

HALKA AÇILAN ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNDE ALIM-SATIM YOLUYLA KAZANÇ ELDE EDİLEBİLİR Mİ? BİST'DEN DELİLLER

Bekir ELMAS*

Öz

Borsalarda hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların genel amacı alım-satım yoluyla kazanç elde etmektir. Bu çalışmada; Borsa İstanbul'da (BİST) halka açılan şirketlerin hisselerini talep toplama döneminde alan ve ilk işlem gününde satan bir yatırımcının bu işleminden kazanç elde edip edemeyeceği sorgulanmaktadır. Bu soruya cevap bulmak için 1995-2010 yılları arası BİST'de halka açılan toplam 227 şirket analiz kapsamına alınmıştır. Analizler tüm şirketler, sektörler ve alt sektörler için ayrı ayrı yapılmıştır. Analiz sonucunda halka açılan bir şirketin hisselerini talep toplama döneminde alıp ilk işlem gününde satan bir yatırımcının ortalama olarak %8,8 getiri sağladığı tespit edilmiştir. Aynı zamanda Finans sektörü için %10, Sanayi sektörü için %8,8, Bilişim sektörü için %6,7 ve diğer sektör grubu için %5,9'luk sektör getirileri tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Halka Açılma, Düşük Fiyatlandırma Anomalisi

* Doç. Dr., Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD. E-posta: belmas@atauni.edu.tr

IS IT POSSIBLE TO GENERATE AN INCOME THROUGH THE SALE & BUYING OF THE SHARES OF THE COMPANIES WHICH WENT PUBLIC? EVIDENCE FROM BIST

Abstract

The general purpose of the investors who invest in stock certificates in the stock exchanges is to earn an income by means of the sale and buying thereof. In this study it has been inquired whether an investor who has bought the shares of a company, which went public in the Borsa Istanbul (BIST), at the phase of book building and sold them on the first day of transaction generates any income. A total number of 227 companies which have went public in BIST between 1995-2010 have been included in the scope of the study in order to find an answer to that question. Analysis has been carried out separately for all companies, sectors and sub-sectors. It has been found out that an investor who had bought the shares of a company at the phase of book building and sold them on the first day of transaction had earned an average return of 8.8 %. The rates of return for the industrial, information and other group of sectors have been established as 8.8 %, 6.7 % and 5.9 % respectively.

Key Words: Initial Public Offering, Ring-Opening, Low Pricing Anomaly

I. Giriş

Bu çalışmada borsayla ilgilenen tüm kesimler açısından özellikle borsaya açılmayı düşünen şirketler ve borsa yatırımcıları açısından çok ilgi çekici bir konu olan İlk Halka Arz (halka açılma) konusu ele alınmaktadır.

Bir şirketin yaşam sürecinde karşılaştığı İlk Halka Arz (İHA) gibi bazı olayların etkisi ve sonuçları büyük olmaktadır. İHA ile bir şirketin hisse senetleri ilk defa halka satılmakta ve sonuç olarak borsada alım satıma konu olmaktadır. Temel olarak borsaya kote olmak firmanın yasal ve ekonomik yapısını değiştirir. Yöne-

tim artık özel bir şirketin sahiplerinin isteğine yoğunlaşmaktan ziyade yeni oluşan ve dağınık olan sahiplik yapısına karşı sorumludur. Firmanın finansal durumu ve faaliyetleriyle ilgili bilgiler özel tutulmayıp halkla paylaşılmaktadır. Böylelikle rekabetçi piyasada firma daha ciddi tehditlerle karşı karşıya gelebilir (Draho, 2004:1). Bu durum firmaların halka açılmakla ne gibi önemli fayda ve fırsatlar elde edeceğini akla getirmektedir.

Halka açılmanın temel amacı firmanın ihtiyaç duyduğu finansmanın temin edilmesidir. Finansman temini yanında şirketin piyasa değerinin yükselmesi, şirket hisse senetlerinin likiditesinin artması, şirketin geniş kitlelerce tanınmasının sağlanması, kurumsallaşma, riski dağıtma, kredibilitiyi arttırma, globalleşme, şirket imajının güçlenmesi ve şirket çalışanlarının motivasyonunun artması vb. konularda önemli fayda ve fırsatlar şirketin önüne açılmaktadır.

Belirli bir büyüklüğü aşan firmalarda iç kaynaklarla veya borçlanma ile sağlanan fonlar yetersiz kalmakta veya maliyet yüksek olmaktadır. Bu da firmaların artan sermaye ihtiyaçlarını karşılamak üzere sermaye piyasalarına yönelmesine neden olmaktadır. Kuşkusuz bu gelişme sermaye piyasasının hem gelişmesi ve hem de derinlik kazanması açısından oldukça önemli ve sevindiricidir (Kıymaz, 1997:70).

Şirketlerin halka açılmasıyla hem ekonomik büyüme ve kalkınma için gerekli olan sermaye birikimi sağlanmış hem de sermayenin tabana yayılması gerçekleştirilmiş olur.

Bir şirketin İHA'sı önemle ele alınması gereken stratejik bir karar olup başarılı ve büyüyen şirketler için İHA, tasarruf sahiplerinden elde edilecek kaynak akışı ile sürdürülebilir büyümenin daha hızlandırılması için bir fırsattır (www.deloitte.com, 2008:1).

Literatürde karşımıza çıkan halka arz ve halka açılma kavramları birbiriyle yakın ilişki içerisinde. Halka arz; halka açık bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir "doğrudan finansman" yöntemidir (www.spk.gov.tr, 2010:5). Halka açılma ise; halka kapalı bir anonim ortaklığın, yaşam dö-

neminin herhangi bir aşamasında kullandığı alternatif bir finansman yöntemidir (Ceylan, 2003:395). Böylece halka açılma terimi sadece ilk halka arzları ifade etmektedir.

Eğer payların halka arzı, halka kapalı bir anonim ortaklık tarafından ilk defa yapılırsa, bu halka açılma olarak ifade edilmektedir. Önceden hisse senetlerini halka arz etmiş ortaklıkların, tekrar hisse senedi arz etmelerine yeni hisse senedi arzı veya ikincil halka arz denilmektedir (www.spk.gov.tr, 2010:5). İkincil halka arzlar, halka açık şirketlerin ek finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla mevcut hisse senetlerine ek olarak yeni hisse senedi arz etmeleridir. Bu durumun ikincil halka arz olarak ifade edilmesi şirketin hisse senetlerinin zaten borsada işlem görmesi ve yeni arz fiyatının mevcut piyasa fiyatına dayanarak belirlenmesi sebebiyledir (Brigham, 2005:663).

Halka açılma şirkete pek çok fayda ve fırsat sunmakla birlikte halka açılma maliyetinin yüksek olması, formalitesinin çok ve sürecinin uzun olması, yeni bir otoritenin (SPK) denetimi ve gözetimi altına girilmesi, şirket kontrolünün kaybedilmesi, hisse senetlerine yeterli talep olmaması durumunda oluşacak kötü imaj ve itibar kaybı korkusu gibi bir takım sakıncalarının da olacağına kuşku yoktur. İlk Halka Arz (İHA) aşamasında şirket halka açılmanın sunduğu avantaj ve fırsatlar ile taşıdığı dezavantajları birlikte değerlendirerek kararını verecektir. Böylece önemli etki ve sonuçlara sahip olan halka açılma şirketler açısından nihai bir hedef olmayıp bir çeşit tercihtir.

II. Düşük ve Yüksek Fiyatlandırma Anomalileri

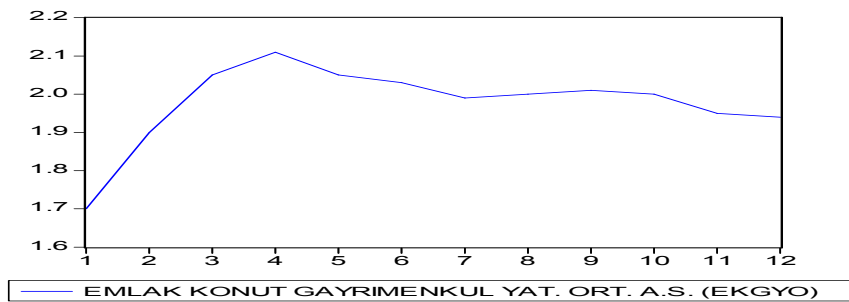
Hipotez ile bağdaşmayan bulgulara normalden sapma anlamına gelen Türkçe'de de kabul görmüş olan anomali terimi kullanılmaktadır (Karan, 2001:280-281). Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem ya da realite olarak tanımlanmaktadır. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik çerçevede açıklamak güç ise söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir (Özmen, 1997:11).

İHA'da doğru fiyatlamanın yapıp yapılmadığı hissenin piyasada işlem görmesiyle anlaşılır. Şayet halka açılan şirketin hissesinin getirisi piyasa getirisine yakın olarak gerçekleşirse fiyatlama doğru yapılmıştır. Ancak hisse getirisi piyasa getirisinden pozitif veya negatif yönde ayrışıyorsa bu durumda düşük ve yüksek fiyatlama olmak üzere iki anomaliden söz etmek mümkündür.

İHA'sı gerçekleştirilen hisse senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonra fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek düzeylere çıkması, başka bir ifadeyle pozitif bir başlangıç getirisi sağlaması durumu finans literatüründe *düşük fiyatlama anomalisi* olarak isimlendirilmektedir.

Aşağıda Grafik 1'de düşük fiyatlama anomalisine bir örnek sunulmuştur. Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EKGYO) nin hisse senetleri 12.02.2010 tarihinde BIST'de işlem görmeye başlamıştır. İlk işlem günü şirketin hisse senetleri %11,8 değer kazanmıştır.

Grafik 1: Düşük Fiyatlama Anomalisine Bir Örnek

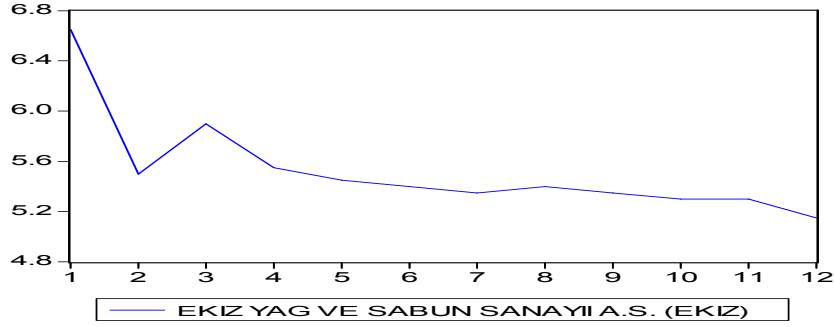


Halka açılan bir şirket hisse senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonra fiyatının, ihraç fiyatından daha düşük seviyelere inmesi, başka bir ifadeyle negatif bir başlangıç getirisi sağlaması durumu ise finans literatüründe *yüksek fiyatlama anomalisi* olarak isimlendirilmektedir.

Aşağıda Grafik 2'de yüksek fiyatlama anomalisi için sunulan örnekte Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş. (EKIZ) nin BIST'de işlem görmesiyle birlikte hisse senetlerinde oluşan fiyat değişiklik-

leri görülmektedir. 20.07.2010 tarihinde BIST’de işlem görmeye başlayan şirketin hisse senetleri ilk işlem gününde %17,3'lük bir değer kaybı yaşamıştır.

Grafik 2: Yüksek Fiyatlama Anomalisine Bir Örnek



III. Literatür Araştırması

Tablo 1: Dünyada Düşük Fiyatlama Anomalisi Çalışmaları

Ülke	Kaynak	Örnek Büy.	Dönem	İlk Gün Ort. An. Get. (%)
Fransa	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter	697	1983-2010	10,5
Almanya	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	721	1978-2010	24,7
İtalya	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi;	273	1985-2009	16,4
Rusya	Ritter	40	1999-2006	4,2
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10,9
İngiltere	Dimson; Levis	4.267	1959-2010	16,2
Japonya	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3.100	1970-2010	40,4
Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	264	1979-2010	34,4
ABD	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12.165	1960-2010	16,8
Mısır	Omran	53	1990-2000	8,4
Güney Afrika	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18,0
Avustralya	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1.462	1976-2010	22,8

Kaynak: bear.warrington.ufl.edu/ritter/IntDec2011.pdf

Dünya genelinde düşük fiyatlama anomalisini test etmek için yapılan çalışmalarda ilk gün ortalama anormal getirilerin ortalaması tüm ülkelerde pozitif çıkmıştır. İlk gün ortalama anormal getirilerin en yüksek olduğu ülke %40,4 ile Japonya'dır. İlk gün ortalama anormal getirilerin en düşük olduğu ülke ise %4,2 ile Rusya'dır. Toplam 12 ülkede yapılan çalışmalardan 4 ülkede ilk gün ortalama anormal getiriler %20'nin üzerinde iken, 6 ülkede %10 - %20 arasında ve sadece 2 ülkede %10'nun altındadır. Bu sonuçlar düşük fiyatlama anomalisi için çok önemli kanıtlar sunmaktadır (Tablo 1).

Türkiye'de düşük fiyatlama anomalisini test etmek için yapılan çalışmaların sonuçları da dünya genelinde yapılan çalışmaların sonuçları ile paralellik arz etmektedir. Araştırmaların tümünde BIST'de halka açılan şirketlerin ilk gün ortalama anormal getiriler pozitif çıkmıştır. İlk gün ortalama anormal getiriler en yüksek %14,61 ile Durukan'ın 2002 yılında yapmış olduğu çalışmada bulunmuştur. İlk gün ortalama anormal getiriler en düşük olarak ise %1,2 ile Aydoğan ve Yıldırım'ın 1992 yılında yapmış oldukları çalışmada tespit edilmiştir. Bu sonuçlardan düşük fiyatlama anomalisinin Türkiye içinde geçerli bir anomali olduğu anlaşılmaktadır (Tablo 2).

Tablo 2: Türkiye'de Düşük Fiyatlama Anomalisi Çalışmaları

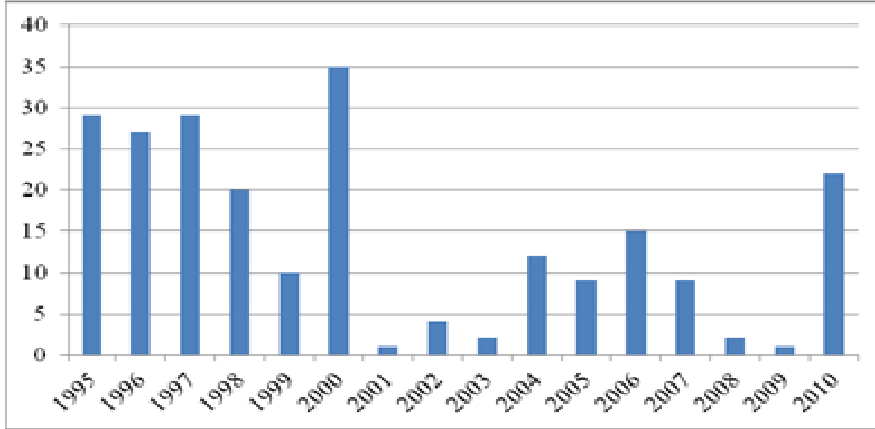
Kaynak	Örnek Büyüklüğü	Dönem	İlk Gün Ort. An. Get. (%)
Güzelhan ve Açar	36	1989- 1991	2,6
Aydoğan ve Yıldırım	33	1989-1991	1,2
Kıymaz	163	1990-1996	13,1
Durukan	173	1990-1997	14,61
Aktaş, Aydoğan ve Karan	-	1992-2000	9,17
Bildik ve Yılmaz	244	1990-2000	5,94
Altan ve Hotamış	67	2000-2006	6,78

IV. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada 1995-2010 yılları arası 16 yıllık dönemde BİST'de İHA'sı gerçekleşen toplam 227 şirket için düşük fiyatlama anomalisinin geçerli olup olmadığı test edilecektir. Analizler ilgili dönemde İHA'sı gerçekleşen tüm şirketler, sektörler ve alt sektörler için ayrı ayrı yapılacaktır. Bu yönleriyle bu çalışma Türkiye'de halka açılan şirketlerde düşük fiyatlama anomalisini test eden en kapsamlı ve en detaylı çalışma olarak bilinmektedir. Analizlerde kullanılan veri seti BİST'den sağlanmıştır.

Grafik 3'de inceleme dönemi gerçekleştirilen İHA'ların sayı ve yüzdeleri verilmiştir. Grafikten inceleme döneminde İHA'sı gerçekleşen şirket sayılarının dalgalı bir seyir izledikleri görülmektedir. 1995-2000 arası önemli ölçüde şirket halka açılmışken, 2001-2003 arası sadece birkaç şirket halka açılmıştır. Benzer şekilde 2004-2007 yılları arasında halka açılmalarda artış yaşanmışken, 2008-2009 yıllarında yine sadece birkaç şirketin halka açıldığı görülmektedir. Burada krizlerin halka açılmalara etkisi net bir şekilde anlaşılmaktadır. 2010 yılında ise, hem ekonomilerdeki toparlanmaya hem de SPK'nın halka arz seferberliği başlatması neticesinde İHA'larda önemli bir artış yaşanmıştır.

Grafik 3: 1995-2010 Dönemi Gerçekleştirilen İHA'ların Sayıları



Düşük fiyatlama anomalisini test etmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H_0 : Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden tesadüfi olarak seçilen herhangi birine yatırım yapmak suretiyle, anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinden tesadüfi olarak seçilen herhangi birine yatırım yapmak suretiyle, anormal getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezler istatistiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t \neq 0$$

İHA'sı gerçekleşen firmaların hisse senetlerinin seans kapanış fiyatlarının getirileri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{it} = \%100 * (P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1})$$

Formülde:

R_{it} ; t zamanındaki i hisse senedinin getirisini

P_{it} ; t zamanındaki i hisse senedi fiyatını

ifade etmektedir.

Piyasa (BIST) getirisi ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \%100 * (P_{mt} - P_{mt-1} / P_{mt-1})$$

Formülde:

R_{mt} ; t zamanındaki piyasa getirisi

P_{mt} ; t zamanındaki piyasa endeksini (BIST-100)

ifade etmektedir.

Anormal getiri yöntemi yatırım analizlerinde çokça kullanılan bir yöntemdir. Anormal getiri hesaplamaları çeşitli şekillerde yapılabilir. En çok kullanılan üç model aşağıda verilmiştir. (Karan, 2011:682)

1. İlk model, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre elde edilmesi gereken getirinin üzerindeki getiridir.
2. İkinci yaklaşım endeks getirisinin üzerindeki getiridir.
3. Son yaklaşım ise, geçmiş verilere dayalı bir regresyon modeli oluşturmaktır.

Bu çalışmada ikinci yaklaşım esas alınmıştır. Böylece anormal getiri; bir hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi ile t gününde piyasa getirisi arasındaki farktır.

Anormal getiri; bir hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi ile t gününde piyasa getirisi arasındaki farktır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Her bir İHA'nın kısa dönem anormal getirileri;

1. İlk gün (İHA günü) anormal getiri ve
2. İHA sonrası anormal getiriler olmak üzere iki kısım için hesaplanır.

Her bir İHA'nın anormal getirileri hesaplandıktan sonra alt sektörler, sektörler ve tüm şirketler için ortalama anormal getiriler bulunur. Ortalama anormal getiriler için;

$$AAR_t = \left(\frac{1}{n} \right) \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını yani H_0 hipotezini test etmek için;

$$t(AAR_t) = \left(\frac{1}{\sqrt{n}} \right) \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

ortalama anormal getirilerden yararlanarak kümülatif anormal getirileri hesaplamak için;

$$CAR = \left(\frac{1}{n} \right) \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

kümülatif anormal getirilerin anlamlılığını test etmek için ise;

$$t(CAR) = \sqrt{\frac{1}{n.k}} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

formülleri kullanılmıştır.

V. İHA'ların Kısa Dönem Performansları

1995-2010 yılları arası İHA'sı gerçekleştirilen toplam 227 şirketin kısa dönem performansları tüm şirketler, sektör ve alt sektörler için hesaplanarak Tablo 3'de sunulmuştur.

İlk gün ortalama anormal getiriler tüm şirketler için %8,8'dir. Bu sonuç istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlılığa sahiptir. Tüm şirketler için bulunan bu sonuç düşük fiyatlama anomalisini doğrulamaktadır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %10, Bilişim sektörü için %6,7, Sanayi sektörü için 8,8 ve diğer sektör grubu için %5,9'dur. Bu sonuçlar sırasıyla %5, %10, %1 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Böylece düşük fiyatlama anomalisinin geçerliliği sektör bazında da tespit edilmiştir.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. İlk gün ortalama anormal getiri en yüksek %12,4 Aracı Kurumlar alt sektöründe gerçekleşirken, Yatırım Ortaklıkları için %11,6, Holdingler için %10,2, Bankacılık için %9 ve Sigortacılık için %3,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlardan Sigortacılık alt sektörü %10, diğer alt sektörler %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Sadece Leasing-Factoring alt sektöründe ilk gün ortalama anormal getiri negatif olmakla birlikte, sonuç hem 0'a oldukça yakın (-0,1) hem de istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bilişim sektöründe faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. İlk gün ortalama anormal getiriler Bilgisayar alt sektörü için %6,3, Yazılım

için %4,9 ve İletişim için %2,5'dir. Bu sonuçlar sırasıyla %1, %10 ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 10 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitiftir. İlk gün ortalama anormal getiri %65,8 ile en yüksek İnşaat Malzemeleri alt sektöründe görülürken, diğer alt sektörlerden Çimento alt sektöründe %16,1, Otomotiv ve Yan Sanayi alt sektöründe %9,9, Demir-Çelik-Metal alt sektöründe %9,2, Gıda Maddeleri alt sektöründe %8,3, Kimya-İlaç-Boya alt sektöründe %6,9, Elektrik-Elektronik-Enerji alt sektöründe %5,8, Tekstil ve Orman Ürünleri ve Ambalaj alt sektörlerinde %4,2 ve Dayanıklı Tüketim alt sektöründe %2,2 olarak gerçekleşmiştir. Bulunan bu sonuçlar Dayanıklı Tüketim alt sektörü dışında diğer sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektör grubunda faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitiftir. %14,7 ile ilk gün ortalama anormal getirisi en yüksek olan alt sektör Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleridir. İlk gün ortalama anormal getiri Diğer alt sektörlerden Turizm-Otelcilik için %11.1, Medya için %9.1, Diğer grubu için %3,9 ve Spor için %1'dir. Bu alt sektörlerden Turizm-Otelcilik ve Spor dışındaki alt sektörler için bulunan sonuçlar %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. İlk gün ortalama anormal getirinin negatif olduğu tek alt sektör Ticaret alt sektörüdür. Bu alt sektörde ilk gün ortalama anormal getiri %-0,3 ile sifıra oldukça yakın bulanmakla birlikte, bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Alt sektörler bazında %6,8 ile İnşaat Malzemeleri alt sektörü en yüksek ilk gün ortalama anormal getirisine sahiptir. İnşaat Malzemeleri alt sektörünü %10'un üzerinde ilk gün ortalama anormal getiri sağlayan Çimento, Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri, Aracı Kurumlar, Yatırım Ortaklıkları, Turizm-Otelcilik ve Holding alt sektörleri izlemektedir. Böylece 25 alt sektörün 7'sinde ilk gün ortalama anormal getiri %10'un üzerindedir.

Alt sektörler bazında elde edilen bu sonuçlar düşük fiyat-lama anomalisinin geçerliliğini alt sektörler için de teyit etmektedir.

İHA sonrası ortalama anormal getirileri incelediğimizde; İHA gününden uzaklaştıkça ortalama anormal getirilerin sifıra yaklaşarak sifir etrafında dalgalandığını, istatistiki anlamlılığın giderek azaldığını ve 1. gün ve 2. gün düşük düzeyde de olsa anormal getiri elde etme mümkünken 3. gün ve daha sonraki günlerde 1-2 alt sektör dışında anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını görmekteyiz.

Tablo 3: İHA Günü (İlk Gün) ve İHA Sonrası Ortalama Anormal Getiriler

Sektör	Şir. Say.	İlk Gün	1. Gün	2. Gün	3. Gün	4. Gün
Finans	89	10.0 ^b	2.2 ^a	0.7 ^c	-0.1 ^a	-1.1 ^a
Bankacılık	11	9.0 ^a	-0.3	-1.6	-1.2	-0.6
Yatırım Ortaklıkları	53	11.6 ^a	3.7 ^a	2.5 ^c	0.8	-0.7
Holding	10	10.2 ^a	-0.6	-4.4 ^a	-1.0	-1.4
Aracı Kurumlar	5	12.4 ^a	3.1	0.6	-0.8	-0.3
Sigortacılık	3	3.6 ^c	-5.1 ^c	-5.1 ^c	-1.3	-3.0
Leasing-Factoring	7	-0.1	1.1	0.0	-2.3	-4.6 ^b
Bilişim	12	6.7 ^c	1.2 ^a	0.9 ^a	-1.3 ^a	-0.6 ^a
İletişim	4	2.5 ^b	-0.4	0.9	-0.5	2.3 ^c
Bilgisayar	7	6.3 ^a	-0.5	-2.0 ^c	-1.1	-2.5 ^c
Yazılım	1	4.9 ^c	3.5 ^c	4.1 ^c	-1.0	0.4
Sanayi	93	8.8 ^a	1.2 ^a	-0.7 ^b	-0.2 ^a	-0.2 ^a
Gıda Maddeleri	20	8.3 ^c	1.8	0.1	1.3	0.7
Elektirik-Elekt-Enerji	9	5.8 ^b	9.5 ^a	8.5 ^a	2.4	-0.3
Otomotiv ve Yan San.	7	9.9 ^a	2.7 ^c	-3.0 ^a	0.0	-1.0 ^b
Tekstil	25	4.2 ^a	-0.7 ^a	-1.8 ^a	-2.5 ^a	-0.4 ^a
Kimya-İlaç-Boya	7	6.9 ^a	4.3 ^a	-1.9 ^c	0.6	-1.3

Dayanıklı Tüketim	3	2.2	0.9	0.2	-3.0	-0.2
Çimento	6	16.1 ^a	-9.7 ^b	-5.1 ^b	-1.5	-2.5
Orman Ür. ve Amb.	8	4.2 ^a	0.4	-0.3	-0.6	-0.2
İnşaat Malzemeleri	3	65.8 ^c	-0.8	-6.3	-1.7	-0.9
Demir-Çelik-Metal	5	9.2 ^c	1.9	-2.7	3.7 ^b	2.9 ^b
Diğer	33	5.9^a	4.4^a	0.6	1.6	0.2
Diğer	13	3.9 ^a	2.0 ^c	-0.8 ^c	2.3	-1.5
Medya	5	9.1 ^a	9.0 ^a	4.6 ^c	0.8	3.9 ^c
Hava Taş. ve Yer Hizm.	5	14.7 ^a	7.7 ^a	4.1 ^b	-0.3	-0.4
Spor	4	1.0	0.8	-7.5 ^b	-3.7 ^c	0.4
Ticaret	3	-0.3	0.0	3.7	4.6	-5.1
Turizm-Otelcilik	3	11.1	1.3 ^c	7.1	6.9	8.4
TOPLAM	227	8.8^a	2.0^a	0.1	0.0^a	-0.5^a

Not 1: ^a %1, ^b %5 ve ^c %10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

Not 2: 4. Günden sonra getiriler genel olarak piyasa getirisine paralel olduğu ve tabloyu çok uzatmamak için verilmemiştir.

Araştırma döneminde İHA'sı gerçekleştirilen toplam 227 şirketin kümülatif anormal getirileri 2 günden 4 aya kadar tüm şirketler, sektör ve alt sektörler için hesaplanarak Tablo 4'de sunulmuştur.

Tüm şirketler için düşük fiyatlama ilk 2 hafta devam etmektedir.

Düşük fiyatlama Finans sektörü ve diğer sektör grubunda 1. hafta, Bilişim sektöründe 2 ay ve Sanayi sektöründe 2 hafta devam etmektedir.

Tüm alt sektörler için kümülatif anormal getiriler pozitif ve negatif yönde karışık bir seyir izlemektedir.

Alt sektörlerden pozitif kümülatif anormal getiri sağlayan; Turizm-Otelcilik alt sektörü 1 aylık 59.8, Medya alt sektörü 2 aylık %39.1, Elektrik-Elektrotronik-Enerji alt sektörü 2 haftalık %30.9, Yazılım alt sektörü 1 aylık 20,4 ve Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri alt sektörü 1 aylık %15,5 oranı gibi yüksek oranlarda kümülatif anormal getiriye sahiptir.

Alt sektörlerden negatif kümülatif anormal getiri sağlayan; Bilgisayar alt sektörü 4 aylık %-32.6, Sigortacılık alt sektörü 2 aylık %-32.2, Çimento alt sektörü 2 aylık %-27.9, Spor alt sektörü 4 aylık %-23,9 ve Leasing-Faktoring alt sektörü 1 aylık %-15,6 gibi yüksek oranlarda kümülatif anormal getiriye sahiptir.

Tablo 4: İHA Sonrası Kümülatif Anormal Getiriler

Sektör	Şirket Sayısı	2 Günlük	3 Günlük	4 Günlük	1 Haftalık	2 Haftalık
Finans	89	2.9 ^a	2.8 ^a	1.7 ^a	2.0 ^a	-1.9 ^a
Bankacılık	11	-1.9	-3.1	-3.6 ^c	-5.1 ^c	-7.4 ^c
Yatırım Ortaklıkları	53	6.2 ^a	7.0 ^a	6.3 ^c	7.6 ^b	3.3
Holding	10	-5.0 ^a	-6.0 ^a	-7.4	-7.6	-11.1
Aracı Kurumlar	5	3.6 ^c	2.9	2.6	3.1	4.1 ^c
Sigortacılık	3	-10.2 ^b	-11.5 ^b	-14.5 ^b	-15.2 ^b	-21.6 ^b
Leasing-Faktoring	7	1.1	-1.2	-5.8	-9.2 ^c	-14.8 ^b
Bilişim	12	2.1 ^a	0.8 ^a	0.3 ^a	0.1 ^a	1.1 ^a
İletişim	4	0.5	0.0	2.2	1.5	6.5
Bilgisayar	7	-2.5 ^c	-3.6 ^c	-6.1 ^b	-6.5 ^b	-7.7 ^b
Yazılım	1	10.7 ^c	9.3 ^c	9.8 ^c	10.6 ^c	11.0
Sanayi	93	0.5 ^a	0.2 ^a	0.0 ^c	0.3 ^a	0.7 ^a
Gıda Maddeleri	20	0.1	1.3	0.7	0.7	0.8
Elekt-Elekt-Enerji	9	18.1 ^a	20.4 ^a	20.2 ^a	21.8 ^a	30.9 ^a
Oto. ve Yan San.	7	-0.4	-0.3	-1.3 ^c	-0.1 ^c	-4.1 ^b

Tekstil	25	-2.5 ^a	-5.0 ^a	-5.4 ^b	-3.4 ^b	-0.8 ^c
Kimya-İlaç-Boya	7	2.4	2.9	1.6	-1.9	-3.6
Dayanıklı Tüketim	3	1.1	-1.8	-2.1	-2.3	2.8
Çimento	6	-14.9 ^a	-16.4 ^a	-18.9 ^a	-20.3 ^a	-30.3 ^a
Orman Ür. ve Amb.	8	0.0	-0.6	-0.8	-1.7	-2.8
İnşaat Malzemeleri	3	-7.2	-8.9	-9.8	-14.1	-12.3
Demir-Çelik-Metal	5	-0.8	2.9	5.7 ^b	5.2 ^b	1.9
Diğer	33	5.0^a	6.6^a	6.8^a	5.9^b	4.6
Diğer	13	1.2	3.6	2.1	-0.6	-2.7 ^c
Medya	5	13.6 ^a	14.4 ^a	18.4 ^a	19.8 ^a	15.4 ^c
Hava Taş. ve Yer Hiz.	5	11.8 ^a	11.4 ^a	11.0 ^b	11.2 ^b	12.4 ^b
Spor	4	-6.7 ^b	-10.3 ^b	-10.0 ^b	-14.4 ^b	-19.3 ^b
Ticaret	3	3.7	8.3 ^c	3.2	0.1	7.0
Turizm-Otelcilik	3	19.5 ^c	26.4 ^b	34.8 ^b	27.0 ^b	37.9 ^c
TOPLAM	227	2.1^a	2.2^a	1.7^a	1.8^a	0.3^a

Not: Çalışmada 5 işlem günü 1 hafta, 20 işlem günü 1 ay olarak alınmıştır.

Tablo 4: Devamı

Sektör	Şirket Sayısı	3 Haftalık	1 Aylık	2 Aylık	3 Aylık	4 Aylık
Finans	89	-5.0^a	-4.6	-4.7^a	-0.3^a	-1.2^a
Bankacılık	11	-7.1 ^c	-7.4	-10.7	-19.6 ^c	-23.0 ^c
Yatırım Ortaklıkları	53	-1.3 ^a	-1.0 ^a	-0.5 ^b	6.4 ^a	5.5 ^a
Holding	10	-10.9	-9.1	3.5	11.6	16.7
Aracı Kurumlar	5	-3.1	-4.4	-17.7	-23.1	-27.7
Sigortacılık	3	-21.6 ^c	-18.7 ^c	-32.2 ^c	-23.9	-38.1
Leasing-Factoring	7	-15.6 ^c	-15.6 ^c	-17.8	-11.5	-8.6
Bilişim	12	5.9^a	2.1^a	1.5^a	-2.2^a	-9.7^a
İletişim	4	9.2	10.0	8.8	10.4	10.2
Bilgisayar	7	-6.4 ^c	-13.2 ^b	-14.4 ^b	-21.0 ^b	-32.6 ^b
Yazılım	1	20.7 ^c	20.4 ^c	22.0	20.8	18.6
Sanayi	93	-0.8^a	0.1^a	0.3^b	3.6^a	3.0^a
Gıda Maddeleri	20	0.7	-1.2	0.7	0.5 ^b	-0.7 ^a
Elekt-Elekt-Enerji	9	25.5 ^b	23.9 ^c	23.0	25.1	23.0
Oto. ve Yan San.	7	-4.7 ^c	-1.5 ^c	5.1	2.5	3.2

Tekstil	25	-2.3 ^c	0.7	-3.9 ^c	-4.8 ^c	-4.0
Kimya-İlaç-Boya	7	-4.3	2.6	-3.8	1.1	2.4
Dayanıklı Tüketim	3	-0.9	6.3	-8.9	-23.4 ^c	-30.1 ^c
Çimento	6	-28.4 ^b	-26.2 ^b	-27.9 ^c	-19.5	-21.5
Orman Ür. ve Amb.	8	1.3	1.7	21.5 ^c	25.5 ^b	9.1
İnşaat Malzemeleri	3	-36.0	-44.7	-52.2	-51.1	-57.9
Demir-Çelik-Metal	5	-1.2	-2.9	-6.5	-14.8	-21.3
Diğer	33	4.3	6.8	6.7	-5.2	-4.8
Diğer	13	-1.1	2.6	-0.6	-14.1 ^c	-16.4
Medya	5	12.1	13.9	39.1 ^b	8.6	-5.8
Hava Taş. ve Yer Hizm.	5	13.8 ^b	15.5 ^b	12.3	13.7	32.9 ^b
Spor	4	-22.3 ^b	-29.4 ^b	-39.1 ^b	-36.2 ^b	-23.9 ^c
Ticaret	3	2.6	0.8	7.0	-6.6	-7.8
Turizm-Otelcilik	3	44.6 ^c	59.8 ^c	38.1	22.8	12.2
TOPLAM	227	-1.4^a	-0.7^b	-0.7^a	0.5^a	-0.5^a

Not: ^a%1, ^b%5 ve ^c%10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

VI. SONUÇ

İlk Halka Arz şirketler açısından oldukça önemli olmakla birlikte ülkemiz açısından da büyük önem taşımaktadır. Bilindiği gibi ülkemiz cari açık ve uzun vadeli finansman sorunu yaşamaktadır. Cari açığı finanse etmek ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için doğrudan veya dolaylı yatırımlar son derece önemlidir. Hisse senetlerine yatırım portföy yatırımları kapsamında değerlendirilmekte olup bu yatırımlar sayesinde hem ülkedeki yastık altı birikimler ekonomiye kazandırılmakta, hem de ülke dışından önemli ölçüde sermaye çekilebilmektedir. BIST’de %60-%70 civarında bulunan yabancı payı dikkate alındığında konunun önemi daha iyi anlaşılmaktadır.

Bu çalışmada düşük fiyatlama anomalisinin BIST’de geçerli olup olmadığının test etmek amacıyla ilk olarak 1995-2010 yılları arası BIST’de İHA’sı gerçekleşen şirketler tespit edilmiştir. Toplam 16 yıllık zaman dilimini kapsayan bu dönemde toplam 227

şirketin İHA'sı gerçekleşmiştir. İHA'sı gerçekleşen 227 şirketten 89'u finans sektöründe, 12'si bilişim sektöründe, 93'ü sanayi sektöründe ve 33'ü diğer sektör grubunda faaliyet göstermektedir.

Çalışmada daha sonra ilgili dönemde İHA'sı gerçekleşen 227 şirketin tamamının, belirlenen 4 sektör grubunun ve 25 alt sektör grubunun İHA günü ve İHA sonrası anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar özetle şöyledir;

İlk gün ortalama anormal getiriler tüm şirketler için %8,8'dir.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %10, Sanayi sektörü için 8.8, Bilişim sektörü için %6,7 ve diğer sektör grubu için %5,9'dur.

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde, Bilişim sektöründe faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün tamamında, Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 10 alt sektörün tamamında ve Diğer sektör grubunda faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Böylece 25 alt sektörün sadece 2'sinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitif değildir.

Alt sektörler içinde en yüksek ilk gün ortalama anormal getiri %65,8 ile İnşaat Malzemeleri alt sektöründe görülmüştür.

İHA gününden uzaklaştıkça ortalama anormal getiriler piyasa getirisine yakınsamakta ve daha sonra piyasa getirisi etrafında dalgalanmaktadır. Aynı zamanda istatistik anlamlılıklar da azalmaktadır.

İHA'dan sonra 1. gün ve 2. gün düşük düzeyde de olsa anormal getiri elde etme mümkünken 3. gün ve daha sonraki günlerde 1-2 alt sektör dışında anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

Tüm şirketler için düşük fiyatlamaya ilk 2 hafta devam etmektedir.

Sektörler bazında düşük fiyatlama Finans sektörü ve Diğer sektör grubunda 1 hafta, Bilişim sektöründe 2 ay ve Sanayi sektöründe 2 hafta devam etmektedir.

Tüm alt sektörler için kümülatif anormal getiriler pozitif ve negatif yönde karışık bir seyir izlemektedir.

Tüm elde edilen bu sonuçlar bize düşük fiyatlama anomalisinin BIST için geçerli olduğunu yani BIST’de gerçekleştirilen İHA’lardan piyasanın üstünde getiri sağlamanın mümkün olduğunu göstermektedir. İHA’da düşük fiyatlandırılmış hisselerden piyasanın üstünde kazanç sağlamak için, hisseler İHA fiyatı üzerinden (arz zamanında) satın alınmalı ve ilk işlem gününde ilk uygun fırsatta satılmalıdır. Daha sonraki günler piyasanın üstünde kazanç sağlamak mümkün olabilir, fakat çok risklidir.

İHA yatırımlarında dikkat edilmesi gereken önemli bir husus da aracı kurumun fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleridir. Aracı kurumlar İHA sonrası 1 aylık zaman diliminde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yapabilir. Şayet bir İHA’da hisse fiyatı İHA sonrası piyasada çakılıysa, aracı kurumun fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yaptığının bir işareti olabilir. Aracı kurum, fiyat istikrarını kaldırdığı zaman hisse fiyatının düşmesi beklenir. Bu durum anlaşıldığında 1 aylık sürenin sonuna doğru alımdan kaçınılmalıdır.

KAYNAKÇA

- Aktaş, R. Aydoğan, K. ve Karan, M. B.. (2003). Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange. <http://www.bilkent.edu.tr/~aydogan/IPOentrepreneurship.pdf>
- Altan, M. ve Hotamış, T. N.. (2008).. Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000–2006), KMU İİBF Dergisi, 10(14).
- Aydoğan, K. ve Yıldırım, J.. (1992). İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı, Unpublished Study for Third İzmir Economic Congress, Bilkent Üniv., Ankara.
- Bildik, R. ve. Yılmaz, M. K.. (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 2(2):49-75.

- Brigham, E.F. ve Ehrhardt, M.C..(2005). Financial Management, Thomson South- Western, 11. Edition, USA.
- Ceylan, A.. (2003). İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, 8. Baskı, Bursa.
- Chalk, A. J. ve Peavy, J.W.. (1987). Initial Public Offerings, Daily Returns, Offering Types and The Price Effect, Financial Analyst Journal.
- Draho, J.. (2004). The IPO Decision: Why And How Companies Go Public, Edward Elgar Publishing Inc, USA.
- Durukan, M. B.. (2002). The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of the Istanbul Stock Exchange, Managerial Finance, 28:18-38.
- Elmas, B.. (2011). The Influence of Foreign Portfolio Investments in ISE: An Index-Based Study in ISE, ISE Journal, 12 (47).
- Güzelhan, H. ve Ağar M.. (1991) İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı, İşletme ve Finans Dergisi, Kasım-Aralık:51-59.
- Karan M. B.. "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri", Ege Akademik Bakış Dergisi, I (2), 2001, s. 280-281.
- Karan M. B.. (2011). Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi, 3. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kıymaz, H.. (1997). İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB Dergisi, 2.
- Kıymaz, H.. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul Stock Exchange, Journal of Multinational Financial Management, 10:213-227.
- Loughran, T. Ritter J. R. ve Rydqvist K.. (1994). Initial Public Offerings: International Insights, Pacific-Basin Finance Journal, 2:165-199 çalışmaları'nın 2011 yılında gözden geçirilmiş hali. www.bear.warrington.ufl.edu/ritter/IntDec2011.pdf (Erişim Tarihi: 10.04.2011)
- Özmen T.. Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 61, Ankara 1997, s. 11.62.
- Sermaye Piyasası Kurumu (2010). Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-10, Ankara. www.spk.gov.tr/ (Erişim Tarihi: 05.02.2011)