduğu bilgiyi de yansıtmaktadır.

## **2. Düşük Fiyatlandırmaya Yol Açan Faktörler**

Halka arzlarda aracı kuruluşlar bazen ihraççı kuruluşlara hisse senetlerinin piya-saya sürüldüğü anda satılmasını taahhüt edebilirler. Bu taahhütlerini yerine getire-bilmek için hisse senetlerinin fiyatlarını gerçek değerinin altında belirleyerek satışı kolaylaştırmaya çalışırlar. Bu durum düşük fiyatlandırmaya yol açan faktörlerden biri olarak görünmektedir(Hirt, 2004 s.227).

Beatty ve Ritter(1986) çalışmalarında; bir halka arzın değerindeki belirsizlik ne kadar yüksekse, beklenen düşük fiyatlan-

dırma düzeyinin de o kadar yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Beatty ve Ritter ile Rock(1986)'a göre düşük fiyatlandırma genellikle gelecekteki belirsizlik ile ilişkilidir. Bu çalışmalara göre; düşük fiyatlandırma düzeyi ile yeni bir arzın beklenen belirsizliği arasında pozitif bir ilişki vardır. Beklenen belirsizliği direkt olarak ölçmek mümkün olmadığı için yapılan çalışma-larda temsili olarak birçok değişken kullanılmıştır. Kıymaz (2000) çalışmasında bu belirsizliği ölçmek için üç değişken kullanmıştır. Bunlar; firmaların büyüklüğü (toplam varlıkları), halka arzdan sağlanan gelir ve firmaların yaşıdır. Kıymaz, bu üç değişkenin de düşük fiyatlandırmaya etki-sinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Mok ve Yui (1998) Çin'deki ilk halka arzlar için yaptıkları çalışmada, hisse senetleri ile ilgili bilgilerin çabuk yayılmasının, düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörlerden birisi olduğuna işaret etmişlerdir.

Chen, Firth ve Kim(2000) çalışmalarında düşük fiyatlandırmanın nedeni olarak üç önemli faktör üzerine yoğunlaşmışlardır. Bunlarda ilki; uzun süren kotasyondur. Kotasyondaki gecikme, riskli halka arzların bir ölçüsüdür ve bu yüzden yatırımcılar belirsizliğe girme karşılığında ilave bir risk primi talep ederler. Bu ise hisse senetlerinin daha düşük fiyattan arz edilmesine sebep olur. İkinci önemli faktör; ihraççı kuruluşların sonraki dönemlerde tekrar halka arz gerçekleştirme ihtimal-leridir. İlk halka ardan sonraki ilk birkaç yılda başka hisseler satmak için yatırımcılara geri dönen firmaların, ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma derecesi genellikle daha fazladır. Böylece daha sonraki arzlarda bu firmaların hisse senetleri daha cazip hale gelmektedir. Üçüncü önemli faktör; firmaların mülkiyet yapısıdır. Yönetim mülkiyetinin yüksek olması temsil maliyetlerini artırmakta ve firmaların likiditesini azaltmaktadır. Yatırımcılar düşük likiditeyi ve yüksek temsil maliyetlerini karşılamak için daha fazla düşük fiyatlandırma talep etmektedirler.

Rock (1994) yaptığı çalışmada, gerekli bilgileri edinen yatırımcıların bu avantajlardan yatırım esnasında yararlandıklarını, düşük fiyatlandırmanın bilgi sahibi olmayan yatırımcılar tarafından beklenen riskin bir sonucu olduğunu tespit etmiştir. Rock'a göre düşük fiyatlandırma, halka arzların gelecekteki belirsizliğinin artan bir fonksiyonudur. Beatty ve Ritter(1996), Rock'ın çalışmasındaki modeli ve bulgularını genişleterek konuyu araştırmışlar ve benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Huibers (1994) yaptığı çalışmayla, ilk halka arzlarda kamu sektöründe özel sektöre oranla daha fazla düşük fiyatlandırma olduğunu saptamıştır.

Dongwei ve Belton(1999), Çin'deki ilk halka arzlar için yaptıkları çalışmada aşağıdaki üç faktörün düşük fiyatlandırmayı açıkladığını ortaya koymuşlardır:

- Modern finansal piyasalarla birlikte piyasa ekonomisine doğru bir geçişin yaşanması,
- Ekonomik belirsizliklerin fazla olması,
- Rüşvet ve yolsuzluk,
- Halka arzın ilan edilmesi ile ilk işlem günü arasındaki sürenin uzaması.

### 3. Düşük Fiyatlandırma Düzeyinin Belirlenmesi

Mok ve Hui(1998)'ye göre ilk halka arzların düşük fiyatlandırma derecesi; hisse senetlerini halka arz eden firmaların gerçek değeri, beklenen getirilerinin risk derecesi ve söz konusu firmaların mülkiyet yapısıyla pozitif ilişkiye sahiptir.

Kirkulak ve Davis(2005) yaptıkları çalışmada düşük fiyatlandırma düzeyinin, büyük ölçüde yatırımcı talebi tarafından belirlendiğini ortaya koymuşlardır. Yine aynı çalışmada düşük fiyatlandırma ile aracı kuruluş prestiji arasındaki ilişki incelenmiş ve aracı kuruluş prestijinin düşük fiyatlandırma üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yapılan çalışmalarda düşük fiyatlandırma düzeyini ölçmek için farklı

yöntemler kullanılmıştır. Mok ve Hui(1998) çalışmalarında kullandıkları formül şu şekildedir:

$$DF_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}} \quad (1)$$

Burada;

$DF_i$  :  $i$  hisse senedine ait düşük fiyatlandırma oranını,

$P_{i1}$ :  $i$  hisse senedinin ilk günkü kapanış fiyatını,

$P_{i0}$ :  $i$  hisse senedinin halka arz fiyatını göstermektedir.

Yine aynı çalışmaya göre "n" sayıdaki halka arz için ortalama düşük fiyatlandırma ise şu formül yardımıyla hesaplanabilir:

$$OrtDF = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{P_{i1}}{P_{i0}} \quad (2)$$

Chen, Firth ve Kim(2003)'in düşük fiyatlandırma veya ilk gün getirisinin ölçümü ise şöyledir:

$$IGG = \frac{P_1}{P_0} - \frac{I_1}{I_0} \quad (3)$$

Burada;

$IGG$  : İlk gün getirisini,

$P_1$ : İlk günkü kapanış fiyatını,

$P_0$ : Halka arz fiyatını,

$I_1$ : İlk Günün sonundaki piyasa endeksini,

$I_0$ : Halka arz tarihindeki piyasa endeksini göstermektedir.

Birçok çalışmada düşük fiyatlandırma düzeyinin bir göstergesi olarak genellikle kapanış fiyatından ilk getiri (closing initial return) kullanılmakta ve şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$IG = \frac{IIF - HAF}{HAF} \quad (4)$$

Burada;

$IG$ : İlk getiriyi,

$IIF$ : İlk işlem fiyatını,

$HAF$ : Halka arz fiyatını göstermektedir.

Buna alternatif olarak da açılış fiyatından ilk getiri (opening initial return) kullanılmaktadır. Açılış fiyatından ilk getiri; açılış fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki farkın halka arz fiyatına oranlanmasıyla hesaplanır.

#### 4. Araştırmanın Kapsamı

Çalışma, 1993-2005 yılları arasında Türkiye’de halka açılan ve İMKB’ye kote

edilen mali sektör dışındaki sektörlerde yer alan şirketler için yapılmıştır. Bu bağlamda toplam 120 ilk halka arz araştırma kapsamına alınmıştır.

Tablo 1’de 1993-2005 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların yıllar itibariyle sayıları, aracılık şekli ve satış yöntemiyle ilgili bilgiler verilmektedir.

**Tablo 1. Yıllar İtibariyle İMKB’deki İlk Halka Arzlar**

Yıllar	Toplam İlk Halka Arz	Satış Yöntemi		Aracılık Şekli	
		Talep Toplama	Borsada veya Direkt Satış	En İyi Gayret	Bakiyeyi Yüklenim
1993	16	1	15	3	13
1994	25	23	2	8	17
1995	29	23	6	6	23
1996	27	24	3	5	22
1997	29	29	-	1	28
1998	20	19	1	1	19
1999	10	8	2	-	10
2000	35	34	1	-	35
2001	1	1	-	-	1
2002	3	3	-	-	3
2003	2	-	2	-	2
2004	12	10	2	-	12
2005	7	3	4	-	7

#### 5. Veri ve Yöntem

Araştırmada kullanılan veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nden elde edilmiştir. Düşük fiyatlandırma düzeyinin belirlenmesinde (4) nolu ilk getiri denklemi kullanılmıştır. Düşük fiyatlandırma yola açan unsurlar olarak aşağıdaki değişkenler modele dahil edilmiştir.

*Halka arz oranı:* Şirketlerin hisselerini ne oranda halka arz ettiği, yatırımcılar için ilk halka arzlarda önemli bir göstergedir. Leland ve Pyle(1977) yaptıkları analizde, firmaların mülkiyet yapısının, firmanın değeri ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Keasey ve Short (1992)’a göre, sermayedarların şirket üzerindeki mülkiyeti yükseldikçe yatırımcılar

açısından belirsizlik azalmaktadır. Çünkü yatırımcılar açısından bakıldığında sermayedarların yüksek mülkiyete sahip olması güveni artırmaktadır.

*Aktif Devir Hızı:* Hisse senetlerini halka arz etmek isteyen firmaların faaliyet risklerinin düşük fiyatlandırmayı etkileyip etkilemediğini belirlemek için halka arzdan önceki aktif devir hızı modele dahil edilmiştir. Corwin (2003), çalışmasında düşük fiyatlandırmayla firmaların faaliyetleri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını tespit etmiştir.

*Aktif Karlılık Oranı:* Halka açılmak isteyen firmaların faaliyet karlılıklarının düşük fiyatlandırmaya herhangi bir etkisinin olup olmadığını, eğer varsa düşük fiyatlandırmayı hangi yönde etkilediğini araştırmak için aktif karlılık oranı modele

dahil edilmiştir. Dongwei ve Belton(1999) çalışmalarında, yüksek karlılık oranına sahip firmaların hisse senetlerindeki düşük fiyatlandırma düzeyinin daha az olduğunu saptamışlardır. Aktif karlılık oranının düşük fiyatlandırmaya etkisini ölçerken halka arzdan bir yıl önceki aktif karlılık oranı dikkate alınmıştır.

*Aracı Kuruluş Prestiji:* Birincil piyasada menkul kıymetlerin ihraççı firmalar ile yatırımcılar arasında akışının sağlanma-sında yatırım bankalarından ya da yatırım bankacılığı fonksiyonunu üstlenmiş diğer banka ve aracı kurumlardan yararlanır (DAĞLI, 2004 s.54). Hisse senetlerini halka arz edecek olan firmalar, bu arza aracılık eden kurumları iyi seçmelidirler. Bu kurumların prestiji, yatırımcı açısından da öneme sahiptir. Carter ve Manaster (1990) ile Megginson ve Weiss (1991), çalışmalarında aracı kuruluş prestijinin düşük fiyatlandırmaya etkisini incelemişler ve ikisi arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Aracı kuruluş prestiji modele dahil edilirken, halka arza aracılık eden kuruluşlar yüksek prestijli ve düşük prestijli aracı kuruluş olarak iki gruba ayrılmıştır. Hangi aracı kuruluşun yüksek prestijli olduğunun belirlenmesi için ise Megginson ve Weiss (1991)'in çalışmalarında uyguladıkları yöntem kullanılmıştır. Buna göre, mevcut dönem içerisinde aracı kuruluşların lider veya eşlider olarak yer aldıkları halka arzlardaki satış hasılatları toplanmıştır. Daha sonra aracı kuruluşlar, katıldıkları arzlarda elde ettikleri satış hasılatına göre en yüksekten en düşüğe doğru sıralanmıştır. Bu sıralamada ortalamadan yüksek satış hasılatı elde eden aracı kuruluşlar yüksek prestijli, ortalamadan düşük satış hasılatı elde eden aracı kuruluşlar ise düşük prestijli olarak sınıflandırılmıştır.

*Halka Arza Aracılık Şekli:* Hisse senetlerinin halka arzında aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşlar ihracatçı şirketle underwriting adı altında bir satış yüklenim veya diğer bir adıyla aracılık yüklenim anlaşması yaparlar. Satış yüklenim

anlaşması aşağıdaki gibi üç değişik şekilde yapılabilir:

- Tam satış yüklenimi anlaşması
- Bakiyeyi yüklenim anlaşması
- En iyi gayret anlaşması

Çalışmanın kapsadığı dönem içerisinde halka arzlarda tam satış yüklenimi gerçekleşmemiştir. 216 adet ilk halka arzın %88,9'u bakiyeyi yüklenim anlaşmalarıyla satışa sunulmuştur. Geriye kalan halka arzlarda ise en iyi gayret yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada, düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörlerden halka arza aracılık şekli kukla değişken olarak yer almaktadır.

*Satış Yöntemi:* Halka arz edilecek menkul kıymetler için üç çeşit satış yöntemi mevcuttur. Bunlar;

- Talep toplama yöntemi,
- Direkt satış yöntemi,
- Borsada satış yöntemi.

*Talep toplama yöntemi,* satışa sunulan menkul kıymetlere yatırımcılardan gelen tekliflerin toplanması, değerlendirilmesi ve menkul kıymetlerin bu talepler doğrultusunda yatırımcılar arasında dağıtılması işlemidir. Sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcıların teklifleri toplanır. Katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yapar. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlarda, satışa sunulan menkul kıymetlerle ilgili asgari bir satış fiyatı belirlenir ve bu fiyatın üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. *Direkt satış yöntemi,* satılmak istenen menkul kıymetlerin fiyatlarının ihracatçı ya da aracı kuruluş tarafından tespit edilerek yatırımcılardan talep toplamaksızın doğru-dan doğruya halka arz edilmesi işlemidir. *Borsada satış yöntemi,* SPK'dan onay almak suretiyle menkul kıymetlerin halka arzının, İMKB yönetmeliği çerçevesinde borsada yapılmasıdır. Çalışmanın kapsadığı dönem içerisinde ilk halka arzların ço-

ğunluğu talep toplama yöntemi kullanılmıştır. Bu dönemdeki ilk halka arzların %85,1'i talep toplama yöntemiyle, geri kalan %14,9'u ise borsada veya direkt satış yöntemiyle gerçekleşmiştir. Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994), halka arz edilecek olan hisse senetleri için tercih edilen satış yönteminin düşük fiyatlandırmaya herhangi bir etkisinin olup olmadığını araştırmışlar ve sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlarda düşük fiyatlandırma düzeyinin arttığını tespit etmişlerdir.

Yukarıda açıklanan değişkenlerin düşük fiyatlandırma düzeyine etkisini ölçmek için çalışmada çoklu doğrusal regresyon yöntemi kullanılmıştır. Model, aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$DFD = \alpha_0 + HAO \beta_1 + KSY \beta_2 + KHAŞ \beta_3 + KAKP \beta_4 + ADH \beta_5 + AKO \beta_6$$

Burada;

DFD: Düşük Fiyatlandırma düzeyini,

HAO: Halka arz oranını,

KSY: İlk halka arzda tercih edilen satış yöntemini kukla değişken olarak göstermektedir. Eğer tercih edilen satış yöntemi talep toplama yöntemi ise değişkenin değeri "1", aksi halde "0" dir.

KHAŞ: İlk halka arzdaki aracılık şeklini kukla değişken olarak ifade etmektedir. İhraççı firmalarla aracı kuruluşlar arasındaki satış yüklenim

anlaşması bakiyeyi yüklenim ise değişkenin değeri "1", aksi halde "0" dir.

KAKP: Aracı kuruluş prestijini kukla değişken olarak göstermektedir. Eğer ilk halka arz yüksek prestijli aracı kuruluş ile gerçekleştirilmişse değişkenin değeri "1", aksi halde "0" dir.

ADH: Halka arzdan bir yıl önceki aktif devir hızını göstermektedir. Bu oran, net satışların toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanmıştır.

AKO: Halka arzdan bir yıl önceki aktif karlılık oranını göstermektedir. Bu oran, faiz ve vergiden önceki karın toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanmıştır.

## 6. Bulgular

Tablo 2, 1993-2005 yılları arasındaki ilk halka arzların düşük fiyatlandırılmasıyla ilgili özet istatistiklerini göstermektedir. Söz konusu dönemde toplam 120 ilk halka arz araştırma kapsamına alınmıştır. Bu halka arzlardan 92'si düşük fiyatlandırılmıştır. Diğer bir ifadeyle 92 adet ilk halka arzın ilk getirisi pozitifdir. Geriye kalan 17 ilk halka arzda yatırımcıların ilk getirisi eksi yönde oluşmuş, 11'inde ise yatırımcılar için ilk günde kazanç veya kayıp söz konusu olmamıştır. Söz konusu dönemdeki arzların ilk getiri ortalamasıyla medyan değerleri arasında önemli bir fark yoktur. Ortalama ilk getiri %13.88 iken medyan ilk getiri oranı ise %10'dur.

**Tablo 2. Düşük Fiyatlandırma ile İlgili Özet İstatistikler**

Değerlemeye Alınan Toplam Firma Sayısı	120
Hisseleri Düşük Fiyatlandırılmış Firma Sayısı	92
Hisseleri Yüksek Fiyatlandırılmış Firma Sayısı	17
Hisselerinin İlk İşlem Fiyatıyla Halka Arz Fiyatı Aynı Olan Firma	11
İlk Getiri Ortalaması (%)	13.88
İlk Getiri Standart Sapması	0.293
İlk Getiri Medyanı	0.10
İlk Getirisi Ortalamanın Altında Olan Hisse Sayısı	75
İlk Getirisi Ortalamanın Üstünde Olan Hisse Sayısı	45

Tablo 3'te düşük fiyatlandırma düzeyinin belirleyicilerine yönelik olarak uygu-

lanan regresyon denkleminin sonuçları verilmiştir. Analizin genel değerlendir-

mesine bakıldığında; F değeri 0,01 düzeyinde anlamlı çıktığı için modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Durbin-Watson istatistiğinin 2,190 olması, modelde otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenlerin duyarlılık katsayılarına gelindiğinde ise, düşük fiyatlandırma düzeyini en çok etkileyen faktörün aracılık şekli olduğu görülmektedir. Aracılık şeklinin duyarlılık katsayısı negatif çıkmıştır ve istatistiki olarak 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Yani ilk halka arzlarda firmalarla aracı kuruluşlar arasında satış yüklenim anlaşması olarak yapılan bakiyeyi yüklenim anlaşmaları, düşük fiyatlandırma düzeyini %19,8 oranında azaltmaktadır. Aktif Karlılık Oranına bakıldığında ise, bu oranın düşük fiyatlandırma düzeyini olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Firmaların aktif karlılık oranları yükseldikçe halka arzlarda daha fazla düşük fiyatlandırma yaptıkları söylenebilir. Diğer bir ifadeyle, daha yüksek aktif karlılığa sahip olan

firmalar, daha çok düşük fiyatlandırma tercih etmektedirler. Satış yöntemine bakıldığında ise; bu değişkenin işareti negatif çıkmıştır ve istatistiki olarak 0,10 düzeyinde anlamlıdır. İlk halka arzlarda firmaların hisse senetlerini talep toplama yöntemiyle satışa sunması, düşük fiyatlandırma düzeyini %5,2 oranında azaltmaktadır. Diğer değişkenlerin ise istatistiki olarak anlamlı olmadıkları görülmektedir. Örneğin aracı kuruluş prestijinin düşük fiyatlandırma düzeyine etkisinin olmadığı söylenebilir. Yani halka açılacak olan firmaların bu arzı hangi aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirdikleri, düşük fiyatlandırma düzeyi açısından bir öneme sahip değildir. Yine halka arzı gerçekleştiren firmaların faaliyetlerinin aktivitesini ölçen alacak devir hızı ile firmaların mülkiyet yapısı için bir gösterge niteliğinde olan halka arz oranı da düşük fiyatlandırmaya herhangi bir etkide bulunmamaktadır.

**Tablo 3. DFD'nin Belirleyicilerine Yönelik Regresyon Analizi Sonuçları**

Değişkenler	Duyarlılık Katsayıları	t Değerleri	Anlamlılık Düzeyi
Sabit Terim	0,308	5,132	0,000
ADH	-0,014	-1,155	0,250
HAO	0,070	0,517	0,606
KAKP	0,013	0,277	0,783
AKO	0,146	1,895	0,061
KHAŞ	-0,198	-4,415	0,000
KSY	-0,052	-1,800	0,075
F Değeri: 5,906			
Durbin-Watson İstatistiği: 2,190			

DFD: Düşük Fiyatlandırma Düzeyi, ADH: Alacak Devir Hızı, HAO: Halka arz oranı, KAKP: Aracı kuruluş Prestiji (Kukla), AKO: Aktif Karlılık Oranı, KHAŞ: Halka Arz Şekli (Kukla), KSY: Satış Yöntemi (Kukla)

Tablo 4'te düşük fiyatlandırma düzeyi ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları verilmiştir. Düşük fiyatlandırma düzeyi ile en yüksek korelasyona sahip olan değişken -0,442 ile halka arza aracılık şeklidir ve bu

değişkenin katsayısı istatistiki olarak 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Halka arzlarda, aracı kuruluşla ihraççı firma arasında bakiyeyi yüklenim anlaşması yapılması ile düşük fiyatlandırma düzeyi arasında negatif yönde yüksek bir ilişki

vardır. Düşük fiyatlandırma düzeyi ile en düşük korelasyona sahip olan değişken, istatistiksel olarak anlamlılık düzeyi göz ardı edildiğinde 0,017 ile aktif devir hızıdır. Yani firmaların faaliyetleri ile düşük fiyatlandırma düzeyi birbirinden tamamen bağımsız hareket etmektedir.

İstatistiksel olarak en az 0,05 anlamlılık düzeyi göz önüne alındığında ise düşük fiyatlandırma ile en düşük korelasyona sahip olan değişkenin halka arz oranı olduğu görülmektedir.

**Tablo 4. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları\***

	DFD	ADH	HAO	KAKP	AKO	KHAŞ	KSY
DFD	1,000						
ADH	0,017	1,000					
HAO	-0,052 <sup>b</sup>	0,004	1,000				
KAKP	0,080	0,062	-0,061	1,000			
AKO	0,159	0,270 <sup>a</sup>	-0,190	0,145	1,000		
KHAŞ	-0,442 <sup>a</sup>	-0,171 <sup>b</sup>	0,145	-0,184	-0,094	1,000	
KSY	-0,252 <sup>a</sup>	-0,077	0,114 <sup>a</sup>	0,137	0,057	0,295 <sup>a</sup>	1,000

<sup>a</sup> 0,01 düzeyinde anlamlı

<sup>b</sup> 0,05 düzeyinde anlamlı

\* Pearson Doğrusal Korelasyon Katsayılarını göstermektedir.

DFD: Düşük Fiyatlandırma Düzeyi, ADH: Alacak Devir Hızı, HAO: Halka arz oranı, KAKP: Aracı kuruluş Prestiji (Kukla), AKO: Aktif Karlılık Oranı, KHAŞ: Halka Arz Şekli (Kukla), KSY: Satış Yöntemi (Kukla)

## 7. Sonuç

Literatürde, ilk halka arzlarda satış fiyatının düşük belirlenmesine sebep olan etmenlerden birisi olarak yatırımcıların halka açılan şirketler hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaları gösterilmektedir. Çünkü, halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluş ile yatırımcılar arasında bilgi farklılıkları olduğu durumlarda yatırımcılar belli bir oranda risk primi talep etmektedirler. Bu nedenle düşük fiyatlandırma ortaya çıkmaktadır. Halka arz fiyatının düşük belirlenmesi, “stratejik olarak” uygulanan bir fiyatlandırma politikasından da kaynaklanabilmektedir. Halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşun ileride yapacağı yeni halka arzlarda başarı elde etmesi amacıyla, ilk yaptığı halka arzda piyasaları mutlu etmeye çalışması buna örnek gösterilebilir. Halka arza aracılık eden kuruluşlar bazen kendi prestijlerini artırmak veya korumak amacıyla da düşük fiyatlandırma yapabilirler.

Aracı kuruluş prestijinin düşük fiyatlandırmaya etisini ölçen literatürdeki çalışmalardan farklı olarak bu çalışmadan elde edilen bulgulara göre, Türkiye’deki 1993-2005 dönemini kapsayan ilk halka arzlarda aracı kuruluşların hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasına herhangi bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Yine firmaların halka arz oranları ve aktivitesi de literatürdeki bulguların aksine, hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasına herhangi bir etkide bulunmamaktadır. İhraççı firmaların aracı kuruluşlarla yaptığı satış yüklenim anlaşması ile halka arzda tercih edilen satış yönteminin ise Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994)’in çalışmalarındaki bulgulara paralel olarak düşük fiyatlandırma düzeyini önemli ölçüde etkilediği tespit edilmiştir. Bakiyeyi yüklenim anlaşması ile talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilen ilk halka arzlarda hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılma düzeyi azalmaktadır. Bu da o hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların ilk getirilerini



olumsuz yönde etkilemektedir. Bu durum, ikinci kez halka açılmayı düşünen firmalar için dikkat edilmesi gereken önemli bir konu olarak görülmektedir.

### Kaynakça

- Altinkılıç, O. ve Hansen, Robert S. (2003), "Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers", *Journal of Financial Economics*, 69, ss.285-323.
- Beatty, R. ve Ritter, J. (1986), "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15, ss.213-232.
- Benveniste, L.M. ve Spindt, P.A. (1989), "How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, 24, ss.343-361.
- Booth, J.R. ve Smith, R.L. (1986), "Capital Raising, Underwriting, and The Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, ss.261-281.
- Carter, R. ve Manaster, S. (1990), "Initial Public Offerings and Under-Writer Reputation", *The Journal of Finance*, 45(2), ss.1045-1067.
- Chen, G., Firth, M. ve Kim, J. (2000), "The Post-Issue Market Performance of Initial Public Offerings in China's New Stock Markets", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14, ss.319-339.
- Corwin, Shane A. (2003), "The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers", *The Journal of Finance*, 58(5), ss.2249-2279.
- Dağlı, H. (2004), "Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi", Derya Kitabevi, Trabzon, 2004.
- Dongwei, S. ve Belton, M. F. (1999), "An Ampirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs", *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, ss.173-202.
- Gongmeng, C., Firth, M. ve Kim, J. (2004), "IPO Underpricing in China's New Stock Markets", *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 283-302.
- Grinblatt, M. ve Hwang, C.Y. (1989), "Signalling and The Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, 44(1), ss.393-420.
- Hensler, Douglas A., Herrera, Martin J. ve Lockwood, Larry J. (2000), "The Performance of Initial Public Offerings in The Mexican Stock Market", *Journal of International Money and Finance*, 19, 93-106.
- Hirt, Geoffrey A. (2004), *Managing Investments*, McGraw-Hill Companies, Blacklick, OH, USA.
- Huibers, N. (2005), *Future of State-Owned Financial Institutions: Policy and Practice*, Brookings Institution Press, Washington, DC, USA.
- Ibbotson, R.G., 1975, "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, 3, 235-272.
- Kıymaz, Halil, (2000), "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence From İstanbul Stock Exchange", *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 213-227.
- Kirkulak, B. ve Davis, C. (2005), "Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From Japanese IPO Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, ss.451-470.
- Knopf, John D. ve Teall, John L. (1999), "The IPO Effect and Measurement of Risk", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(2), ss.51-58.
- Loughran, T, Ritter, J. ve Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offerings: International Insight", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, ss.165-199.
- Mok, Henry M.K. ve Hui, Y.V. (1998), "Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 453-474.
- Peavy, J.W., 1990, "Return on The Initial Public Offerings of Closed End Funds", *Review of Financial Studies*, 3, 695-708.
- Ritter, J.R., 1984, "The Hot Issue Market of 1980", *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Ritter, J.R., 1991, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46, 3-28.
- Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15, ss.187-212.
- Tinic, S. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46(1), ss.3-48
- İMKB, [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

Kongre Web Sitesini Son Beş Ayda 25.000'e Yakın Kişi Ziyaret Etti...