

# İLK HALKA ARZLARDAKİ DÜŞÜK FİYATLANDIRMANIN İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

Ahmet KURTARAN<sup>(\*)</sup>

**Özet:** Hisse senetleri ilk halka arz edildiklerinde gerçek değerinin altında bir fiyattan satılabilmektedir. Bu şekilde ortaya çıkan düşük fiyatlandırma ile hisselerini halka arz eden firmalar yatırımcıları kendilerine çekmeye çalışmaktadır. Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleşen ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma seviyesini tespit etmek ve düşük fiyatlandırma ile varlıkların halka arzdan sonraki kısa ve uzun vadedeki getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu amaçla öncelikle düşük fiyatlandırmanın nedenleri araştırılmış, daha sonra İMKB'deki ilk halka arzların ilk getirileriyle arzdan sonraki getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Düşük Fiyatlandırma, İlk Halka Arz, İlk Getiri

**Abstract:** Securities may be underpriced when they are issued to the public for the first time. The firms offering their securities try to bring investors with such underpricing. The aim of this study is to determine the level of underpricing on the Istanbul Stock Exchange and the present relation of long term return and underpricing. To this end, firstly it has been searched for reasons of underpricing. Afterwards, it has been examined the relationship between initial public offerings and initial return in the ISE.

**Keywords:** Underpricing, Initial Public Offerings, Initial Return.

## I. Giriş

Düşük fiyatlandırma (underpricing), hisse senedi piyasasında aktif rol oynamayan yatırımcıları ilk halka arzlara katılmaya ikna etmek için kullanılan etkili bir araçtır. Halka kapalı olan şirketler ihtiyaç duydukları sermaye ihtiyacını şirketlerini halka açık hale getirmek suretiyle karşılayabilirler. Bunun için yönetim kurulu tarafından belirlenen oranda hisse senetlerini yeni yatırımcılara halka arz yoluyla satarlar. Bu satış sırasında belirlenen fiyatlar, her zaman hisse senetlerinin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilir.

İlk halka arzlara aracılık eden yatırım bankaları ve yatırımcılar, arza konu olan hisse senetlerinin gerçek değeri hakkında farklı bilgi setlerine sahiptir. Düşük fiyatlandırma teorilerinin birçoğunda düşük fiyatlandırmanın, arza konu olan hisse senetlerinin sahibi olan firmalara ait riskin bir bedeli olduğu ileri sürülmektedir (Knopf ve Teall, 1999: 51).

Düşük fiyatlandırma, halka arzdan sonra yatırımcılar tarafından ilk anda elde edilen pozitif kazançtır. Loughran (1994) yaptığı çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki ilk halka arzları incelemiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki halka arzlarda gelişmiş ülkelere göre daha fazla düşük fiyatlandırma

---

<sup>(\*)</sup> Arş.Gör. Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü

yapıldığını ortaya koymuştur. Tinic(1988)'e göre düşük fiyatlandırma yasal sorumlulukları değerlendirme çalışmalarına karşı halka arza aracılık eden kuruluşları koruyan bir sigorta çeşididir. Greenblatt ve Hwang(1989)'a göre düşük fiyatlandırma, firmanın değerini ve beklenen getirilerin varyansını gösteren bir sinyaldir.

Diğer taraftan ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma, piyasa etkinliğini sorgulayan bir durumdur. Halka arzlarda daha fazla düşük fiyatlandırmaya sahip olan şirketlerin, düşük fiyatlandırma derecesi az olan şirketlere göre daha yüksek miktarlarda sermaye elde etme ihtimalleri vardır. Düşük fiyatlandırma aynı zamanda, büyümek için sermaye artırımına giden gelişmekte olan firmaları zarara sokabilmektedir (Loughran, 1994: 41).

Booth ve Smith(1986) hipotezlerinde; hisse senedi fiyatlarının, firmaların beklenen performanslarıyla ilgili gizli bilgilerin tamamını yansıtmaması halinde halka arzı gerçekleştiren yatırım bankalarının itibarını riske attığını ileri sürmüşlerdir. Bu açıdan bakıldığında düşük fiyatlandırma, halka arza aracılık eden şirketlerin itibarlarının hem değerini artırmaktadır hem de korunmasını sağlamaktadır.

Carter ve Manaster(1990)'a göre düşük riskli firmalar kendilerini yüksek riskli firmalardan daha güvenilir olduklarını kanıtlamada zorluk yaşamaktadırlar. Bununla birlikte bu firmalar arzlarını gerçekleştirirken yüksek itibarlı yatırım bankalarıyla çalışma fırsatı yakalayabilirler. Bu da onlara daha az düşük fiyatlandırma imkanı sunar.

Benveniste ve Spindt(1989)'e göre bilgi sahibi olan yatırımcılar bu bilgilerini halka arzdan önce arza aracılık eden yatırım bankalarıyla paylaşırlar. Bu nedenle düşük fiyatlandırma, hisse senetlerini halka arz eden firmalarla ilgili bilgi sahibi olan yatırımcıların sunduğu bilgiyi de kapsayacak durumdadır.

## II. Düşük Fiyatlandırmanın Nedenleri

Düşük fiyatlandırma, yatırım bankaları tarafından halka arzı gerçekleştiren firmalara, hisse senetlerinin piyasaya sürüldüğü anda satılmasının taahhüt edilmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir (Hirt, 2004: 227).

Beatty ve Ritter(1986) çalışmalarında; halka arzın değerindeki belirsizlik ne kadar yüksekse, beklenen düşük fiyatlandırma düzeyinin de o kadar yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Mok ve Yui(1998) Çin hisse senetleri piyasası için yaptıkları çalışmada, kuvvetli bilgi asimetrisinin düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörlerden birisi olduğuna işaret etmişlerdir.

Chen, Firth ve Kim(2000) çalışmalarında düşük fiyatlandırmanın nedeni olarak üç önemli faktör üzerine yoğunlaşmışlardır. Bunlarda ilki; uzun süren kotasyondur. Kotasyondaki gecikme, riskli halka arzların bir ölçüsüdür ve bu yüzden yatırımcılar belirsizliğe girme karşılığında ilave bir getiri talep ederler. Bu da hisse senetlerinin daha düşük fiyattan arz edilmesine sebep olur.

İkinci önemli faktör; hisse senetlerini ilk olarak halka arz eden şirketlerin sonraki dönemlerde yapacağı ikincil halka arzlar'dır. Kotasyondan sonraki birkaç yılda başka hisseleri satmak için yatırımcılara geri dönecek firmalar, ilk halka arzlarda daha fazla düşük fiyatlandırma yaparlar. Böylece daha sonraki arzlarda bu firmaların hisse senetleri daha cazip hale gelir.

Üçüncü önemli faktör; firmaların mülkiyet yapısıdır. Yönetim mülkiyetinin yüksek olması temsil maliyetlerini artırmaktadır. Bu durum ayrıca, firmaların hisse senedi likiditesini azaltmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar düşük likiditeye ve yüksek temsil maliyetlerine karşılık daha fazla düşük fiyatlandırma talep etmektedirler.

Rock(1984) yaptığı çalışmada, gerekli bilgileri edinen yatırımcıların bu avantajlardan yatırım esnasında yararlandıklarını, düşük fiyatlandırmanın bilgi sahibi olmayan yatırımcılar tarafından beklenen riskin bir sonucu olduğunu tespit etmiştir. Beatty ve Ritter(1986), Rock'ın düşük fiyatlandırmanın arzların gelecekteki belirsizliğinin artan bir fonksiyonu olduğuna dair yaptığı çalışmadaki modeli ve bulguları genişleterek konuyu araştırmışlardır.

Huibers(1994) yaptığı çalışmada, kamu sektöründeki ilk halka arzların özel sektördekilere göre daha fazla bir şekilde düşük fiyatlandırıldığını saptamıştır. Huibers'e göre devletin yüksek mülkiyet arzusu bu düşük fiyatlandırma farklılığını önemli derecede açıklamaktadır (Huibers, 2005: 328).

### III. Düşük Fiyatlandırma Düzeyinin Belirlenmesi

İlk halka arzların düşük fiyatlandırılma derecesi; hisse senetlerini halka arz eden firmaların gerçek değeri, beklenen getirilerinin varyansı ve söz konusu firmaların kısmi mülkiyetiyle pozitif ilişkiye sahiptir.

Kirkulak ve Davis(2005) yaptıkları çalışmada düşük fiyatlandırma düzeyinin, büyük ölçüde yatırımcı talebi tarafından belirlendiğini ortaya koymuşlardır. Yine aynı çalışmada düşük fiyatlandırma ile yatırım bankasının itibarı arasındaki ilişki incelenmiş ve ikisi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı ortaya çıkmıştır. Başka bir ifadeyle bulunan sonuçlara göre yatırım bankası itibarının, düşük fiyatlandırma üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Düşük fiyatlandırmanın boyutunu ölçmek için Mok ve Hui(1998) şu formülü kullanmışlardır:

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

Burada;  $DF_i$  :  $i$  varlığına ait düşük fiyatlandırma oranını,

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

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

“n” sayıdaki halka arz için ortalama düşük fiyatlandırma ise şu formül yardımıyla hesaplanabilir:

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

Chen, Firth ve Kim(2000)'in düşük fiyatlandırma veya ilk gün getirisi ölçümü ise şöyledir:

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

Burada; İGG : İlk gün getirisini,

$P_1$  : İlk günkü kapanış fiyatını,

$P_0$  : Halka arz fiyatını,

$I_1$  : İlk Günün sonundaki piyasa endeksini,

$I_0$  : Halka arz tarihindeki piyasa endeksini göstermektedir.

Literatürde düşük fiyatlandırma düzeyinin bir göstergesi olarak genellikle kapanış ilk getirisi (closing initial return) kullanılmakta ve şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$İG = \frac{İİF - HAF}{HAF} \quad (4)$$

Burada; İG : İlk getiriyi,

İİF : İlk işlem fiyatını,

HAF: Halka arz fiyatını göstermektedir.

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

#### IV. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada kullanılan veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nden elde edilmiştir. Düşük fiyatlandırma düzeyinin belirlenmesi için yukarıdaki (4) nolu ilk getiri denklemi kullanılmıştır. Çalışma, 1990-2006 yılları arasındaki ilk halka arzları kapsamaktadır. Aylık getiri için hisse senetlerinin, sermaye artırımını ve kar payı ödemelerine göre düzeltilerek hesaplanan getirileri kullanılmış, üç aylık, altı aylık, bir yıllık ve üç yıllık getiriler için ise firmaların bu dönemler içerisinde elde ettikleri aylık getirilerin ortalaması alınmıştır. İMKB veri tabanından elde edilen aylık getirilerin hesaplanmasında kullanılan denklem şu şekildedir:

$$G_i = \frac{F_i(1 + BDL + BDZ) - R * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

Burada;  $G_i$  :  $i$  ayına ait getiri,

$F_i$  :  $i$  ayına ait en son kapanış fiyatı,

BDL: ay içinde alınan bedelli hisse senedi,

BDZ: ay içinde alınan bedelsiz hisse senedi,

R : Rüşhan hakkı kullanım fiyatı,  
 T : Ay içinde 1000TL/1YTL nominal değerli hisse senedine ödenen net temettü tutarı,

$F_{i-1}$  :  $i$  ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatıdır.

Halka arz olan şirketlerin aylık, üç aylık, altı aylık, bir yıllık ve üç yıllık getirileri bu şekilde hesaplandıktan sonra karşılaştırmalı analiz yapmak için öncelikle ilk getirisi pozitif ve negatif olan şirketlerin halka arzdan sonraki uzun dönemli getirileri karşılaştırılmıştır. Daha sonra ilk getirilerin medyan düzeyi esas alınarak ilk getirisi medyandan yüksek ve düşük olan firmaların halka arzdan sonraki uzun vadeli getirileri karşılaştırılmıştır. Analizler “SPSS for Windows” programı kullanılarak yapılmıştır.

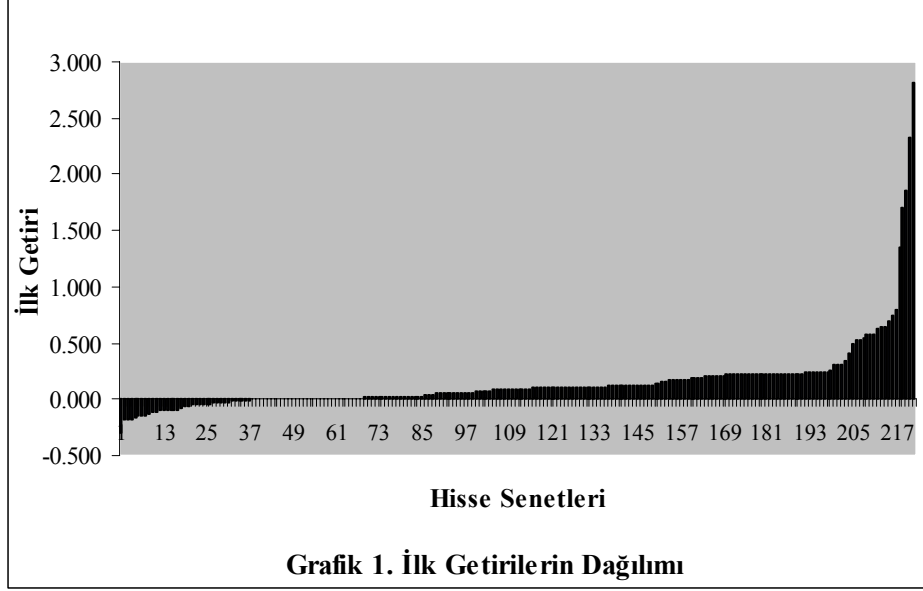
### V. Bulgular

Tablo 1’de toplam 222 ilk halka arza ait ilk getirilerin normal bir dağılıma sahip olup olmadığı ile ilgili bilgiler bulunmaktadır. 0.01 anlamlılık düzeyine göre *Kolmogorov-Smirnov* normallik testi için ilk getiri oranlarının anlamlılık değeri %1’den küçük olduğu için verilerin normal dağıldığını söyleyen hipotez reddedilir. Yani ilk getiri oranları normal bir dağılıma sahip değildir. Bu sebeple karşılaştırma yapılırken çalışmada parametrik olmayan hipotez testleri kullanılmıştır.

Tablo 1: İlk getirilerin Normal Dağılım Testi Sonuçları

Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları			Skewness		Kurtosis	
İstatistik Değeri	df	Anlamlılık	İstatistik Değeri	Standart Hata	İstatistik Değeri	Standart Hata
0.285	222	0.00	4.770	0.163	28.964	0.325

İlk getirilerin basıklık ve çarpıklık ölçüleri için *Skewness* ve *Kurtosis* değerlerine bakmak gerekir. Çarpıklık katsayısı  $29.26(4.770/0.163)$  olarak elde edilir. Bu beklenen değerden (1.96) oldukça yüksek olduğu için serinin çarpık olması söz konusudur. Yine basıklık katsayısı  $89.12(28.964/0.325)$  olarak hesaplanır. Bu da beklenen değerden (1.96) oldukça yüksek olup serinin dik olması söz konusudur. İlk getirilerin bu dağılımı Grafik 1’de görülmektedir.



Tablo 2’de 1990-2006 yıllarındaki ilk halka arzların düşük fiyatlandırılmasıyla ilgili özet istatistiki bilgiler verilmiştir. Söz konusu dönemde toplam 304 halka arz gerçekleşmiştir. Verilerinde eksiklik bulunan halka arzlar inceleme dışında bırakıldığından 222 halka arz araştırma kapsamına alınmıştır.

Bu dönemde gerçekleştirilen ilk halka arzların %73’ü (161/222) düşük fiyatlandırılmıştır. Diğer bir ifadeyle 161 adet ilk halka arzın ilk getirisi pozitifdir. Geriye kalan 61 adet ilk halka arzlardaki yatırımcıların ilk getirisi negatif veya sıfır olarak gerçekleşmiştir. Düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerinin medyan ilk getiri oranı ise %12 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemdeki arzların ilk getiri ortalamasıyla medyan değerleri arasında oldukça önemli bir fark vardır. Ortalama ilk getiri %15.03 iken medyan ilk getiri oranı %8.64’tür. Aradaki farkın kaynağını birkaç adet aşırı getiriler oluşturmaktadır. Dikkat edilirse en yüksek ilk getiri %281 gibi ortalamadan oldukça yüksek gerçekleşmiştir. Bu sebeple çalışmanın ileriki kısımlarında daha sağlıklı sonuçlar elde edebilmek için medyan değerler kullanılacak ve karşılaştırmalı analiz buna göre yapılacaktır.

Tablo 2: Düşük Fiyatlandırma ile İlgili Özet İstatistikler

Değerlemeye Alınan Toplam Firma Sayısı	222
İlk Getirisi Pozitif Olan Firma Sayısı	161
İlk Getirisi Negatif veya Sıfır Olan Firma Sayısı	61
İlk Getiri Ortalaması (%)	15.03
İlk Getiri Medyanı (%)	8.64
İlk Getiri Standart Sapması	0.338
İlk Getirisi Ortalamasının Altında Olan Firma Sayısı	152
İlk Getirisi Ortalamasının Üstünde Olan Firma Sayısı	70
En Yüksek İlk Getiri (%)	281
En Düşük İlk Getiri (%)	-30
Düşük Fiyatlandırılmış Hisse Senetlerinin Medyanı (%)	12.0

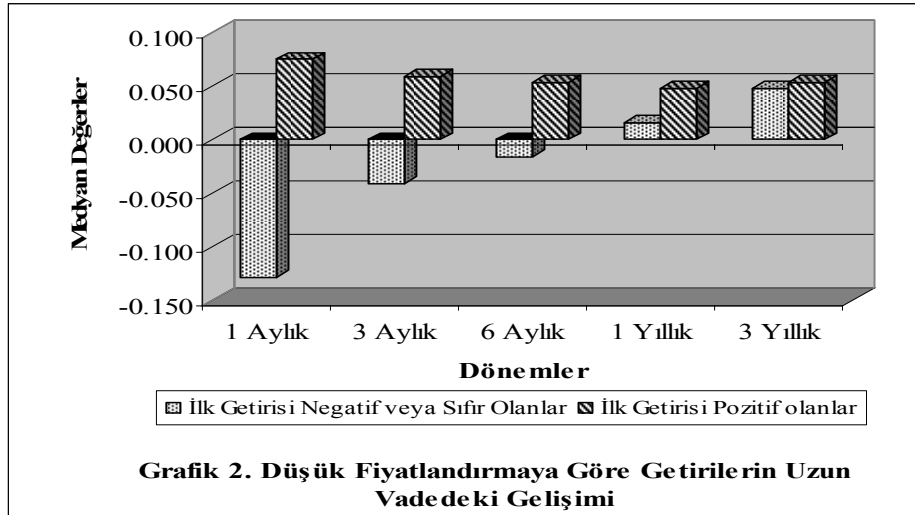
Tablo 3'te halka arzların ilk getiri oranlarına göre halka arzdan sonraki bir aylık, üç aylık, 6 aylık, bir yıllık ve üç yıllık getirileri gözlemlenmektedir. Medyan getirilerin alt kısmında parantez içerisinde gözlem sayıları verilmiştir. Gözlem sayılarının vade uzadıkça azalmasının sebebi, yeni halka arzlar için üç yıllık, bir yıllık veya altı aylık verilerin henüz oluşmamış olmasıdır.

Burada; negatif ilk getiriye sahip olan, diğer bir ifadeyle yüksek fiyatlandırılmış halka arzların arzdan sonraki altı aya kadar olan getirileri de negatiftir. Ancak halka arzdan bir yıl sonra pozitif getiriye ulaşabilmişlerdir. İlk getirisi pozitif olan, diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırılmış olan hisse senetlerinin sonraki tüm dönemlerde istikrarlı bir gelişim gösterdikleri görülmektedir. Özellikle 6 aylık getiri medyanıyla üç yıllık getiri medyanı aynıdır. Yani iki dönemde de %5.4'lük medyan getiri gerçekleşmiştir. Uzun dönemde bu istikrarın sürmesi düşük fiyatlandırılmış varlıklar için olumlu bir göstergedir. Ancak düşük fiyatlandırılmış varlıkların bu istikrarına rağmen, arzdan sonraki bir ve üç yıllık dönemde yüksek fiyatlanmış varlıkların medyan getirilerindeki artış hızına ulaşamadıkları görülmektedir.

Tablo 3: İlk Getiriye Göre Sonraki Dönemlerdeki Getiri İstatistikleri

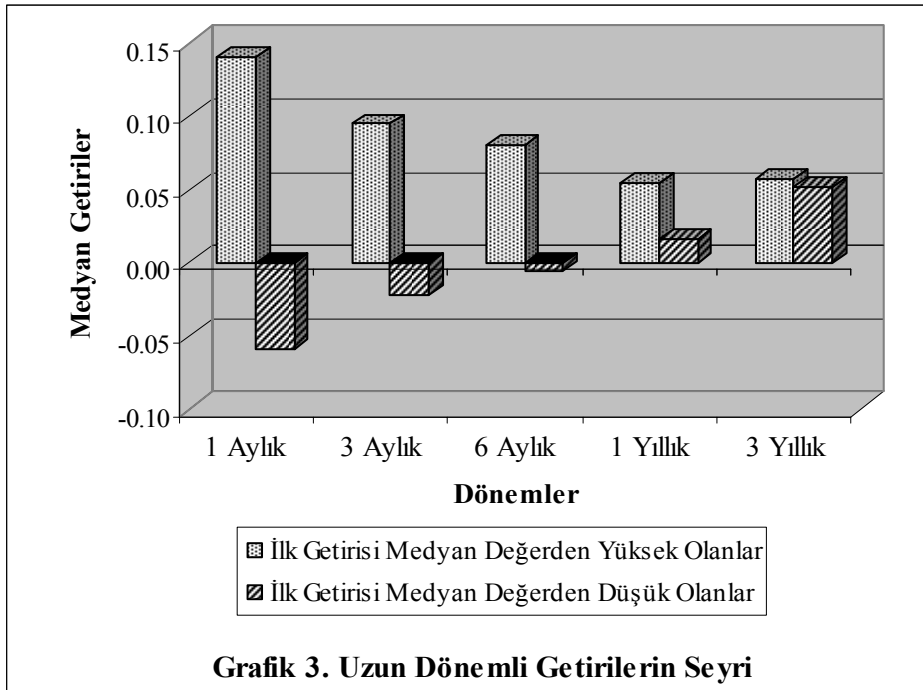
	1 Aylık Getiri Medyanı	3 Aylık Getiri Medyanı	6 Aylık Getiri Medyanı	1 Yıllık Getiri Medyanı	3 Yıllık Getiri Medyanı
İlk Getirisi Negatif Veya Sıfır Olanlar (Gözlem Sayısı)	-0.129 (61)	-0.041 (61)	-0.016 (61)	0.016 (58)	0.048 (54)
İlk Getirisi Pozitif Olanlar (Gözlem Sayısı)	0.075 (161)	0.059 (161)	0.054 (156)	0.048 (154)	0.054 (147)
İlk Getirisi Medyan Değerden Yüks. Olanlar (Gözlem Sayısı)	0.141 (111)	0.095 (111)	0.081 (108)	0.055 (106)	0.057 (102)
İlk Getirisi Medyan Değerden Düşük Olanlar (Gözlem Sayısı)	-0.060 (111)	-0.022 (111)	-0.005 (109)	0.016 (106)	0.052 (99)

Yüksek fiyatlandırılmış hisse senetleri negatif ilk getiriye rağmen uzun dönemde düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerinin medyan getiri düzeyine yakın bir getiri sağlamışlardır. Arzdan sonraki bir yıl içerisinde medyan getiri seviyesi %1.6'ya, üç yıl içerisinde ise %4.8'e ulaşmıştır. Bu değer istikrarlı getiri sağlayan düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerinin üç yıllık medyan getiri düzeyi olan %5.7'ye yakındır. Söz konusu durum Grafik 2'de daha net görülmektedir.





İlk getirileri medyan değerden (yani %8.64'ten) yüksek olanlarla bu değerden düşük olanlar açısından konuya bakılırsa; dikkati çeken nokta, uzun dönemde her ikisinin de birbirine yaklaştığıdır. Yüksek ilk getiriye sahip, yani daha fazla düşük fiyatlandırmaya sahip olan hisse senetlerinin getirileri uzun dönemde gittikçe aşağı doğru bir seyir izlerken, düşük ilk getirisi olan yani daha az düşük fiyatlandırmaya sahip hisse senetlerinin getirileri uzun dönemde yukarı doğru bir seyir izlemektedir. Halka arzdan sonraki üçüncü yılda yüksek ilk getiriye sahip hisse senetlerinin getirisi %14.1'den %5.7'ye gerilemişken, düşük ilk getiriye sahip hisse senetlerinin getirisi %-6.0'dan %5.2'ye çıkmıştır. Bu durum Grafik 3'te görülmektedir.



Tablo 4'te İMKB'de 1990-2006 yılları arasındaki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönemdeki getirileri arasındaki korelasyon katsayıları verilmiştir. Genel olarak bakıldığında halka arzların ilk getirileriyle uzun vadeli getirileri arasında herhangi bir ilişki görülmemektedir.

Tablo 4: *Düşük Fiyatlandırma İle Uzun Dönem Getirileri Arasındaki İlişki*

Değişkenler	Sperman Korelasyon Katsayısı	Gözlem Sayısı
İlk Getiri İle Bir Aylık Getiri	0.264 <sup>a</sup>	222
İlk Getiri İle Üç Aylık Getiri	0.237 <sup>a</sup>	222
İlk Getiri İle Altı Aylık Getiri	0.214 <sup>a</sup>	217
İlk Getiri İle Bir Yıllık Getiri	0.251 <sup>a</sup>	212
İlk Getiri İle Üç Yıllık Getiri	0.122 <sup>c</sup>	201

<sup>a</sup>0.01 düzeyinde anlamlı

<sup>b</sup>0.05 düzeyinde anlamlı

<sup>c</sup>0.10 düzeyinde anlamlı

Hisse senetlerinin uzun vadedeki getirileri ilk getiri oranlarından bağımsız hareket etmektedir. Çünkü bütün korelasyon katsayıları sifira yakın çıkmıştır. Yine de buradaki en güçlü ilişki, doğrusal olarak 0.264 ile ilk getiri-arzdan sonraki bir aylık getiri arasında bulunmaktadır. En zayıf ilişki ise 0.122 ile ilk getiri-arzdan sonraki üç yıllık getiri arasında mevcuttur.

Düşük ve yüksek fiyatlandırılmış ilk halka arzların arzdan sonraki dönemlerdeki getirileri arasında bir fark olup olmadığını test etmek amacıyla “SPSS for Windows” paket programında Mann-Whitney U testi kullanılmış ve sonuçlar Tablo 5’te sunulmuştur.

Tablo 5: *Düşük ve Yüksek Fiyatlandırılmış İlk Halka Arzların Karşılaştırılması*

Değişkenler	Mann-Whitney U	Z İstatistiği
1 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	2120.5 (222)	-6.532 <sup>a</sup>
3 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	2887.0 (222)	-4.737 <sup>a</sup>
6 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	2998.0 (212)	-4.233 <sup>a</sup>
1 Yıllık Getiriler (Gözlem Sayısı)	3237.0 (212)	-3.087 <sup>a</sup>
3 Yıllık Getiriler (Gözlem Sayısı)	3515.0 (201)	-1.242

<sup>a</sup>0.01 düzeyinde anlamlı

<sup>b</sup>0.05 düzeyinde anlamlı

<sup>c</sup>0.10 düzeyinde anlamlı

Tablodan görüleceği üzere düşük ve yüksek fiyatlanmış hisse senetlerinin bir, üç, altı aylık ve bir yıllık uzun vadeli getirileri arasında önemli farklılıklar tespit edilmiştir. Bu dönemlerdeki getiriler arasında 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık vardır. Halka arzdan sonraki üç yıllık uzun vadede ise düşük ve yüksek fiyatlandırılmış varlıkların getirileri arasında istatistiksel olarak önemli bir fark bulunmadığı görülmektedir. Bu dönemdeki Z değeri anlamlılık düzeyinde değildir. Yani yüksek ve düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri uzun dönemde benzer getiriler sağlamaktadır. Bu sonuçlar Grafik 2'deki görüntüyü destekler niteliktedir. Bu getiriler arasındaki en büyük farklılık ise halka arzdan sonraki ilk bir ay içinde gerçekleşmektedir.

İlk getiri oranları, ilk getiri medyan oranı olan %8.64'ten yüksek ve düşük hisse senetlerinin uzun vadedeki getirileri arasında istatistiksel olarak bir fark olup olmadığını tespit etmek amacıyla birbirinden bağımsız bu iki grup arasında "Mann-Whitney U" testi yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 6'da özetlenmiştir.

Tablo 6: İlk Getirileri Medyandan Düşük ve Yüksek İlk Halka Arzların Karşılaştırılması

Değişkenler	Mann-Whitney U	Z İstatistiği
1 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	2642.5 (222)	-7.353 <sup>a</sup>
3 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	3470.0 (222)	-5.623 <sup>a</sup>
6 Aylık Getiriler (Gözlem Sayısı)	3471.0 (212)	-5.222 <sup>a</sup>
1 Yıllık Getiriler (Gözlem Sayısı)	3537.0 (212)	-4.660 <sup>a</sup>
3 Yıllık Getiriler (Gözlem Sayısı)	4573.0 (201)	-1.155

<sup>a</sup>0.01 düzeyinde anlamlı

<sup>b</sup>0.05 düzeyinde anlamlı

<sup>c</sup>0.10 düzeyinde anlamlı

Burada da bir önceki analizle benzer sonuçlar elde edilmiştir. Yani ilk getirileri medyandan düşük ve yüksek ilk halka arzların arzdan sonraki ilk bir, üç, altı aylık ve bir yıllık getirileri arasındaki Z istatistik değerleri 0.01 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Bu dönemlerde söz konusu gruplar arasında getiri farklılıkları mevcuttur. Halka arzdan sonraki üç yıllık dönemde ise bu farklılık ortadan kalkmakta, ilk getirileri medyandan düşük ve yüksek varlıkların arzdan sonraki üç yıllık dönemdeki getiri oranları birbiriyle benzer sonuçlar

vermektedir. Dolayısıyla yatırımcıların uzun vadede bu varlıklardan elde edecekleri kazançlar birbirine denktir.

### VI. Sonuç

İlk halka arzlarda arz fiyatının daha aşağıda belirlenmesine sebep olan etmenlerden birisi, yatırımcıların halka açılan şirketler hakkındaki bilgi eksiklikleridir. Yatırım yapmak isteyenlerle halka arz edilen şirketler arasındaki farklı bilgi asimetrisi, düşük fiyatlandırmaya sebep olmakta, bu da ilk getiri kavramını ortaya çıkarmaktadır.

Hisse senetlerini ilk defa halka arz edecek olan firmaların bu arzları, halka arza aracılık eden yatırım bankasına da bağlı olarak düşük veya yüksek fiyatlandırılmaya maruz kalmaktadır. Halka arz firmaları(underwriters) bazen kendi itibarlarını artırmak veya korumak için de düşük fiyatlandırma yolunu tercih edebilirler.

Bunun haricinde, piyasalarda halka arza aracılık yapan yatırım bankası ile yatırımcılar arasında bilgi farklılıkları olduğu durumlarda yatırımcılar belli oranlarda risk primi talep etmekte ve dolayısıyla bu da düşük fiyatlandırmaya sebep olmaktadır. Bu tür bir durum stratejik olarak uygulanan bir fiyatlandırma politikasından da kaynaklanabilmektedir. Halka arza aracılık eden yatırım bankasının daha sonraki zamanlarda yapacağı diğer halka arzlarda başarı sağlamak için, ilk yaptığı halk arzlarında piyasaları mutlu etmeye çalışması buna örnek olarak gösterilebilir.

Bilindiği üzere kısa vadede kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar ile yatırımlarını uzun vadede değerlendirmek isteyen yatırımcılar yatırım yapacakları firmayı veya firmaları seçerken farklı hareket etmek zorundadırlar. Çünkü mesela yüksek fiyatlandırılmış bir varlığa yatırım yapan yatırımcı kısa vadede bu yatırımı paraya çevirmek isterse zarar etmesi söz konusudur.

Çalışmada yapılan analize göre İMKB’de 1990-2006 yılları arasındaki ilk halka arzlarda yüksek ve düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri arasında bir fark görünmemektedir. Ayrıca halka arzların ilk getirileriyle uzun dönemli getirileri arasındaki ilişki oldukça düşüktür. Yani hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin seyri, ilk getirilerine bağlı olarak şekillenmemektedir. Dolayısıyla hisse senetlerinin düşük veya yüksek fiyatlanmış olması yatırımcıları uzun dönemde çok fazla ilgilendirmemektedir.

### Kaynaklar

- Altunkılıç, O. ve Hansen, Robert S. (2003), “Discounting and Underpricing in Seasoned equity Offers”, *Journal of Financial Economics*, 69, ss.285-323.
- Beatty, R. ve Ritter, J. (1986), “Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 15, ss.213-232.

- Benveniste, L.M. ve Spindt, P.A. (1989), "How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, 24, ss.343-361.
- Booth, J.R. ve Smith, R.L. (1986), "Capital Raising, Underwriting, and The Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, ss.261-281.
- Carter, R. ve Manaster, S. (1990), "Initial Public Offerings and Under-Writer Reputation", *The Journal of Finance*, 45(2), ss.1045-1067.
- Chen, G., Firth, M. ve Kim, J. (2000), "The Post-issue Market Performance of Initial Public Offerings in China's New Stock Markets", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14, ss.319-339.
- Corwin, Shane A. (2003), "The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers", *The Journal of Finance*, 58(5), ss.2249-2279.
- Dongwei, S. ve Belton, M. F. (1999), "An Ampirical investigation of Underpricing in Chinese IPOs", *Pasific-Basin Finance Journal*, 7, ss.173-202.
- Gongmeng, C., Firth, M. ve Kim, J. (2004), "IPO Underpricing in China's New Stock Markets", *Journal of Multinational Financial Management*, 14, ss.283-302.
- Grinblatt, M. ve Hwang, C.Y. (1989), "Signalling and The Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, 44(1), ss.393-420.
- Hensler, Douglas A., Herrera, Martin J. ve Lockwood, Larry J. (2000), "The Performance of Initial Public Offerings in the Mexican Stock Market", *Journal of International Money and Finance*, 19, ss.93-106.
- Hirt, Geoffrey A. (2004), *Managing Investments*, McGraw-Hill Companies, Blacklick, OH, USA.
- Huibers, N. (2005), *Future of State-Owned Financial Institutions: Policy and Practice*, Brookings Institution Pres, Washington, DC, USA.
- İMKB, [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)
- Kirkulak, B. ve Davis, C. (2005), "Underwriter Reputation and underpricing: Evidence From Japanese IPO Market", *Pasific-Basin Finance Journal*, 13, ss.451-470.
- Knopf, John D. ve Teall, John L. (1999), "The IPO Effect and Measurement of Risk", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(2), ss.51-58.
- Loughran, T, Ritter, J. ve Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offerings: International Insight", *Pasific-Basin Finance Journal*, 2, ss.165-199.
- Mok, Henry M.K. ve Hui, Y.V. (1998), "Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China", *Pasific-Basin Finance Journal*, 6, ss.453-474.
- Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15, ss.187-212.
- Tinic, S. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46(1), ss.3-48.