

TÜRKİYE'DEKİ İLK HALKA ARZLARIN İLK GETİRİLERİ İLE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ¹

Ayten TURAN KURTARAN²

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de Ocak 1994-Aralık 2009 tarihleri arasında gerçekleşen ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. İlk halka arzların uzun dönem fiyat performansları hem Kümülatif Getiriler Yöntemi hem de Satın Al Elde Tut yöntemine göre incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, Türkiye'de gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırma düzeyinin yüksek olduğunu ve yatırımcıların ilk işlem gününde pozitif getiri sağladığını göstermektedir. Yatırımcıların, ilk işlem gününde en yüksek getiri elde ettiği sektörün imalat sanayi sektörü olduğu tespit edilmiştir. İlk günde yatırımcılara yüksek getiriler sağlayan ilk halka arzlar, uzun dönemde kümülatif getiriler yöntemine göre yüksek performans, satın al elde tut yöntemine göre ise düşük performans göstermiştir. İlk işlem gününde, düşük fiyatlandırılmış ilk halka arzlar yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzlara göre uzun dönemde daha iyi performans göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, İlk Getiri, Fiyat Performansı

JEL Sınıflandırması: G10, G30

ANALYSIS OF RELATIONSHIP BETWEEN INITIAL RETURN AND LONG-TERM PRICE PERFORMANCE OF IPOs IN TURKEY

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze relationship between initial returns and long-run price performances of initial public offerings (IPOs) that have taken place in Turkey in the period of January 1994-December 2009. The long-run price performances of IPOs is to examine according to the both Cumulative Abnormal Return and Buy and Hold Return methods. Obtained results demonstrate that underpricing level of IPOs taken place in Turkey is high and investors provide positive return in first day trading. Manufacturing industry sector has been determined as sector investors are obtained highest initial return in first trading day. IPOs providing high return to investors in first trading day have shown high performance according to the CAR method, low performance according to the BHR method in the long run. Consequently, underpriced IPOs have shown higher performance according to overpriced IPOs in first day trading.

Keywords: Initial Public Offering, Initial Return, Price Performance.

JEL Classification: G10, G30

¹ Bu çalışma Ayten TURAN KURTARAN'ın doktora tezinden üretilmiştir.

² Öğretim Görevlisi Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi Trabzon MYO, aytentu@hotmail.com

1.Giriş

İşletmeler için faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında fon bulmak, işletmelerin hayatta kalabilmeleri ve finansal yapılarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri için gerekli bir işlemdir. İşletmeler, ilk halka arzlar sayesinde alternatif bir finansman kaynağına rahatlıkla erişebilmektedir.

Türkiye’de işletmelerin fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere gerçekleştirdikleri ilk halka arzlar sermaye piyasasının hacminin artması ve gelişmesi açısından olumlu bir gelişme olmakla birlikte, ilk halka arzların yatırımcıya kısa ve uzun dönemde neler sağladığı veya yatırımcıların gerçekten bu işlemde nasıl bir getiri elde ettikleri de tartışılan bir konu olmuştur.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmaların büyük çoğunluğunda, ilk halka arzlarda hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı tespit edilmiştir. Düşük fiyatlandırma; ilk halka arzlarda hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasından sonraki dönemde fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıkması, başka bir deyişle pozitif bir ilk getiri sağlamasıdır. Bu duruma finans literatüründe “düşük fiyatlandırma olgusu” denmektedir (Chalk ve Peavy, 1987: 65). Çalışmalarda, düşük fiyatlandırmanın ekonomik konjonktürden-mevzuata, halka arz tipinden-ihracın gerçekleştiği sektöre kadar birçok faktörden etkilendiği belirtilmiştir.

Türkiye’de daha çok ilk halka arzların kısa dönem fiyat performansları değerlendirilmiş ve hisse senetlerinin büyük oranda düşük fiyatlandırıldığı tespit edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de gerçekleşen ilk halka arzların Ocak 1994 - Aralık 2009 döneminde düşük fiyatlandırma düzeyinin ve uzun dönem fiyat performanslarının tespit edilmesi ve düşük fiyatlandırmanın uzun dönem fiyat performansı üzerindeki etkisinin test edilmesidir. Çalışmada, ilk halka arzların düşük fiyatlandırma düzeyi ve uzun dönem fiyat performansları sektörel olarak sınıflandırılarak ayrı ayrı incelenmiştir. Çalışma döneminin uzun tutulmasıyla daha fazla işletmenin analiz kapsamına alınması ve böylece elde edilen sonuçların daha fazla veriye dayandırılması amaçlanmıştır. İlk halka arzların uzun dönem fiyat performansları hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 36 aylık (3 yıllık) zaman dilimi dikkate alınarak incelendiğinden, 1 Ocak 1994 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasındaki ilk halka arzlar araştırmaya dahil edilmiştir.

İlk halka arzların uzun dönem fiyat performanslarının analizinde literatürdeki çalışmalardan farklı olarak Kümülatif Getiriler Yöntemi ile Satın Al Elde Tut Yöntemi birlikte kullanılmıştır. Her iki yöntemde göre uzun dönem fiyat performansları hesaplanmış ve düşük fiyatlandırma ile bu performanslar arasındaki ilişki ayrı ayrı incelenerek, sonuçlar birbirleriyle karşılaştırılmıştır.

Çalışma altı kısımda incelenmiştir. Başlangıçta konuya genel bir giriş yapılarak, ilk halka arzların hem düşük fiyatlandırılması hem de uzun dönem fiyat performanslarını inceleyen çalışmalar kısaca özetlenmiştir. Üçüncü kısımda veri setine ilişkin bilgiler verilmiştir. Dördüncü kısımda çalışmada kullanılan yöntemler açıklanmış ve beşinci kısımda ise elde edilen bulgular sunulmuştur. Sonuç bölümünde ise çalışmadan elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

2. Literatür Çalışması

2.1 İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırılması İle İlgili Çalışmalar

Hisse senetlerinin çeşitli sebeplerden dolayı gerçek değerinin altında satılarak (düşük fiyatlandırılarak) halka arz edildiği yapılan çeşitli çalışmalarla ortaya konmuştur. Halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya yönelik birçok hipotez, çeşitli piyasalar ve farklı zaman aralıkları için ampirik olarak test edilmiş ve bazı hipotezlerin ampirik bulgularla desteklenmediği görülmüştür. Hipotezlerin bir kısmı asimetric bilgiye önem verirken bir kısmı piyasa yapısının önemini vurgulamaktadır.

D.P. Baron (1982), aracı kurumların sermaye piyasası hakkında hisse senedi ihraç eden işletmelerden daha fazla bilgiye sahip olduğunu varsayan bir model geliştirmiştir. Bu modele göre, hem hisse senedine gelecek talebin hem de piyasa fiyatının hangi seviyede olacağından emin olmayan ihraççı işletme fiyat kararını aracı kuruma bırakır. Bu durumda da hisse senetlerinin daha düşük fiyatla piyasaya sunulmasını kabul etmiş olur.

Muscarella ve Vetsuypens (1989) yaptıkları çalışmada, 1970-1987 yılları arasında kendi hisse senetlerini halka arz eden 38 aracı kurumu incelemişler ve asimetric bilgi hipotezini test etmişlerdir. Çalışmada, hisse senetlerini ihraç eden kurum ile aracı kurum aynı olduğunda Baron'un hipotezindeki gibi bir asimetric bilginin sözü konusu olmadığı belirtilmiş, aracı kurum kendi hisse senetlerini halka arz ettiğinden düşük fiyatlandırmanın olmaması beklenmiştir. Fakat araştırma sonuçları hipotezi desteklememiş, ortalama ilk getiri sıfırdan çok farklı olarak %7,12 olarak bulunmuştur.

Ritter (1984), küçük spekülative işletmelerin hisse senetlerinin, halka arza aracılık eden aracı kurumların monopson gücü sonucunda düşük fiyatlandırıldığını ileri sürmüştür. Ritter'e göre ilk halka arz piyasası bölümlere ayrılmıştır. Küçük işletmelerin hisse senetlerinin ilk halka arzında aracılığı üstlenen aracı kurumun ihraççı karşısındaki pazarlık gücü oldukça yüksektir. Bu tip aracı kurumlar, hisse senetlerinin fiyatlarını kasıtlı olarak düşük tutmakta ve bu hisse senetlerini kendi aracılık hizmetlerinden düzenli bir şekilde yararlanan müşterilerine satmaktadırlar.

Carter ve Manaster (1990), 1 Ocak 1979 ve 17 Ağustos 1983 tarihleri arasında 501 ilk halka arzı incelemişlerdir. Analiz sonucunda, aracı kurumun itibarı ile ilk getirilerin büyüklüğü ve varyansı arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Yine, James ve Wier (1990) yaptıkları çalışmada, aracı kurumun itibarı ile ilk getiri arasında önemli bir ilişki bulamamıştır.

Ritter (1987), 1977-1982 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 926 hisse senedini kullanarak, küçük ve daha spekülâtif olan işletmelerin en iyi gayret anlaşması yöntemini kullandığını ve düşük fiyatlandırılma düzeylerinin daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Logue (1973) ve Ibbotson (1975) halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasının yasal sorumluluğu azaltabileceğini belirtmişlerdir. Tınıç (1988) yasal sorumluluğa karşı sigorta hipotezini ileri sürmüştür. Tınıç (1988), düşük fiyatlandırmanın aracı kurumun itibarına ve yasal sorumluluklarına karşı bir tür sigorta görevi yaptığını savunduğu modeli geliştirip, ABD piyasası için test etmiştir. Drake ve Vetsuypens çalışmalarında 1933 yılındaki Kıymetli Evrak Yasası'nın kabulünden sonraki dönemde 1969-1990 yılları arasında halka açılan ve ilk halka arzda hazırladıkları prospektüsteki yanlış bilgilendirmeden dolayı haklarında dava açılan 93 işletmenin halka arzını incelemişlerdir. Drake ve Vetsuypens çalışmalarında 93 işletmenin ilk halka arzında ilk günkü getiriyi %9,18 olarak bulmuşlardır. Bu sonucun da diğer ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırmaya benzer olduğunu belirtmişler ve dava edilmeyi önlemek için hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığını ileri sürülebileceğini vurgulamışlardır. Lowry ve Shu (2002) ise, çalışmalarında düşük fiyatlandırmanın bu yasadaki kaynaklanmadığını, bu yasanın olmadığı birçok ülkede de düşük fiyatlandırmanın gerçekleştiğini belirtmiştir.

Hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasını açıklamaya çalışan ve oldukça yaygın olan bir görüş ise ilk halka arzda düşük fiyatlandırılma sonucu uğranılan zararın ikinci ihraçta telafi edileceği şeklinde açıklanmaktadır. Ibbotson (1975), bu durumu "yatırımcının damağında iyi bir tat bırakmak" şeklinde tanımlamaktadır. Allen ve Faulhaber (1989); Chemmanur (1993); Grinblatt ve Hwang (1989); Welch (1989) yaptıkları çalışmalarda, düşük fiyatlandırmanın bir sinyal olarak algılanabileceğini ve işletmelerin ihraç fiyatı vasıtasıyla yatırımcıya güvenilir bir şekilde bilgi iletebileceğini ileri sürmüşlerdir. Chemmanur (1993) çalışmasında, ihraççı işletmelerin gelecekte gerçekleştirecekleri halka arzlarda fiyatı artırabilmek ve bilgi edinmeyi teşvik etmek için ilk halka arzda hisse senetlerini düşük fiyatlandırdıklarını ileri sürmüştür. Allen ve Faulhaber (1989) çalışmasında, karın direkt alıcısı yatırımcı olduğu için, düşük fiyatlandırmanın bilgi alınabilecek diğer değişkenlere göre daha iyi olduğunu ve düşük fiyatlandırmanın yatırımcılar tarafından takip edilmesinin fazla maliyet gerektirmediğini belirtmişlerdir.

Kurumsal gecikme hipotezine göre, hisse senetlerinin ilk halka arzda düşük fiyatlandırılması halka arz sürecinde belirlenen fiyat ile hisse senetlerinin borsada işlem göreceği zaman arasındaki sürede borsa endeksinde meydana gelen yükselişten kaynaklanmaktadır. Ritter (1984) çalışmasında, kurumsal gecikme hipotezinin ilk günkü getirinin yüksek olmasını yani düşük fiyatlandırmayı açıklayamadığını belirtmiştir. Kıymaz (1997) düşük fiyatlandırma için ileri sürülen bu hipotezi,

İMKB’de 1990-1995 yılları arasında halka arz edilen hisse senetleri için test etmiştir. Analiz sonucunda, bu hipotezin düşük fiyatlandırmayı açıklamada anlamlı olduğu sonucuna varmıştır.

Ritter (1987) ve Chalk-Peavy (1987) çalışmalarında, en iyi gayret aracılığı yönteminde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri fiyatlarının tam yüklenim aracılık yöntemine göre belirlenen fiyatlardan daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

Hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılmasının diğer bir açıklaması ise tarafların yani aracı kurumun ve ihraççı işletmenin deneyim eksikliğinden kaynaklandığı şeklindedir (Kunz ve Aggarwal, 1994: 715). Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin arzından daha fazla talep olması halinde yatırımcının damağında iyi bir tat bırakılmaktadır. Bu durumda yatırımcılar bir sonraki ihraçta hisse senedi satın almayı öncelikle tercih etmektedirler (Lerner, 1994: 294).

Hanley (1993), Ocak 1983-Eylül 1987 tarihleri arasında tam yüklenim aracılığı ile halka arz edilen 1430 hisse senedini incelemiştir. Bu analizde, ilk satış aşamasında ihraç fiyatının revizyonu, ihracın boyutu ve ilk getirilerin seviyesi arasındaki ilişki incelenmiştir. İhraç fiyatının revizyonu ile ilk getiriler arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

2.2 İlk Halka Arzların Fiyat Performansları İle İlgili Çalışmalar

İlk halka arzların fiyat performansları ile ilgili yapılan araştırmalarda, düşük fiyatlandırma ve kısa dönem performanslarla ilgili elde edilen sonuçlar çoğunlukla birbirleriyle uyumlu iken, uzun dönem performanslarla ilgili elde edilen sonuçlar arasında önemli farklılıkların ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

McDonald ve Fisher (1972), Amerika Birleşik Devletleri’nde halka arz edilen 142 adet hisse senedinin performansını 5 dönemde incelemişler ve hisse senetlerinin ilk halka arz edildiğinde yüksek getiriler sağlamasına rağmen ilerleyen zamanlarda hisse senetlerinin bu avantajını kaybettiğini tespit etmişlerdir. Reilly 1978 yılında yaptığı çalışmada, 1972-1975 yılları arasında ABD’de halka ilk kez arz edilen 553 işletmeyi incelemiştir. Sonuçlar, halka arz fiyatından hisse senetlerini satın alan yatırımcıların piyasa göre daha yüksek getiriler elde ettiklerini göstermiştir. Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977-1987 yılları arasında ABD’de 1598 ilk halka arz için birinci, ikinci, yirminci ve yüzüncü işlem günleri için düzeltilmiş getirileri hesaplamışlardır. Analiz sonucunda, ilk işlem gününde piyasa getirisine göre kazanılan getiri oranı %10,67, ikinci gün için %11,16, yirminci gün için %10,83 ve yüzüncü gün için %11,17 olarak belirlenmiştir. Uzun dönem performansı tespit etmek için hesaplanan 250 gün sonundaki ortalama düzeltilmiş getiri ise %-13,73 olarak belirlenmiştir. Ritter (1991), 1975-1984 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 1526 ilk halka arzın uzun dönem performanslarını incelemiştir. İlk halka arzların uzun dönem performansları kümülatif düzeltilmiş getiriler yöntemi ve satın al elde tut stratejisiyle değerlendirilmiştir. İlk gün getiriler hariç, halka arzdan sonraki ilk iki ayda cüzi bir artış yaşandıktan sonra 36 ayın sonunda kümülatif düzeltilmiş getiriler %-29,13’e ka-

dar düşmüştür. İlk halka arzların üç yıllık elde tutma dönemi sonundaki ortalama getirisi ise %34,47 olarak hesaplanmıştır. Lee, Taylor ve Walter'ın (1996), Avusturya Borsası'nda 1976-1989 yıllarında halka arz edilen 266 hisse senedinin performansını incelemişlerdir. Çalışmada, kısa dönemde düşük fiyatlamamanın %11,8 olduğu, uzun dönemde ise getirilerin negatif olduğunu (-%51) belirlemişlerdir. Kunz ve Aggarwal (1994), 1983-1989 yılları arasında, İsviçre'de ilk defa halka arz edilen 42 hisse senedinin kısa ve uzun dönem performanslarını incelemişlerdir. Hisse senetlerin ilk gün getirisini %35,8 olarak hesaplanmıştır. Halka arz edilen hisse senetlerinin birinci, ikinci ve üçüncü yıl sonundaki performansları ise sırasıyla %6,7, %1,8 ve -%6,1 olarak belirlenmiştir. Lyn ve Zychowicz (2003), 1991-1998 yılları arasında 103 Polonya ve 33 Macaristan işletmesinin ilk halka arzlarının kısa ve uzun vadeli performanslarını incelemişlerdir. İlk gündeki düzeltilmiş getiriler Macaristan ve Polonya işletmeleri için sırasıyla %15,12 ve %54,45 bulunmuştur. İşletmelerin uzun vadeli performanslarına bakıldığında, ilk gün elde edilen kazancın aşındığı sonucuna ulaşılmıştır. Chi ve Padgett (2005) yaptıkları çalışmada, 1996-2000 yılları arasında Çin piyasasında hem Shanghai hem de Shenzhen borsalarında gerçekleşen 668 ilk halka arzın düşük fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığını incelemişlerdir. Çalışma da halka arz edilen hisse senetleri için birinci, beşinci, onuncu ve yirminci işlem günleri için piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getiriler hesaplanmıştır. Bu getiriler, ilk işlem günü için %129,16, beşinci işlem günü için %126,93, onuncu işlem günü için %126,93 ve yirminci işlem günü için ise %124,95 olarak gerçekleşmiştir. Yu ve Tse (2005) ise, Çin piyasasında 1995-1998 yılları arasında 343 işletmeyi kapsayan çalışmalarında ilk gün ortalama getiriyi %123,59 olarak bulmuşlardır.

Türkiye'de halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları farklı araştırmacılar tarafından incelenmiş ve çeşitli sonuçlara varılmıştır. Yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler genellikle birbirleri ile benzerlik göstermektedir. Türkiye'deki çalışmalar, Aydoğan-Yıldırım(1992), Güzelhan-Ağar(1991), Kıymaz (1996), Kıymaz (1997), Canbaş-Düzakın (1998), Özer (1999), Kıymaz (2000), Ayden-Karan (2000), Durukan (2002), Teker-Ekit (2003), Küçükocaoğlu-Alagöz (2006), Bildik-Yılmaz (2008) ve Kırkulak (2010) tarafından yapılmıştır.

Kıymaz (1996) tarafından finans ve imalat sanayi sektörleri için yapılan iki çalışmada da, 1990-1995 döneminde halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarını incelenmiştir. Kıymaz, finansal kurumlar için ortalama ilk gün düzeltilmiş getiriyi %15,3 olarak bulmuştur. Uzun dönemde ilk gündeki pozitif düzeltilmiş getirilerin yerini negatif getirilerin aldığı gözlenmiştir. Kıymaz diğer çalışmasında ise imalat sektörü kuruluşlarının 36 aylık dönemde %41,33 oranında kümülatif düzeltilmiş getiri sağladığını ortaya koymuştur. Kıymaz (2000) çalışmasında, 1990-1996 yılları arasında gerçekleşen 163 ilk halka arzın %13,1 oranında düşük fiyatlandırıldığını, ihracının yaşı, piyasa getirisi, kurumsal mülkiyet ve aracı kurum ile ihracı arasındaki ilişkiyi düşük fiyatlandırmanın belirleyicileri olarak tespit etmiştir. Canbaş ve Düzakın (1998), 1994-1997 yılları arasındaki 92 ilk halka arzın fiyat per-

formansını incelemişlerdir. Çalışmada kısa dönem kümülatif düzeltilmiş getiri %6, uzun dönem kümülatif düzeltilmiş getiri ise -%37,2 olarak bulunmuştur. Özer (1999), Kasım 1989-Aralık 1994 dönemindeki ilk halka arzların fiyat performanslarını inceleyen çalışmasında, halka arzın ilk 3 gününde yatırımcıların yüksek getiri elde ettiklerini tespit etmiştir. Durukan (2002) 1990-1997 yılları arasında 173 ilk halka arzı incelemiştir. Çalışmada ilk halka arzların piyasaya göre düzeltilmiş getirilerinin ilk yıl sonunda azaldığı, ikinci yıl sonunda yükselişe geçtiği ve üçüncü yıl sonunda ise tekrar düştüğü tespit edilmiştir. Ancak, sadece yirmi dördüncü ay sonunda hesaplanan getiri değeri %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kırkulak (2010) yaptığı çalışmada, 1995-2004 dönemindeki ilk halka arzların beş yıllık uzun dönemli performanslarını incelemiştir. Analiz sonucunda ortalama ilk getiri %8,26 olarak tespit edilmiş ve getirilerin sektörlere göre dağılımı yapıldığında en fazla ortalama ilk getirinin elektrik ve mali kuruluşlar sektörlerinde gerçekleştiği bulunmuştur.

İlk halka arzların kısa dönem fiyat performanslarını değerlendiren çalışmaların çoğunluğunda yatırımcıların kısa dönemde piyasa getirisinin üzerinde getiri elde ettiği belirlenmiştir. Uzun dönemde oluşan hisse senedi getirilerinin ise bazı çalışmalarda pozitif, bazılarında ise negatif olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir.

3. Veri Seti

Araştırma, Ocak 1994 ile Aralık 2009 tarihleri arasındaki 16 yıllık zaman dilimini kapsamaktadır. İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını değerlendirmek için halka arzdan sonraki 3 yıllık veriye ihtiyaç duyulduğundan araştırmaya Ocak 1994 ile Aralık 2006 tarihleri arasında gerçekleşen ilk halka arzlar dahil edilmiştir. Söz konusu dönemde İMKB’de toplam 218 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerin 205’i araştırma kapsamına alınmıştır. Araştırma kapsamına alınamayan 13 şirketin bir kısmının İMKB’de işlem sırası kapatılmış, bir kısmına kriz dönemlerinde el konulmuş ve bir kısmının da verilerine ulaşılamamıştır. 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen ve analize dahil edilen halka arz sayıları Tablo 1’de belirtilmiştir.

En fazla halka arz 2000 yılında gerçekleşmiştir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat ayında yaşanan finansal krizlerin birçok alanda yarattığı hasar, sermaye piyasalarında da görülmüş ve 2001-2003 yılları arasında yalnızca 7 adet ilk halka arz gerçekleşmiştir. 2004 yılından sonra ilk halka arzlar yine ivme kazanmaya başlasa da gerçekleşen halka arz sayıları tatmin edici düzeyde olmamıştır.

Bu çalışmada ilk halka arzlar faaliyet gösterdikleri sektörlere göre 6 gruba ayrılmıştır. Sektör ayrımı yapılırken İMKB’nin yaptığı sektör sınıflandırmasındaki ana sektörler dikkate alınmıştır. Bu ana sektörler;

-İmalat sanayi (96)¹,

¹ Parantez içindeki değerler, sektörlerde gerçekleşen ilk halka arzların sayısını göstermektedir.

- Mali kuruluşlar (72),
- Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar (10),
- Teknoloji (10),
- Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler (8),
 - Elektrik, gaz ve su (4),
 - Ulaştırma, haberleşme ve depolama (3),
 - Madencilik (1),
 - İnşaat ve bayındırlık (1)'tir.

Elektrik gaz ve su, ulaştırma haberleşme ve depolama, madencilik ve inşaat, bayındırlık sektörlerinde faaliyet gösteren şirket sayıları az olduğu için, bu sektörler diğer kuruluşlar başlığı altında birleştirilmiştir.

Tablo 1: İlk Halka Arzların Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	İlk Halka Arz Sayısı	Analize Dahil Edilen İlk Halka Arz Sayısı	Yıllar	İlk Halka Arz Sayısı	Analize Dahil Edilen İlk Halka Arz Sayısı
1994	25	21	2001	1	1
1995	29	27	2002	4	4
1996	27	25	2003	2	2
1997	29	29	2004	12	12
1998	20	19	2005	9	9
1999	10	9	2006	15	15
2000	35	32	TOPLAM	218	205

4. Yöntem

4.1 İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Düzeyinin Hesaplanması

Düşük fiyatlandırma düzeyinin tespit edilmesi için hisse senetlerinin halka açıldığı ilk işlem günündeki getirisinin hesaplanması gerekir.¹ İlk işlem günü, halka açılan hisse senetlerinin borsada işlem gördüğü ilk gündür.

İlk getiri, ilk halka arzların borsada işlem görmeye başladığı ilk gün gerçekleşen getirisidir. İlk getiri, hisse senedinin açılış fiyatı ile kapanış fiyatı arasındaki farkın yüzdesi olarak hesaplanmaktadır. Hisse senedi o gün işlem görmeye başladığı için ilk işlem gününde hisse senedinin açılış fiyatı halka arz fiyatı olarak kabul edilmektedir. İlk işlem gününün sonunda oluşan fiyat, hisse senedinin kapanış fiyatı (ilk işlem fiyatı)dır. Hem hisse senetlerinin halka arz fiyatları hem de bu hisse senetleri-

¹ İlk işlem gününde gerçekleşen getiri “ilk gün getirisi” ve “ilk getiri” gibi farklı kavramlarla ifade edilmektedir. Bu çalışmada “ilk getiri” kavramı kullanılmıştır.

nin ilk işlem günündeki kapanış fiyatları İMKB'nin veri tabanından elde edilmiştir. İlk getiriler piyasa hareketlerine göre düzeltilmemiş getirilerdir. Her bir ilk halka arz için ilk getiri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{İlk Getiri} = \frac{\text{İlk Gün Kapanış Fiyatı}}{\text{Halka Arz Fiyatı}} - 1 \quad (1)$$

İlk halka arzlarda ilk getirinin yanı sıra “açılış getirisi” ve “gün içi getiri” olmak üzere farklı alternatif getiriler de hesaplanmaktadır (Barry ve Jennings, 1993: 57).

Açılış getirisi (opening price return), ilk işlem günündeki açılış fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki fiyat değişiminin yüzdesi olarak tanımlanmakta ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Açılış Getirisi} = \frac{\text{İlk Gün Açılış Fiyatı}}{\text{Halka Arz Fiyatı}} - 1 \quad (2)$$

Gün içi getiri (intraday return), ilk halka arzın gerçekleştiği ilk işlem gününde elde edilen getiridir. İlk işlem günündeki kapanış fiyatı ile açılış fiyatı arasındaki fiyat değişiminin yüzdesi olarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Gün İçi Getiri} = \frac{\text{İlk Gün Kapanış Fiyatı}}{\text{İlk Gün Açılış Fiyatı}} - 1 \quad (3)$$

Bu araştırmada, en çok kabul gören ve literatürdeki çalışmalarda en fazla uygulama alanı bulan 1 numaralı denklem dikkate alınarak ilk getiriler hesaplanmıştır. Hesaplanan ilk getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığını test etmek için “tek örnek t testi” yapılmıştır.

4.2 İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Fiyat Performansının Hesaplanması

İlk halka arzlarda uzun dönem fiyat performansları hesaplanırken iki farklı yöntem kullanılmıştır. Yöntemlerden biri, çalışmalarda en fazla uygulama alanı bulan kümülatif getiriler yöntemi, diğeri ise satın al elde tut yöntemidir.

Kümülatif getiriler yöntemi, bir hisse senedinin fiyatı üzerinde olayların etkisini değerlendirmek için kullanılan, hisse senedinin gerçek getirisi ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi tanımlayan bir yöntemdir (Mandacı, 2003: 6).

Bu yöntemde değerlendirme hisse senedi veya portföyün kümülatif anormal getirileri hesaplanarak yapılmaktadır. Kümülatif anormal getiri (Cumulative Abnormal Return, CAR), bir yatırımın değerini tanımlamak için kullanılan finansal bir terimdir ve belirlenmiş bir hisse senedi veya portföyün belirli bir zaman periyodundaki bütün anormal getirilerinin toplamı olarak ifade edilir.

Anormal getiri, tek bir hisse senedi veya portföyün getirisinin o piyasadaki geniş kapsamlı endeksin getirisine göre düzeltilmesi ile hesaplanmaktadır (Akkoç, 2009: 209). Anormal getiri, düzeltilmiş getiri olarak ta ifade edilmektedir. Düzeltilmiş getiri, ham getirinin piyasa hareketlerine göre düzeltilmesi sonucu oluşan getiridir. t dönemindeki getirinin düzeltme işlemi piyasa endeksinin aynı döneme denk gelen getirisi dikkate alınarak yapılır. Uygulanan bu yöntem, ilk halka arzların sistematik riskinin piyasadan önemli derecede farklı olmadığını varsayar. Yani, hem ilk halka arzların hem de piyasanın betasının (β) 1'e eşit olduğu varsayılır (Özer, 1999: 31).

Satın al elde tut yöntemi (Buy and Hold Return, BHR), yatırımcının hisse senetlerini satın aldığı ve piyasada oluşan dalgalanmaları dikkate almadan uzun bir süre elinde tuttuğu pasif bir yatırım stratejisidir. Bu stratejiyi uygulayan yatırımcı, hisse senetlerini etkin bir şekilde seçmekte, kısa dönemde piyasada oluşan hareketlerle ve teknik göstergelerle ilgilenmemektedir. Satın al elde tut yöntemine göre hesaplanan getiriler çalışmada, elde tutma getirisi olarak ifade edilmiş ve bu getirilerde piyasa endeksinin aynı döneme denk gelen getirileri dikkate alınarak düzeltilmiştir.

4.2.1 Kümülatif Getiriler Yöntemine Göre İlk Halka Arzların Fiyat Performansının Hesaplanması

Analizde, ilk halka arzların uzun dönem fiyat performanslarının değerlendirilmesi için hisse senetlerinin ve piyasa endeksinin aylık getirileri kullanılmış, piyasa endeksi olarak İMKB Ulusal 100 Bileşik Endeksi dikkate alınmıştır.

İlk halka arzların uzun dönem fiyat performanslarının belirlenebilmesi için gerekli olan hisse senetlerinin aylık getiri değerleri İMKB veri tabanından elde edilmiştir. Bu getiriler, İMKB tarafından şirketlerin sermaye artırımları ve temettü ödemelerine göre düzeltilmiş fiyatları üzerinden hesaplanmaktadır.

İlk kez halka arzedilen 205 hisse senedinin uzun dönem fiyat performansının tespit edilebilmesi için aynı aya denk gelen piyasa endeksinin aylık getirilerinin de hesaplanması gerekmektedir. Hesaplamaların yapılabilmesi için gerekli olan piyasa endeksinin aylık kapanış fiyatları Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) veri tabanından elde edilip, piyasa endeksinin aylık getirileri de aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$G_{mt} = \frac{F_{mt} - F_{m(t-1)}}{F_{m(t-1)}} \quad (4)$$

Formüle; G_{mt} , piyasa endeksinin t ayındaki getirisini, F_{mt} , piyasa endeksinin t ayındaki kapanış fiyatını, $F_{m(t-1)}$ ise piyasa endeksinin t'den bir önceki aya ait kapanış fiyatını göstermektedir.

Hisse senetlerinin getirileri piyasa getirilerine göre aşağıdaki formüle göre düzeltilmiş ve DG_{it} sembolü ile ifade edilmiştir.

$$DG_{it} = \left(\frac{1 + G_{it}}{1 + G_{mt}} \right) - 1 \quad (5)$$

Hisse senedi getirilerinin düzeltilmesi için kullanılan bu yöntem daha çok, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen ilk halka arzların performans değerlendirilmesi yapılırken kullanılmıştır. Örneğin, Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993), Brezilya Şili ve Meksika'yı kapsayan ve bu ülkelerde ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performanslarını incelerken hisse senedi getirilerini piyasa getirisine göre bu yöntemle düzeltilmiştir. Türkiye de gelişmekte olan bir ülke olduğu için bu çalışmada hisse senedi getirileri mevcut çalışmalardan farklı olarak bu yöntemle düzeltilmiştir.

Hisse senetlerinin t dönemdeki ortalama düzeltilmiş getirisi \overline{DG}_t sembolü ile ifade edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\overline{DG}_t = \frac{1}{n} \left(\sum_{i=1}^n DG_{it} \right) \quad (6)$$

Formüle; n, ilk halka arzların sayısını göstermektedir.

İlk işlem zamanından t'nci işlem zamanına kadar kümülatif düzeltilmiş getiriler, ortalama düzeltilmiş getirilerin toplanmasıyla hesaplanmakta ve aşağıdaki formülle ifade edilmektedir:

$$KDG_{1,t} = \sum_{t=1}^t \overline{DG}_t \quad (7)$$

4.2.2 Satın Al Elde Tut Yöntemine Göre İlk Halka Arzların Fiyat Performansının Hesaplanması

Satın al elde tut yöntemine göre hesaplanan hisse senedi getirileri, çalışmada elde tutma getirisi olarak ifade edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$EG_{it} = \prod_{t=1}^n (1 + G_{it}) - 1 \quad (8)$$

Formüle; EG_{it} , i hisse senedinin t zamandaki elde tutma getirisini, G_{it} , i hisse senedinin t zamandaki getirisini ve n, süreyi veya hisse senedi getirilerinin hesaplandığı dönem sayısını göstermektedir.

EG_{mt} her bir t işlem zamanında m piyasa endeksi için elde tutma getirisini göstermektedir ve aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$EG_{mt} = \prod_{t=1}^n (1 + G_{mt}) - 1 \quad (9)$$

Formüle; G_{mt} , m piyasa endeksinin t zamandaki getirisini göstermektedir.

Bir hisse senedinin t işlem zamanında piyasa getirisine göre düzeltilmiş elde tutma getirisi DEG_{it} sembolü ile ifade edilmekte ve aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$DEG_{it} = \left(\frac{1 + EG_{it}}{1 + EG_{mt}} \right) - 1 \quad (10)$$

Halka arzdan sonraki her bir t döneminde, halka arz edilen hisse senetlerinin ortalama düzeltilmiş elde tutma getirileri bulunmak istenildiğinde düzeltilmiş elde tutma getirilerinin aritmetik ortalaması hesaplanmalıdır.

t döneminde halka arz edilen hisse senetlerinin ortalama düzeltilmiş elde tutma getirileri \overline{DEG}_t sembolü ile ifade edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\overline{DEG}_t = \frac{1}{n} \left(\sum_{i=1}^n DEG_{it} \right) \quad (11)$$

Formülde; n ilk halka arzların sayısını göstermektedir.

Düzeltilmiş elde tutma getirisinin pozitif değer alması, ilk halka arzların piyasa getirisine göre daha iyi performans gösterdiğini ifade etmektedir.

Analizde elde edilen kümülatif düzeltilmiş getiriler ve düzeltilmiş elde tutma getirilerine “tek örnek t testi” analizi uygulanmış ve bu getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı, diğer bir ifadeyle istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıkları test edilmiştir.

Bu çalışmada, ilk halka arzlar ilk getiri değerlerine göre gruplara ayrılmış ve bu gruplar arasında uzun dönem fiyat performansları yönünden bir farklılık olup olmadığını belirlemek amacıyla “Kruskall Wallis” testi yapılmıştır.

Ayrıca, uzun dönemde ilk halka arzların fiyat performansları arasında hem kümülatif düzeltilmiş getirilere göre hem de düzeltilmiş elde tutma getirilerine göre sektörler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla “Friedman Testi”nden yararlanılmıştır.

5. Bulgular

5.1 İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Düzeyi İle İlgili Bulgular

Çalışma kapsamındaki ilk halka arzlar için hesaplanan ilk getiri ile ilgili özet istatistikler Tablo 2’de verilmiştir. Buna göre ortalama ilk getiri %8.32 olarak hesaplanırken en yüksek ilk getiri değeri %86,22 ve en düşük ilk getiri değeri -%18,26 olarak belirlenmiştir. Analize dahil edilen tüm hisse senetleri için hesaplanan ilk getiri istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Tablo 2: İlk Getiri İle İlgili Özet İstatistikler

Sektörler	Şirket Sayısı	En Düşük	En Yüksek	Ortalama (%)	Medyan	Std. Sapma	t- ist.
Tüm	205	-18.26	86.22	8.32 ^a	6.82	0.146	8.185
İmalat San.	96	-17.74	86.22	9.22 ^a	7.89	0.152	5.925
Mali Kur.	72	-15.24	80.00	8.82 ^a	7.14	0.145	5.143
Top.Per. T.	10	-10.00	22.83	3.34	1.67	0.095	1.106
Teknoloji	10	-8.88	23.53	6.72 ^c	2.65	0.115	1.849
Diğer Kur.	9	-6.15	22.62	10.58 ^b	8.33	0.111	2.870
Eğitim Sağ.	8	-18.26	21.90	-1.33	-4.98	0.166	-0.226

^a 0,01 düzeyinde anlamlı

^b 0,05 düzeyinde anlamlı

^c 0,10 düzeyinde anlamlı

Türkiye’de ilk halka arzların kısa dönem performansını değerlendirmek için yapılmış çalışmalardan Özer’in (1999) çalışmasında ilk getiri değeri %12,18, Kıymaz’ın (2000) çalışmasında %13,1, Durukan’ın (2002) çalışmasında %14,61, Bıldik-Yılmaz’ın (2008) çalışmasında %5,94 ve Kırkulak’ın (2010) çalışmasında %8,26 olarak bulunmuştur.

Sektörlere göre ilk getiriye bakıldığında, 96 ilk halka arzla en fazla arzın gerçekleştiği imalat sanayi sektörü aynı zamanda %86,22 ile en yüksek ilk getiriye sahip olan sektör olmuştur. Bu sektördeki ortalama ilk getiri %9,22 ve en düşük ilk getiri -%17,74 olarak gerçekleşmiştir. Aynı zamanda ilk getiriler istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. İlk halka arz sayısının en yüksek olduğu ikinci sektör mali kuruluşlar sektörüdür. Bu sektördeki 72 ilk halka arz için ilk getiri %8,82 olarak hesaplanmıştır. Bu değer istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Toptan-perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe analize dahil edilen ilk halka arz sayısı 10’dur. Bu sektör için gerçekleşen %3,34’lük ilk getiri tüm örnek için hesaplanan değer gerisinde kalmıştır. Ancak bu sektör için hesaplanan ilk getiri değeri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Teknoloji sektörünün ilk getirisi %6,72 olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün ilk getirisi -%1,33 olarak tespit edilmiştir. Ancak bu değer de istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Diğer kuruluşlar başlığı altında toplanan elektrik, gaz ve su, ulaştırma, haberleşme ve depolama, madencilik, inşaat ve bayındırlık sektörlerindeki 10 ilk halka arz için ilk getiri %10,58 olarak hesaplanmıştır. İlk getirinin en yüksek tespit edildiği sektör diğer kuruluşlar sektörüdür. Bu değer istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer kuruluşlar sektöründe yer alan elektrik, gaz ve su sektöründe halka arz edilen 4 hisse senedi için ilk getiri %11,5, ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründeki 3 hisse senedi için de ilk getiri %15,9 olarak gerçekleştiği için diğer kuruluşlar sektöründe ilk getiri değeri diğer sektörlerle nispeten daha yüksek hesaplanmıştır.

Tablo 3'te 1994-2006 yılları arasında düşük ve yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzlar ile fiyatı değişmeyenlerin sayıları verilmiştir. Bu dönemde gerçekleşen 205 ilk halka arzın %65,85'i düşük fiyatlandırılmıştır. İlk işlem tarihinde yüksek fiyatlandırılan hisse senetlerinin oranı %24,88 iken fiyatında değişme olmayan hisse senetlerinin oranı ise %9,27'dir.

Tablo 3: İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırılmış, Yüksek Fiyatlandırılmış ve Fiyatı Değişmeyen Hisse Senedi Sayıları ve Oranları

Yıl	Düşük Fiyatlandırılmış		Yüksek Fiyatlandırılmış		Fiyatı Değişmeyen	
	H. S. S.	Oranı (%)	H. S. S.	Oranı (%)	H. S. S.	Oranı (%)
1994	14	67	3	14	4	19
1995	17	62	5	19	5	19
1996	15	60	7	28	3	12
1997	19	65	8	28	2	7
1998	13	68	4	21	2	11
1999	8	89	1	11	0	0
2000	25	78	5	16	2	6
2001	1	100	0	0	0	0
2002	1	25	3	75	0	0
2003	2	100	0	0	0	0
2004	4	33	7	59	1	8
2005	7	78	2	22	0	0
2006	9	60	6	40	0	0
Toplam	135	66	51	25	19	9

Analiz döneminde, sadece 2002 ve 2004 yıllarında gerçekleşen ilk halka arzlarda yüksek fiyatlandırılmış hisse senedi sayısı düşük fiyatlandırılmış hisse senedi sayısından daha yüksektir. 2002 yılında gerçekleşen ilk halka arzların %75'i ve 2004 yılında gerçekleşen ilk halka arzların ise %58'i yüksek fiyatlandırılmıştır. Geri kalan 11 yılda ise düşük fiyatlandırılmış hisse senedi sayısı yüksek fiyatlandırılmış hisse senedi sayısından daha yüksektir.

Tablo 4'te 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen 205 ilk halka arz için her bir sektörde gerçekleşen düşük fiyatlandırılmış, yüksek fiyatlandırılmış ve fiyatı değişmeyen hisse senedi sayıları sunulmuştur.

Tablo 4: Düşük Fiyatlandırılmış, Yüksek Fiyatlandırılmış ve Fiyatı Değişmeyen Hisse Senedi Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı

Yıl	İmalat San. S.			Top. Per. Tic. Otel L. S.			Mali Kuruluşlar S.			Teknoloji S.			Eğit. Sağ. Dğ. Sos. Hiz.			Diğer Kuruluşlar S.		
	D F	Y F	F D	D F	YF	FD	DF	YF	FD	DF	YF	FD	DF	YF	FD	DF	YF	FD
1994	10	-	4	-	1	-	4	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1995	12	2	1	-	-	-	5	3	3	-	-	-	-	-	-	-	-	1
1996	9	4	1	-	-	1	4	3	1	1	-	-	-	-	-	1	-	-
1997	10	6	-	-	1	-	6	1	2	-	-	-	2	-	-	1	-	-
1998	8	3	1	-	-	-	5	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1999	1	-	-	-	-	-	7	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2000	9	3	2	3	-	-	5	-	-	4	-	-	-	1	-	4	1	-
2001	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-
2003	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	1	2	-	-	1	-	2	1	1	-	2	-	1	1	-	-	-	-
2005	1	-	-	1	-	-	4	1	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-
2006	1	3	-	1	-	-	4	2	1	1	1	-	-	-	-	1	-	-
Topl.	64	23	9	6	3	1	47	16	9	7	3	-	3	5	-	7	1	1

Not: DF, düşük fiyatlandırılmış; YF, yüksek fiyatlandırılmış; FD, fiyatı değişmeyen hisse senedi sayılarını göstermektedir.

İmalat sanayi sektöründe 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların yaklaşık %67'si düşük fiyatlandırılmıştır. Geriye kalanın yaklaşık %24'ü yüksek fiyatlandırılırken, %9'unun ise fiyatında herhangi bir değişim olmamıştır. Bu sektörde sadece 2004 ve 2006 yıllarında gerçekleşen ilk halka arzlarda yüksek fiyatlandırılmış hisse senedi sayısı düşük fiyatlandırılmış hisse senedi sayısından daha yüksektir.

Mali kuruluşlar sektöründe 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların yaklaşık %65'i düşük fiyatlandırılmıştır. Geriye kalanın yaklaşık %22'si yüksek fiyatlandırılırken, %13'ünün ise fiyatında herhangi bir değişim olmamıştır.

Toptan perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların yaklaşık %60'ı düşük fiyatlandırılmışken, %30'u yüksek fiyatlandırılmıştır. Bu sektördeki 10 hisse senedinin %10'unun ise fiyatında herhangi bir değişim olmamıştır. Teknoloji sektöründeki ilk halka arzların %70'i düşük fiyatlandırılmış iken %30'u yüksek fiyatlandırılmıştır. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe halka arz edilen 8 hisse senedinin %37,5'i düşük fiyatlandırılırken %62,5'i yüksek fiyatlandırılmıştır. Diğer kuruluşlar sektöründeki ilk halka arzların ise yaklaşık %78'i düşük fiyatlandırılmış, %11'i yüksek

fiyatlandırılmış ve geri kalan %11'inin ise fiyatında herhangi bir değişim olmamıştır.

5.2 İlk Halka Arzların Uzun Dönem Fiyat Performansları İle İlgili Bulgular

1994-2009 yılları arasında analize dahil edilen 205 ilk halka arzın, buldukları sektörler dikkate alınarak gösterdikleri uzun dönem performans sonuçları Tablo 5'te verilmiştir. Tabloda, performansın belirleyicisi olarak kabul edilen kümülatif düzeltilmiş getiriler, ilk halka arz tarihinden sonraki 1., 3., 6., 12., 24. ve 36. ay için sunulmuştur.

Analize dahil edilen 205 ilk halka arz için birinci ayda gerçekleşen hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark %7,48 olarak gerçekleşmiştir. Sektörlerden toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe, teknoloji sektöründe ve diğer kuruluşlar sektöründe ilk halka arzdan sonraki birinci ay için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler tüm örnek için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getirinin üzerinde gerçekleşmiştir. Birinci ayda düzeltilmiş getirinin en yüksek olduğu sektör toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü iken, en düşük olduğu sektör ise eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörüdür. Ancak, birinci ayda sektörlerin hepsi için hesaplanan düzeltilmiş getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir.

İlk halka arz tarihinden sonraki üçüncü ayda kümülatif düzeltilmiş getirinin en yüksek olduğu sektör diğer kuruluşlar sektörüdür. Diğer kuruluşlar sektöründen sonra tüm örnek için üçüncü ayda hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriden (%5,37) daha yüksek getiri sağlayan sektör mali kuruluşlar sektörüdür. İmalat sanayi sektörü, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü, teknoloji sektörü ve eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe üçüncü ayda elde edilen kümülatif düzeltilmiş getiriler tüm örnek için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriden daha düşük gerçekleşmiştir.

Tablo 5: Kümülatif Getiriler Yöntemine Göre İlk Halka Arzların Uzun Dönem Fiyat Performansları

Aylar	Sektörler						
	Tüm	İmalat S.	Mali K.	Top. Per.	Teknoloji	Eğt. Sağ.	Diğ. Kur.
1	7,48 ^b	4,16	6,73	14,92	11,04	-5,42	48,21
3	5,37	2,74	10,92	-6,31	0,11	-14,77	25,79
6	0,74	0,85	13,72	-21,85	-29,85	-29,49 ^c	-18,33
12	-8,60	-9,54	5,53	-15,76	-39,32 ^b	-49,99 ^b	-32,73
24	24,96 ^a	20,43 ^b	42,44 ^a	45,38	-11,81	-30,69	0,91
36	44,05 ^a	31,85 ^a	62,17 ^a	70,28 ^b	-6,59	1,34	94,26
Friedman Testi	χ^2 İstatistiği= 112,508 Anlamlılık Düzeyi=(0,000) ^a						

^a0,01 düzeyinde anlamlı

^b0,05 düzeyinde anlamlı

^c0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arzdan sonraki altıncı ayda kümülatif düzeltilmiş getiri %0,74'e kadar düşmüştür. Mali kuruluşlar sektörü hariç diğer sektörlerde de altıncı aya kadar kümülatif düzeltilmiş getirilerde düşüş yaşanmıştır. En fazla düşüşün yaşandığı sektör %66,54'lük oranla diğer kuruluşlar sektörüdür. Mali kuruluşlar sektöründe ise diğer sektörlerin aksine %6,99 oranında artış olmuştur. Sadece eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiri değeri istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birinci yıl sonunda tüm arzlar için kümülatif düzeltilmiş getiri daha da düşerek -%8,60'a kadar gerilemiştir. Birinci aydan on ikinci aya kadar kümülatif düzeltilmiş getiriler %16,08 oranında azalmıştır. Birinci yıl sonunda sadece mali kuruluşlar sektöründeki ilk halka arzlar için kümülatif düzeltilmiş getiri pozitif olarak gerçekleşmiştir. Ancak bu sektörde de getiriler altıncı aydan sonra azalarak %13,72'den %5,53'e kadar düşmüştür. Diğer sektörlerde ise birinci yıl sonunda kümülatif düzeltilmiş getiri tüm örnek için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriden daha düşük gerçekleşmiştir. Sadece eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü ile teknoloji sektöründe on ikinci ayda hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır.

İkinci yıl sonunda ise getiriler genel olarak artmıştır. Yirmi dördüncü ayda en yüksek getiri toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe gerçekleşmiştir. Onu takip eden sektörler sırasıyla mali kuruluşlar ve imalat sanayi sektörleridir. En düşük kümülatif düzeltilmiş getirinin gerçekleştiği sektör ise -%30,69 oranıyla eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörüdür. İkinci yıl sonunda tüm arzlar için kümülatif düzeltilmiş getiriler birinci yıla göre %33,56 oranında artmıştır. İkinci yıl sonunda tüm örnek için ve imalat sanayi ile mali kuruluşlar sektörleri için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer sektörler için hesaplanan getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Üçüncü yıl sonunda tüm örnek için getiri %44,05 olarak hesaplanmıştır. Birinci aydan otuz altıncı aya kadar artış oranı %36,57, birinci yıl sonundan üçüncü yıl sonuna kadar %52,65 ve ikinci yıl sonundan üçüncü yıl sonuna kadar ise %19,09 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü yıl sonunda en fazla kümülatif düzeltilmiş getirinin sağlandığı sektör diğer kuruluşlar sektörü olmuştur. Onu takip eden sektörler %70,28'lik oranla toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü ve %62,17'lik oranla mali kuruluşlar sektörüdür. Bu sektörlerde elde edilen kümülatif düzeltilmiş getiri tüm örnek için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriden daha yüksektir. Üçüncü yılın sonunda en düşük getirinin sağlandığı sektör ise teknoloji sektörüdür. İlk ayda kümülatif düzeltilmiş getiri %11,04 iken 36 ayın sonunda -%6,59 olmuştur. Üçüncü yıl sonunda tüm örnek, imalat sanayi, mali kuruluşlar ve toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörlerinde elde edilen kümülatif düzeltilmiş getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer sektörlerde hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sektörlerde gerçekleşen ilk halka arzlar arasında kümülatif getiriler yöntemi-ne göre farklılık olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Friedman testinde elde edilen X^2 istatistiği (112,508), sektörler arasında halka arz tarihinden sonraki 36 ay boyunca hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler arasında %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir.

1994-2009 yılları arasında analize dahil edilen 205 ilk halka arzın buldukları sektörler dikkate alınarak, satın al elde tut yöntemine göre gösterdikleri uzun dönem performans sonuçları Tablo 6'da verilmiştir. Tabloda, hisse senetlerinin ilk halka arz tarihinden sonraki 1., 3., 6., 12., 24. ve 36. ay için düzeltilmiş elde tutma getirileri sunulmuştur.

Birinci ayda gerçekleşen hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark kümülatif getiriler yönteminde olduğu gibi %7,48 olarak gerçekleşmiştir. Diğer kuruluşlar sektöründe, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe ve teknoloji sektöründe ilk halka arzdan sonraki birinci ay için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri tüm örnek için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirisinin üzerinde gerçekleşmiştir. Birinci ayda düzeltilmiş elde tutma getirisinin en yüksek olduğu sektör diğer kuruluşlar sektörü iken, en düşük olduğu sektör ise eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörüdür. Ancak tüm örnek dışında, birinci ayda hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

İlk halka arz tarihinden sonraki üçüncü ayda düzeltilmiş elde tutma getirisinin en yüksek olduğu sektör %17,00'lık oranla mali kuruluşlar sektörüdür. Mali kuruluşlar sektöründen sonra tüm örnek için üçüncü ayda hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirisinden daha yüksek getiri sağlayan sektör diğer kuruluşlar sektörüdür. İmalat sanayi sektörü, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü, teknoloji sektörü ve eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe üçüncü ayda elde edilen düzeltilmiş elde tutma getirileri tüm örnek için hesaplanan getiriden daha düşük gerçekleşmiştir. Ancak üçüncü ay için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 6: Satın Al Elde Tut Yöntemine Göre İlk Halka Arzların Uzun Dönem Fiyat Performansları

Aylar	Tüm Sek.	İmalat San Sk.	Mali Kr. Sek.	Top. Per. T. O. Sk.	Teknoloji Sek.	Eğt. Sağ. S. Hz. Sk.	Diğ. Kur. Sek.
1	7,48 ^b	4,16	6,73	14,92	11,04	-5,42	48,21
3	6,62	0,92	17,00	1,17	1,29	-11,11	11,99
6	-2,45	0,98	3,59	-14,82	-27,17	-30,87 ^b	-20,90
12	-23,14 ^a	-21,83 ^a	-14,34	-32,61	-50,06 ^a	-51,60 ^a	-41,69
24	-31,87 ^a	-33,79 ^a	-25,78 ^a	-1,48	-51,11 ^a	-49,15 ^b	-57,27 ^a
36	-38,77 ^a	-55,56 ^a	-12,44	-26,47	-70,03 ^a	-40,30 ^c	-47,79 ^a
Friedman Testi	χ^2 İstatistiği = 120,413		Anlamlılık Düzeyi=(0,000) ^a				

^a 0,01 düzeyinde anlamlı

^b 0,05 düzeyinde anlamlı

^c 0,10 düzeyinde anlamlı

Halka arzdan sonraki altıncı ayda tüm örnek için düzeltilmiş elde tutma getirisi $-%2,45$ 'e kadar düşmüştür. Bütün sektörlerde ilk aya göre düzeltilmiş elde tutma getirilerinde düşüş yaşanmıştır. En fazla düşüşün yaşandığı sektörler $%69,11$ 'lik oranla diğer kuruluşlar sektörü ve $%38,21$ 'lik oranla teknoloji sektörüdür. Ancak halka arzdan sonraki altıncı ayda hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirilerinden sadece eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü için hesaplanan değer istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birinci yıl sonunda tüm örnek için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirisi daha da düşerek $-%23,14$ 'e kadar gerilemiştir. Birinci aydan on ikinci aya kadar düzeltilmiş elde tutma getirileri $%30,62$ oranında azalmıştır. Birinci yıl sonunda düzeltilmiş elde tutma getirisi en düşük olan sektörler sırasıyla $-%51,60$ oranıyla eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü, $-%50,06$ ile teknoloji sektörü ve $-%41,69$ ile diğer kuruluşlar sektörü olmuştur. On ikinci ayda diğer sektörlerle oranla en iyi durumda olan sektör $-%14,34$ 'lük oranla mali kuruluşlar sektörüdür. Birinci yıl sonunda hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri imalat sanayi, teknoloji, eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörleri ile tüm örnek için istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

İkinci yıl sonunda yine tüm örnek için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirilerindeki düşüş devam etmiştir. Birinci yıl sonunda diğer sektörlerle göre nispeten daha iyi olan mali kuruluşlar sektörünün getirisi $%40,12$ oranında azalarak $-%25,78$ 'e gerilemiştir. Bu aşamada en iyi durumda olan sektör $-%1,48$ 'lik oranla toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörüdür. En kötü durumdaki sektör ise, birinci ayda en yüksek getiriyi sağlayan diğer kuruluşlar sektörü olmuştur. Tüm örnek için ikinci yıl sonunda düzeltilmiş elde tutma getirileri ilk aya göre $%39,35$ oranında azalmıştır. Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü dışındaki diğer sektörler ile tüm örnek için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Analiz döneminin sonunda tüm örnek için düzeltilmiş elde tutma getirisi $-%38,77$ olarak hesaplanmıştır. Birinci aydan on ikinci aya kadar düzeltilmiş elde tutma getirileri $%30,62$, birinci yıl sonundan ikinci yıl sonuna kadar $%8,73$ ve ikinci yıl sonundan üçüncü yıl sonuna kadar ise $%6,9$ oranında azalarak birinci aydan otuz altıncı aya kadar toplamda $%46,25$ 'lik oranında düşüş yaşanmıştır. Üçüncü yıl sonunda bütün sektörler için düzeltilmiş elde tutma getirileri sıfırın altında gerçekleşmiştir. En düşük getirili sektör $-%70,03$ 'lük oranla teknoloji sektörü olmuştur. Onu takip eden sektörler $-%55,56$ ile imalat sanayi sektörü ve $-%47,79$ 'luk oranla diğer kuruluşlar sektörüdür. Üçüncü yılın sonunda en iyi durumda olan sektör mali kuruluşlar sektörüdür. Bu sektörde düzeltilmiş elde tutma getirileri $%19,17$ oranında azalarak $-%12,44$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Üçüncü yıl sonunda mali kuruluşlar ve toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörlerinin dışında kalan diğer sektörler için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

İlk halka arzlar arasında satın al elde tut yöntemine göre sektörel olarak farklılık olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılan Friedman testinde elde edilen X^2 istatistiği (120,413), %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç, halka arz tarihinden sonraki 36 ay boyunca hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirilerinin sektörler itibarıyla birbirlerinden farklı olduğunu göstermektedir.

5.3 İlk Halka Arzların İlk Getiri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi

İlk gündeki getiriler esas olarak düşük fiyatlama olgusunun olup olmadığını göstermektedir. Firmanın belirlemiş olduğu ilk halka arz fiyatı firmanın gerçek potansiyelini yansıtmayabilir. Başlangıçta yatırımcı üzerinde iyi bir izlenim bırakmak için firmalar halka arz fiyatını kasıtlı olarak düşük tutmuş olabilirler. İlk gün performansı ile uzun dönem performansı arasındaki ilişki, başlangıç performansının gerçekten firmanın potansiyel performansını yansıtmadığını ortaya koyabilir. Bu değişken için herhangi bir ön beklenti bulunmamaktadır.

Analize konu olan ilk halka arzlar düşük fiyatlandırılmış, yüksek fiyatlandırılmış ve fiyatı değişmeyenler şeklinde üç kısma ayrılmıştır. Bu ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırılmış hisse senedi sayısı 134, yüksek fiyatlandırılmış hisse senedi sayısı 51 ve fiyatı değişmeyen hisse senedi sayısı ise 20'dir. Yani, analize konu olan ilk halka arzların %65,36'sında hisse senetlerinin fiyatları düşük belirlenmiştir.

Tablo 7'de, 1994-2009 yılları arasındaki 205 ilk halka arz için hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler ve Kruskal Wallis test sonuçları gösterilmiştir. Hesaplamada ilk getirilere göre düşük ile yüksek fiyatlandırılmış ve fiyatı değişmeyen halka arzlar ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Tablo 7: İlk Halka Arzların İlk Getiriye Göre Hesaplanan Kümülatif Düzeltilmiş Getirileri ve Karşılaştırma Testi Sonuçları

İlk Getiri	N	İG (%)	Yöntem	Getiriler (%)					
				1.Ay	3.Ay	6.Ay	12.Ay	24.Ay	36.Ay
Pozitif (DF)	134	15,30 ^a	Küm. Düz.Get.	17,79 ^a	20,44 ^a	12,47	-1,09	32,80 ^a	50,41 ^a
Sıfır	20	0	Küm. Düz.Get.	-7,83	-17,16	-13,20	-23,65	34,11	54,75 ^b
Negatif (YF)	51	-6,78 ^a	Küm. Düz.Get.	-13,60 ^a	-25,38 ^a	-24,60 ^a	-22,45 ^b	0,75	23,15

Kruskal Wallis Testi	χ^2 İst. (IG)	χ^2 İstatistiği (KDG)	31,857 (0,000) ^a	20,652 (0,000) ^a	9,782 (0,008) ^a	3,975 (0,137)	5,789 (0,055) ^c	2,467 (0,291)
----------------------	--------------------	----------------------------	-----------------------------	-----------------------------	----------------------------	---------------	----------------------------	---------------

Not: Kruskal Wallis testinde, parantez içindeki değerler anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

^a 0,01 düzeyinde anlamlı

^b 0,05 düzeyinde anlamlı

^c 0,10 düzeyinde anlamlı

Tablo 8'de 1994-2009 yılları arasında 205 ilk halka arz için hesaplanan düzeltilmiş elde tutma getirileri ve Kruskal Wallis test sonuçları gösterilmiştir. Hesaplamada ilk getirilere göre düşük ile yüksek fiyatlandırılmış ve fiyatı değişmeyen halka arzlar ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Birinci ay sonunda düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri %17,79 oranında düzeltilmiş getiri sağlarken, yüksek fiyatlandırılmış hisse senetleri için bu oran -%13,60 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü ay yine düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerinden daha iyi performans göstermiştir.

Tablo 8: İlk Halka Arzların İlk Getiriye Göre Hesaplanan Düzeltilmiş Elde Tutma Getirileri ve Karşılaştırma Testi Sonuçları

İlk Getiri	N	İG (%)	Yöntem	Getiriler (%)					
				1.Ay	3.Ay	6.Ay	12.Ay	24.Ay	36.Ay
Pozitif (DF)	134	15,30 ^a	Düz.Elde Tut.Get.	17,79 ^a	20,93 ^b	7,22	-19,67 ^a	-31,35 ^a	-34,47 ^a
Sıfır	20	0	Düz.Elde Tut.Get.	-7,83	-16,43	-10,89	-28,85	-19,21	-37,03 ^a
Negatif (YF)	51	-6,78 ^a	Düz.Elde Tut.Get.	-13,60 ^a	-21,95 ^a	-24,54 ^a	-30,00 ^a	-38,22 ^a	-50,73 ^a
Kruskal Wallis Testi	χ^2 İst. (IG)	143,84 (0,000) ^a	χ^2 İstatis. (DEG)	31,857 (0,000) ^a	18,373 (0,000) ^a	7,591 (0,022) ^b	1,085 (0,581)	0,841 (0,657)	0,549 (0,760)

Not: Kruskal Wallis testinde, parantez içindeki değerler anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

^a0,01 düzeyinde anlamlı

^b0,05 düzeyinde anlamlı

^c0,10 düzeyinde anlamlı

Birinci yıl sonunda her iki yönetime göre de hisse senedi getirilerinde düşüş yaşanmıştır. Satın al elde tut yöntemine göre, ikinci ve üçüncü yıllarda hisse senedi getirilerinde düşme eğilimi devam etmiştir. Bu dönemde en düşük performansı yüksek fiyatlandırılmış hisse senetleri göstermiştir.

İkinci yıl sonunda düzeltilmiş elde tutma getirilerinin aksine kümülatif düzeltilmiş getiriler artmıştır. Düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri, üçüncü yıl sonunda yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerine göre daha iyi performans göstermiştir. Düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri için kümülatif düzeltilmiş getiri -%1,09'dan %32,80'e kadar yükselmiştir. Üçüncü yıl sonunda kümülatif düzeltilmiş getiriler yöntemine göre en iyi performansı fiyatı değişmeyen hisse senetleri sağlamıştır. Üçüncü yıl sonunda oluşan kümülatif düzeltilmiş getiri, fiyatı değişmeyen hisse senetleri için %54,75, düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri için %50,41 ve yüksek fiyatlandırılmış hisse senetleri için %23,15 olarak hesaplanmıştır.

Kruskall Wallis test sonuçlarına göre düşük fiyatlandırılmış, yüksek fiyatlandırılmış ve ilk halka arz fiyatının değişmediği ilk halka arzlar için birinci, üçüncü, altıncı ay sonlarında her iki yöntemde göre hesaplanan getiriler arasında oluşan farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Birinci ve üçüncü yıl sonlarında hesaplanan getiriler arasındaki farklılığın ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sadece ikinci yıl sonunda hesaplanan kümülatif düzeltilmiş getiriler arasında oluşan farklılığın anlamlı olduğu belirlenmiştir.

6. Sonuç

Düşük fiyatlandırma düzeyinin tespiti için, ilk halka arzların ilk işlem gününde gerçekleşen performansları incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, ilk işlem günündeki ortalama getiri oranı pozitif ve bu değer istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durum, Türkiye’de gerçekleşen ilk halka arzlarında hisse senetlerinin çoğunlukla düşük değerlendirilerek halka arz edildiğinin ve piyasada anormal getirinin var olduğunun bir göstergesidir. Elde edilen sonuç, Türkiye’de yapılmış önceki çalışmaların sonuçlarıyla örtüşmektedir. Bu sonuç, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerini halka arz fiyatından satın alan yatırımcıların, hisse senedinin işlem görmeye başladığı ilk günde piyasa getirisinin üzerinde getiri elde ettiklerini göstermektedir.

Analize konu olan 205 ilk halka arz için hesaplanan ilk getiri değeri %8,32 olarak hesaplanmıştır. Sektörler için hesaplanan ilk getiri değerlerine göre, diğer kuruluşlar sektöründe gerçekleşen ilk halka arzların ilk işlem gününde yatırımcılarına diğer sektörlerde göre daha fazla kazanç sağladığı belirlenmiştir.

Çalışmada, ilk işlem gününde ilk halka arzların %65,85’inde hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı, %24,88’inde yüksek fiyatlandırıldığı ve %9,27’sinde ise hisse senetlerinin fiyatlarında değişme olmadığı tespit edilmiştir. 1994-2006 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzlardan sadece 2002 ve 2004 yıllarında yüksek fiyatlandırılmış hisse senedi sayısının düşük fiyatlandırılmış hisse senedi sayısından daha fazla olduğu belirlenmiştir. Geri kalan 11 yılda ise düşük fiyatlandırma düzeyi daha yüksektir.

Kümülatif düzeltilmiş getiri yöntemine göre, yatırımcı ilk halka arz gerçekleştikten bir yıl sonra -%8,60 oranında negatif, iki yıl sonra %24,96 oranında pozitif, üç yıl sonra ise %44,1 oranında pozitif getiri sağlamıştır. Satın al elde tut yöntemine göre ise yatırımcı, birinci yılın sonunda -%23,14, ikinci yılın sonunda -%31,87 ve üçüncü yılın sonunda -%38,77 oranında negatif getiri elde etmiştir. Hesaplanan bu değerler istatistiksel olarak anlamlıdır.

Üçüncü yıl sonunda en fazla kümülatif düzeltilmiş getirinin sağlandığı sektör %70,28’lik oranla toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü, en fazla düzeltilmiş elde tutma getirisinin sağlandığı sektör ise -%40,30’luk oranla eğitim, sağlık ve diğer sosyal hizmetler sektörü olmuştur. Düzeltilmiş elde tutma getirileri sektörlerin tamamında, negatif değer almıştır. Üçüncü yılın sonunda en düşük getirinin sağlandığı sektörler, kümülatif düzeltilmiş getirilere göre %31,85’lik oranla ima-

lat sanayi sektörü, düzeltilmiş elde tutma getirilerine göre -%70,03'lük oranla teknoloji sektörü olmuştur. Bu değerler istatistiksel olarak anlamlıdır.

İlk halka arzlarda, ilk günde yatırımcısına yüksek getiriler sağlayan hisse senetleri, uzun dönemde kümülatif getiriler yöntemine göre yüksek performans, satın al elde tut yöntemine göre ise düşük performans göstermiştir.

Kümülatif getiriler yöntemine göre, ilk işlem gününde fiyatı tam olarak belirlenen ve düşük fiyatlandırılmış ilk halka arzlar yatırımcısına üçüncü yıl sonunda yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzlara göre daha yüksek getiri sağlamıştır. Satın al elde tut yöntemine göre hem düşük fiyatlandırılmış hem de yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzlar üçüncü yıl sonunda yatırımcısına negatif getiri sağlamıştır. Ancak yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzların uzun dönem performansı düşük fiyatlandırılmış ilk halka arzlara göre daha düşüktür. Her iki yöntemine göre de düşük fiyatlandırılmış ilk halka arzlar uzun dönemde daha yüksek performans göstermiştir.

Kaynaklar

AGGARWAL, R., LEAL, R. ve HERNANDEZ, L. (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management*, Spring, 42-53.

AGGARWAL, Reena ve RIVOLI, Pietro (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?", *Financial Management*, 19 (Winter), 45-67.

ALLEN, F. ve FAULHABER, G. R. (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *The Journal of Financial Economics*, 23(2), 303-323.

BARON, D. P. (1982), "A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues", *The Journal of Finance*, 37, 955-976

BİLDİK, Recep ve YILMAZ, Mustafa K. (2008), "The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2(2), 49-75.

CANBAŞ, Serpil ve DÜZAKIN, Hatice G. (1998), İMKB'de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerin Performanslarının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırma ile İlgili Yaklaşımların Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

CARTER, Richard ve MANASTER, Steven (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.

CHEMMANUR, T. J.(1993), "The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production", *The Journal of Finance*, 48(1), 285-304.

CHI, J. ve PADGETT, C. (2005), "Short-run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) Markets", *Research International Business and Finance*, 19, 71-93.

DRAKE, Philip D. ve VETSUYPENS, Michael R. (1993), "IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability", *Financial Management*, 22(1), 64-73.

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

GRINBLATT, Mark ve HWANG, Chuan Y. (1989), "Signalling and Pricing of New Issues", *The Journal of Finance*, 44(2), 393-418.

GÜZELHAN, H. ve AĞAR, M. (1991), "İlk Halka Arzlarda Hisse Senedi Performansı", *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 68-69, 51-59.

HANLEY, Kathleen W. (1993), "The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon", *The Journal of Financial Economics*, 34, 177-197.

IBBOTSON, Roger G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *The Journal of Financial Economics*, 3 (September), 235-272.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, [http://www.imkb.gov.tr/Data/Stocks Data.aspx](http://www.imkb.gov.tr/Data/Stocks>Data.aspx), (15.05.2008).

JAMES, L. ve WIER, P. (1990), "Borrowing Relationship, Intermediation and the Cost of Issuing Public Securities", *The Journal of Financial Economics*, 28(1), 149-171.

KIRKULAK, Berna (2010), "Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri: İMKB'de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, 10(2), 465-486.

KIYMAZ, Halil (1996), "Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: Finans Sektörüne Bakış", *Uzman Gözüyle Bankacılık*, Eylül, 22-29.

_____ (1997), "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", *İMKB Dergisi*, 1(2), 47-73.

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

KUNZ, Roger M. ve AGGARWAL, Reena (1994), "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland", *The Journal of Banking and Finance*, 18(4), 705-723.

LEE, P. J., TAYLOR, S.L. ve WALTER, T.S. (1996), "IPO Underpricing Explanations: Implication from Investor Application and Allocation Schedules", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(4), 425-444.

LERNER, J. (1994), "Venture Capitalist and the Decision to Go Public", *The Journal of Financial Economics*, 35, 293-316.

LOGUE, D. (1973), "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(1), 91-103.

LOWRY, M. ve SHU, S. (2002), "Litigation Risk and IPO Underpricing", *The Journal of Financial Economics*, January, 54-77.

LYN, Esmeralda O. ve ZYCHOWICZ, Edward J. (2003), "The Performance of New Equity Offerings in Hungary and Poland", *The Journal of Financial Economics*, .

MANDACI, Pınar E. (2003), "İMKB'de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri", *İMKB Dergisi*, 7(27), 1-16.

MCDONALD, J. G. ve FISHER, A. K. (1972), "New Issue Stock Price Behavior", *The Journal of Finance*, 22, 97-102.

MUSCARELLA, Chris J. ve VETSUYPENS Michael R. (1989), "A Simple Test of Baron's Model of Underpricing", *The Journal of Financial Economics*, 24(1), 125-135.

ÖZER, Bengi (1999), "Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey", *Sermaye Piyasası Kurumu Yayını*, No:128, Ankara.

REILLY, F. K. (1978), "New Issues Revisited", *Financial Management*, Winter, 28-42.

RITTER, Jay R. (1984), "The Hot Issue Market of 1980", *The Journal of Business*, 57(2), 215-240.

_____ (1987), "The Cost of Going Public", *The Journal of Financial Economics*, 19, 269-289.

_____ (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.

TINIC, Seha M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks", *The Journal of Finance*, 43(4), 789-822.

YU, Ting ve TSE, Y. K. (2005), "An Empirical Examination of IPO Underpricing in the Chinese A-Share Market", *China Economic Review*, 17, 363-382.

