



Yrd. Doç. Dr. Yusuf Kaderli Yrd. Doç. Dr. Sezgin Demir

Düşük Fiyatlandırılmış Halka Arz Firma Kalitesinin Bir Göstergesi mi?

Yrd. Doç. Dr. Yusuf KADERLİ
Adnan Menderes Üniversitesi, İİBF.

Yrd. Doç. Dr. Sezgin DEMİR
Adnan Menderes Üniversitesi, İİBF.

Özet

Sermaye piyasasında fon arz talebine ilişkin işlem döngüsünün başladığı yer olan hisse senetlerinin ilk halka arzı, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sürekli incelenen konulardan biridir. Teorik olarak oluşturulan modellerin, piyasanın yapısına bağlı olarak işlevliliği önemli ölçüde değişmektedir. Bu nedenle, halka arz ile ilgili ampirik çalışmalar öncelikle sermaye piyasasının ve bu piyasadaki yatırımcıların özellikleri hakkında fikir edinmeyi sağlamaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalarda elde edilen farklı sonuçlar yeni modellerin geliştirilmesini zorunlu kılmaktadır.

Bu çalışmada, 1992–2002 yılları arasında halka arz edilen düşük fiyatlandırılmış 77 işletme incelenmiştir. İncelenen işletmelerin halka arz yılındaki muhasebe verileri ve arz fiyatı ile birinci gün fiyatı karşılaştırılarak elde edilen başlangıç getirisi ile büyüme oranları arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Elde edilen bulgular, muhasebe verileri ile büyüme oranları arasında ilişki olmadığını, fakat başlangıç getirisi ile büyüme oranı arasında pozitif yönlü zayıf bir ilişki olduğunu göstermiştir. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlara paralel bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk halka arz, düşük fiyatlandırma, ters seçim problemi, başlangıç getirisi.

Abstract (Is Underpricing IPO The Signal of Firm Quality?)

Public Offerings of the stocks are the first stage in the cycle of fund demand and supply and this is the most widely researched topic in both developed and developing economies. The usability of models developed based on a theory has been changed depending on market structure. Hence, the empirical studies about public offerings are aimed to define characteristics of investors in those markets. The different studies carried out in both developed and developing economies have led an uniform results that would require to develop new models.

In this study, 77 firms of whose stock prices are underpriced have been investigated for the years of 1992- 2002. Those firms investigated in terms of their accounting data, the stock price different between initial offerings dates and today, and the growth rate of the price. The results show that there is no relationship between accounting data and growth rate, but although it is so weak, there is a positive relationship between initial return and growth rate other research done in developing markets have presented the similar results.

Key Words: initial public offerings, underpricing, adverse selection problem, initial returns.

1. Giriş

Hisse senetlerinin birincil piyasada halka arzı, arzı yapan şirketin özellikleri, arz yapılan piyasanın koşulları ve söz konusu hisse senetlerini satın alan yatırımcıların profili açılarından incelenmesi gereken ve sermaye piyasalarının işleyişi konusunda önemli ipuçları veren araştırma konusudur. Arz koşullarını ve arz sonrası hisse senedi fiyat hareketlerini doğrudan etkileyen bu koşullar, arz

rımcıların profili açılarından incelenmesi gereken ve sermaye piyasalarının işleyişi konusunda önemli ipuçları veren araştırma konusudur. Arz koşullarını ve arz sonrası hisse senedi fiyat hareketlerini doğrudan etkileyen bu koşullar, arz

fiyatının değerlendirilmesinde ve arz sonrası fiyatın yönünün belirlenmesinde veri olarak kullanılmaya çalışılmaktadır.

Halka arz fiyatının değerlendirilmesinde temel ölçüt, halka arz sırasında düşük fiyatlandırmanın olup olmadığıdır. Bu konuda yapılan çalışmalar genellikle halka arz fiyatı ile arz sonrası ilk gün fiyatının karşılaştırılması sonucu elde edilen başlangıç getirisinden hareket etmektedir. Pozitif başlangıç getirisi düşük fiyatlandırmanın sonucu olarak yorumlanmakta ve bu getiri ne kadar fazla olursa arz fiyatının o ölçüde düşük belirlenmiş olduğu düşünülmektedir.

Halka arz sonrası ilk gün fiyatını etkileyen faktörler piyasa koşulları, şirketin yapısı ve yatırımcı profili olarak üç gruba ayrılmakla birlikte piyasa koşulları dışında kalan faktörler üzerinde durulmaktadır. Halka arzı gerçekleştiren firmanın finansal bilgileri ile başlangıç getirisi arasında ilişkinin var olup olmadığını ortaya koymaya çalışan çalışmalar literatürde ağırlık kazanmaktadır. Bu ilişkinin var olması ya da olmaması ise, üçüncü faktör olan yatırımcı profilini belirlemektedir. 1986 yılında Rock tarafından yapılan çalışma, bilgili yatırımcıların düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerini satın aldığı ve bu yatırımcıların söz konusu hisse senedini satın alırken firmanın finansal verilerinden hareket edildiği sonucuna varılmıştır (Leite:2004). Ancak aynı hisse senedini satın alan ve finansal verilerden hareket etmeyen yatırımcıların varlığı başlangıç getirisi ile finansal veriler arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır.

Hisse senedinin halka arz edildiği piyasada işlem yapan yatırımcıların, karar almada kullandıkları ölçütler, hisse senedini elde tutma veya satma kararlarını belirlemede ve başlangıç getirisi bu kararların göstergesi olarak yansımaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda kısa vadeli kâr etme güdüsüyle hareket eden ve halka arz yapan firmanın finansal verilerini karar kriterleri arasına almayan yatırımcıların çoğunlukta olması başlangıç getirisi ile finansal veriler arasındaki ilişkiye yansı-

yacak ve bu ilişkinin ya çok düzeyde olmasına ya da hiç olmamasına sebep olacaktır. Bu amaçla, çalışmamızda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) halka arz edilen şirketlerin belirtilen açılardan durumu incelenmiştir.

2. Literatür Taraması

Gelişmiş piyasalarda halka arz edilen hisse senedinin arz fiyatı ile arz sonrası ilk gün fiyatı karşılaştırılarak elde edilen başlangıç getirisinin, firmanın finansal verileri arasındaki ilişkiyi ölçmeye amaçlayan çalışmalarda benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Baron, halka arza ilişkin talep koşulları hakkında, bankaların arzı yapan firmadan daha bilgili olduğunu ve düşük fiyatlandırmanın bu bankalar tarafından satışı artırıcı bir araç olarak kullanıldığını ileri sürmüştür (Eckbo ve diğerleri:2000; Baron:1982). Beatty ve Ritter, halka arz yapan şirketleri yatırımcıya cazip hale getirmek için düşük değerlendirme konusunda baskı yaptıklarını belirterek Baron'un çalışmasını doğrulamıştır (Ljungqvist:2006; Beatty ve Ritter:1986).

Koh ve Walter, Singapore piyasasında yaptıkları analizde düşük fiyatlandırma derecesi ile yatırımcının hisse senedini alma isteği arasında negatif ilişki olduğunu belirlemişlerdir (Koh ve Walter:1989). Rock, piyasadaki bazı yatırımcıların diğerlerinden daha bilgili olduğunu ve bu nedenle yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerini satın almaktan kaçındıklarını ileri sürmüştür (Pons-Sanz:2005; Rock:1986). Bilgisiz yatırımcıların talebinin ise, tüm arz edilen hisse senetlerine dağıldığını ve ters seçim problemine sebep olduklarını belirtmiştir.

Rock ve Koh ile Walter'ın çalışmaları karşılaştırıldığında piyasalar arasındaki yatırımcı profillerine ait farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Rock, düşük fiyatlandırılmış hisse senedinin bilgili yatırımcılar tarafından tercih edildiğini söyleyerek, piyasada bu tür yatırımcıların artması ile birlikte düşük fiyatlandırma derecesi ile hisse senedine olan talep arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bilgisiz yatırımcıların çoğunlukta olması

durumunda ise, bu ilişki zayıflayacak ve rassal sonuçlar elde edilecektir.

Gelişmekte olan piyasalarda yapılan araştırmalar düşük fiyatlamının gelişmiş piyasalara oranla daha yüksek olduğunu göstermektedir. Gelişmiş piyasalarda düşük fiyatlama oranı % 6 ile % 20 arasındayken, gelişmekte olan piyasalarda % 500'e kadar ulaşmaktadır. Su ve Fleisher'in 1987-1995 yılları arasında Shanghai piyasasında yaptığı araştırmada düşük fiyatlama oranı % 948,6 bulunmuştur (Su ve Fleisher:1999).

Kıymaz, 1996 yılında İMKB İmalat sektöründeki firmaların halka arz sırasında düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığını olay etüdü yöntemi ile araştıran bir çalışmada, uluslararası piyasada gözlenen düşük fiyatlama olgusunun, İMKB'de işlem gören hisse senetleri için de geçerli olduğunu tespit etmiştir. Kıymaz, bu çalışmada halka arz edilen sınıai firmaların ilk günde ortalama % 12,2'lik bir anormal getiri sağladığını tespit etmiştir (Kıymaz: 1996).

Düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerine ilişkin diğer bir araştırma konusu, düşük fiyatlama ile hisse senedini ihraç eden firmanın kalitesi arasındaki ilişkinin belirlenmesi olmuştur. Düşük fiyatlamının firmanın kalitesi ile ilgili bir sinyal olabileceğinden yola çıkılmış ve düşük fiyatlama oranı ile firmanın kalitesi arasında aynı yönde bir ilişki olacağı varsayımından yola çıkılmıştır. Ancak ters seçim problemi düşünüldüğünde, bu ilişkinin belirlenmesi oldukça zorlaşmaktadır. Ayrıca, piyasadaki yatırımcıların bilgili ve bilgisiz olarak ayrımının zorluğu da ilişkinin yorumlanmasını engellemektedir.

Leland ve Pyle, bu konuda ilk modeli oluşturan çalışmayı yapmışlar ve dağıtılmayan kârların büyüklüğü ile düşük fiyatlama derecesini karşılaştırmışlardır (Zheng ve Stangeland: 2007; Leland ve Pyle:1977). Firmanın dağıtılmayan kârları ile düşük fiyatlama derecesi arasındaki ilişkiden yola çıkarak firma kalitesini açıklamaya çalışan bu modelin uygulama içermemesi modelin geçerliliğini görmeyi engellemektedir. Allen ve Faulhaber bu modeli geliştirerek iki değişkenli hale

getirmişlerdir. Dağıtılmayan kârlar ile birlikte halka arzı yapanların, düşük fiyatlamının firmanın kalitesini gösteren bir sinyal olduğunu gösterme çabalarını modele eklemişlerdir (Fohlin:2000; Allen ve Faulhaber:1989).

Düşük fiyatlandırmanın firmanın kalitesini belirleyici bir sinyal olduğuna ilişkin teorik çalışmaların yanında uygulamaya dönük çalışmalar da yapılmaktadır. Ancak uygulamada, ileri sürülen hipotezlerin her piyasa için geçerli olmadığı ortaya çıkmaktadır. Firmanın kalitesini belirlemede temel değişken olarak satışlar, faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK) ile dağıtılmayan karlardaki arz sonrası yıllarda ortaya çıkan büyüme oranları kullanılmıştır. Satışlar ve FVÖK firma yönetimi tarafından müdahale edilemeyen büyüklükler olarak düşünülmemekte, ancak dağıtılmayan kârların manipülasyona açık olması nedeniyle kullanılması uygun görülmemektedir. Firmanın söz konusu verilerindeki değişim büyüme oranı olarak alınmakta ve bu oranlar ile başlangıç getirisi arasındaki ilişkinin varlığı öncelikle ölçülmeye çalışılmaktadır. Başlangıç getirisinin yanında, arz sonrası yıllara ait muhasebe verileri ile büyüme oranları arasındaki ilişkide firmanın kalitesini diğer yönlerden ölçen etkenler olarak düşünülmemekte ve bu veriler ile büyüme oranları arasındaki ilişkinin de firmanın kalitesini gösteren bir sinyal olacağı varsayılmaktadır.

Bu konuda yapılan çalışmaları, sonuçlarına bağlı olarak, gelişmiş piyasalarda yapılan çalışmalar ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalar olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Venkatesh ve Neupane, Tayland piyasasında yaptıkları çalışmada 2000-2004 yılları arasında 74 firmayı incelemişler, başlangıç getirisi ile piyasa değeri, firma yaşı, defter değeri, borç miktarı gibi muhasebe verileri arasındaki ilişkiyi bulmaya çalışarak firma kalitesini ölçmeye çalışmışlar, ancak anlamlı bir ilişki elde edememişlerdir (Venkatesh ve Neupane;2005). Kerins, Kutsuna ve Smith'in 1996-2000 yılları arasında Japon

piyاسasında yaptıkları araştırmada düşük fiyatlamının firmanın kalite göstergeleri açısından bir sinyal oluşturmadığını sonucuna ulaşmışlardır (Kerins ve diğerleri:2003).

Chung, Li ve Yu, NASDAQ, NYSE ve AMEX'de işlem gören hisse senetleri üzerine yaptıkları çalışmada büyüme oranlarına göre dört gruba ayrılan firmaların, büyüme oranları ile başlangıç getirisi ve firmanın özelliklerini yansıtan diğer verileri arasında ilişkiler ölçülmeye çalışılmıştır. Başlangıç getirisi ile büyüme oranı ve firma değerinin göstergeleri arasında pozitif yönlü anlamlı ilişkiler bulunmuştur (Chung, Li ve Yu ;2005). Zheng ve Stangeland, 1982–1998 yılları arasında CRSP'de (Center for Research in Security Prices) listelenmiş olan hisse senetleri üzerine yaptıkları araştırmada, büyüme oranları ile başlangıç getirisi arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu, diğer muhasebe verileri ile ilişki olmadığını bulmuşlardır. Ancak çalışmanın hipotezi olarak belirtilen, düşük fiyatlama oranı ile büyüme oranı arasındaki pozitif yönlü ilişkiyi destekleyen istatistiksel sonuçlar ilişkinin yeterince güçlü olmadığını göstermektedir.

Yapılan araştırmalarda, halka arz yapılan piyasaların gelişmişliğine bağlı olarak farklı sonuçlar elde edilmektedir. Gelişmiş piyasalarda, düşük fiyatlanmış hisse senetleri firmanın kalitesini gösteren bir sinyal olarak kullanılabilirken, gelişmekte olan piyasalarda veriler arasında anlamlı ilişkiler bulunmamaktadır.

3. Materyal ve Yöntem

Bu çalışmada, gelişmekte olan bir piyasa niteliğinde olan İMKB'de halka arz edilen hisse senetlerinin büyüme oranları ile başlangıç getirisi ve diğer muhasebe verileri arasındaki ilişkinin varlığı belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla 1992–2002 yılları arasında İMKB ulusal pazarında halka arz edilen 109 şirket incelenmiştir. Ele alınan yıllarda banka ve yatırım ortaklıklarına ait halka arzlar kapsam dışı bırakılmıştır. İncelenen şirketlerin 77 tanesi başlangıç getirisine sahip oldukları için düşük değerlendirilmiş olarak ifade edilmiştir. Şirketlerin başlangıç getirisi, halka arz fiyatları ile arz sonrası ilk gün fiyatlarını karşılaştırmak suretiyle elde edilmiştir.

Hisse senetlerinin büyüme oranları, olarak halka arz sonrası dört yıla ait satışlarındaki ve FVÖK'larındaki değişimler kullanılmıştır. Şirketlerin halka arz sonrası dört yıla ait rakamları ilgili yıla ait endeks rakamları kullanılarak arz yılı, satın alma gücü ile ifade edilmiştir. Büyüme oranları ile başlangıç getirisi ve muhasebe verileri arasındaki ilişki ölçülmeye çalışılmıştır. Bu amaçla kullanılan muhasebe verileri cari oran, asit test oranı, alacaklar/aktif toplamı, özkaynak/aktif toplamı, UVYK/pasif, VÖK/özkaynaklar ve faaliyet karı/net satışlar olarak belirlenmiştir. Ele alınan şirketlerin başlangıç getirisi, satışları ve FVÖK'larının yıllar itibarıyla ortalamaları ile şirket sayıları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: 1992–2002 Yılları Arası Halka Arz Edilen Düşük Fiyatlanmış Şirketler

	Şirket Sayısı	Ortalama Başlangıç Getirisi	Ortalama Satışlar	Ortalama FVÖK
			Bin YTL	
1992	5	4,28	375	40
1993	7	16,99	636	199
1994	10	11,80	1.469	416
1995	13	17,02	3.420	815
1996	8	13,95	4.991	2.355
1997	5	8,44	13.846	3.964
1998	7	17,71	8.576	1.720
1999	1	22,73	43.998	5.667

2000	20	13,76	123.570	25.251
2002	1	12,98	2,445	475
Toplam	77	13,87	35.709	7.508

Ele alınan yıllar arasında halka arz edilen hisse senetlerinin % 70,6'sı düşük fiyatlanmıştır. Bu sonuç, diğer finansal piyasalara paralel olarak İMKB'de de düşük fiyatlanmanın hisse senedinin satışını artırıcı bir araç olarak kullanıldığını gös-termektedir.

Hisse senetlerinin satışlarında ve FVÖK'larındaki değişme büyüme ölçüsü olarak alınmış ve halka arz yılından sonraki yıllara ait değişimleri bulun-

muştur. Literatürde kullanılan bir diğer ölçü de dağıtılan kârdır. Ancak dağıtılan kârın işletme yönetiminin kararlarına bağlı olması, güvenilir bir ölçü olma özelliğini azaltmaktadır. Literatürde, elde edilen sonuçlar bu sonucu desteklemektedir.

İşletmelerin büyüme ölçüleri 25, 50 ve 75'lik yüzde dilimleri ile ifade edilerek Tablo 2'de özetlenmiştir.

Tablo 2: 1992-2002 Halka Arz Edilen Düşük Fiyatlandırılmış İşletmelerin Büyüme Oranlarının Yüzdellik İfadesi

	FVÖK			Satışlar		
	25%	50%	75%	0,25	0,5	0,75
2	27,15	71,17	124,88	47,35	89,53	117,37
3	-13,24	46,67	107,56	36,87	64,82	85,02
4	-32,89	28,44	119,16	21,90	58,96	96,95
5	-22,85	61,38	133,02	14,48	49,38	80,30

Düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerinin, başlangıç yılındaki muhasebe verileri ve başlangıç getirileri ile arz sonrası beş yıla ait satışlarındaki ve FVÖK'larındaki değişim arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla, arz yılı ve sonrasındaki beş yıla ait mali tablolarından yararlanılmıştır. Arz sonrası yıllara ait rakamlar, ilgili yılların fiyat endekslerinden yararlanılarak arz yılının satın alma gücü ile ifade edilmiş ve bu rakamlar üzerinden yüzdesel değişimleri bulunmuştur.

Arz yılı sonrası büyüme oranı olarak kullanılan satışlar ve FVÖK bağımlı değişken olmak üzere regresyon analizi yapılarak, muhasebe verileri ve başlangıç getirileri ile büyüme oranları arasındaki ilişkiye yönelik sonuç elde edilmiştir. Büyüme oranının iki farklı değişken olması ve arz sonrası dört yıla ait oranların kullanılması, sekiz regresyon denkleminin elde edilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu denklem şu şekilde ifade edilebilir:

$$BO_{it} = \beta_0 + \beta_1 BG_i + \beta_2 CO_i + \beta_3 ALAK_i + \beta_4 KVBPAS_i + \beta_5 UVBPAS_i + \beta_6 VOKOZK_i + \beta_7 FKARNETSAT_i + \beta_8 PD_i + \beta_9 FK_i + \varepsilon_{it}$$

Denklemden yer alan BO_{it} , her bir işletme için halka arz sonrası dört yıla ait satışlardaki ve FVÖK'daki yüzdesel değişimi ifade etmektedir. Yüzdesel değişimler bir önceki yılın rakamı ile karşılaştırmak suretiyle elde edilmiştir.

BG_i , halka arz fiyatı ile arz sonrası ilk gün kapanış fiyatı arasındaki yüzdesel farktır. Pozitif başlangıç getirisi düşük fiyatlandırmanın ölçüsü olarak alındığı için, negatif başlangıç getirisine sahip işletmeler modele dahil edilmemiştir.

CO_i , her bir işletmeye ait cari oranı ifade etmektedir. Halka arz yılındaki likidite yapısı ile işletmenin büyümesi arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla modele dahil edilmiştir. Satışların ve FVOK'daki büyümenin nakit döngüsü ile ilişkisini belirlemek amacıyla modele dahil edilen $ALAK_i$ değişkeni, alacakların aktif toplamına oranını ifade etmektedir. $KVBPAS_i$ ve $UVBPAS_i$, kısa ve uzun vadeli borçların pasif toplamına oranıdır. Büyümenin ne tür kaynak yapısı ile sürdürüldüğünü görmek amacıyla modele dahil edilmiştir.

Özellikle büyümenin sağlıklı olup olmadığını ve sürekliliğini gösterecek olan bu ilişki, düşük fiyatlandırılmış hisse senetleri ile ilgili kararlar alınmasında önemli bir karar kriteri olarak kullanılabilir. Satışların ve kaynakların karlılığı ile büyüme arasındaki ilişkinin ölçülmesi amacıyla modele eklenen $VOKOZK_i$ ve $FKARNETSAT_i$ değişkenleri sırasıyla, vergi öncesi karın özkaynaklara oranı ve faaliyet karının net satışlara oranıdır. Büyümenin işletmenin

kaynak yaratma gücü ile olan ilişkisini bulmak amacıyla modele dahil edilmiştir.

Hisse senedinin performans göstergeleri ile büyümesi arasındaki ilişkiyi görmek amacıyla modele dahil edilen PD_i ve FK_i değişkenleri sırasıyla piyasa değerini ve Fiyat/Kazanç oranını temsil etmektedir. Büyümenin yatırımcı açısından algılanması, hisse senedinin getirisine yansımalarıyla mümkündür. Gerek sermaye artışı gerekse kâr payı olarak yatırımcının elde edeceği değerler ile büyüme arasındaki ilişki şirketin piyasaya yansıyan kalite göstergesi olarak kullanılabilir.

4. Bulgular

Satışlar ve FVÖK'in bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon denklemlerinin her birine ait sonuçlar benzer niteliktedir. Değişkenler arasındaki ilişkilerin istatistiksel açıdan anlamlılığını görebilmek amacıyla, beta katsayısı ile birlikte t değerleri ve anlamlılık ölçüleri (Sig.) gösterilmiştir.

Büyüme oranı olarak satışlardaki değişimin modele alındığı regresyon analizi sonuçları Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3: Satışlardaki Değişme İle Muhasebe Verileri ve Başlangıç Getirisi Arasındaki İlişkiye İlişkin Regresyon Sonuçları

Satışlar		Başlangıç getirisi	Cari Oran	Alacaklar/ Aktif Toplamı	KVYK / Pasif Toplamı	UVYK / Pasif Toplamı	VOK / Özkaynak	Faalkarı / Net Satışlar	Piyasa Değeri	Fiyat/ Kazanç Oranı	R Kare
2.Yıl	Katsayı	0,42	-0,05	-0,01	-0,58	0,01	0,40	-0,60	0,00	0,14	0,105
	t değeri	(0,63)	(-1,15)	(-0,01)	(-1,13)	(0,01)	(1,37)	(-0,97)	(0,38)	(1,04)	
	Sig.	0,53	0,26	0,99	0,26	0,99	0,18	0,34	0,70	0,30	
3.Yıl	Katsayı	0,51	0,01	-0,03	0,04	-0,30	-0,31	1,42	0,00	-0,06	0,168
	t değeri	(0,86)	(0,34)	(-0,06)	(0,09)	(-0,43)	(-1,23)	(2,65)	(-0,02)	(-0,51)	
	Sig.	0,39	0,73	0,95	0,93	0,67	0,22	0,01	0,98	0,61	
4.Yıl	Katsayı	0,60	-0,01	-0,77	0,79	-0,59	0,56	-0,72	0,02	-0,06	0,16
	t değeri	(0,71)	(-0,13)	(-1,35)	(1,25)	(-0,58)	(1,54)	(-0,94)	(1,05)	(-0,36)	
	Sig.	0,48	0,89	0,18	0,22	0,56	0,13	0,35	0,30	0,72	
5.Yıl	Katsayı	1,19	0,00	0,04	-0,45	-0,54	-0,03	0,26	0,01	-0,04	0,161
	t değeri	(2,09)	(0,01)	(0,10)	(-1,03)	(-0,79)	(-0,12)	(0,50)	(0,81)	(-0,36)	
	Sig.	0,04	0,99	0,92	0,31	0,44	0,90	0,62	0,42	0,72	

Başlangıç getirisi ve muhasebe verileri ile satışlardaki değişim arasındaki ilişkiyi ölçmek üzere arz sonrası 2., 3., 4. ve 5.

yıllarda satışlardaki değişimler bağımlı değişken, başlangıç getirisi ve muhasebe verileri bağımsız değişkenler olarak

modele alınmıştır. Kurulan dört regresyon mode-linde de anlamlı ilişkilerin olmadığı açıkça görülmektedir. Muhasebe verilerinin satış-lardaki değişmeler ile ilişkisi yıllar itibarıyla farklı yönlerde ortaya çıkarken, başlangıç getirisinin ilişkisi sürekli pozitiftir. İstatistiksel olarak anlamlı sayılabilecek bir ilişki mevcut olmamakla birlikte, dört yılda da pozitif yönlü olması diğer bağımsız

değişkenlerden ayrı bir özelliğe sahip olduğunu göstermektedir. Başlangıç getirisi arttıkça işletmelerin satışlarında da o derece artış olacağı ve düşük fiyatlama ne kadar fazla ise, işletmenin büyümesinin de o ölçüde fazla olacağı sonucuna ulaşılabilir.

İkinci büyüme oranı göstergesi olan FVÖK'in kullanıldığı regresyon analizine ilişkin sonuçlar Tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4: FVÖK'daki Değişme İle Muhasebe Verileri ve Başlangıç Getirisi Arasındaki İlişkiye İlişkin Regresyon Sonuçları

FVOK		Başlangıç getirisi	Cari Oran	Alacaklar / Aktif Toplamı	KVYK / Pasif Toplamı	UVYK / Pasif Toplamı	VOK / Özkaynak	Faalkarı / Net Satışlar	Piyasa Değeri	Fiyat/ Kazanç Oranı	R Kare
2.Yıl	Katsayı	1,75	-0,14	1,22	-1,07	0,72	-0,36	0,80	0,00	0,14	0,28
	t değeri	(1,97)	(-2,62)	(2,02)	(-1,60)	(0,68)	(-0,94)	(0,99)	(-0,23)	(0,77)	
	Sig.	0,05	0,01	0,05	0,12	0,50	0,35	0,33	0,82	0,44	
3.Yıl	Katsayı	22,76	-1,30	19,98	-32,39	41,03	1,73	-13,71	-0,21	1,35	0,103
	t değeri	(0,75)	(-0,73)	(0,97)	(-1,42)	(1,13)	(0,13)	(-0,49)	(-0,36)	(0,22)	
	Sig.	0,46	0,47	0,34	0,16	0,27	0,90	0,62	0,72	0,82	
4.Yıl	Katsayı	20,06	0,81	-27,43	40,37	3,59	18,51	-30,28	0,31	0,16	0,198
	t değeri	(0,80)	(0,55)	(-1,60)	(2,12)	(0,12)	(1,69)	(-1,31)	(0,64)	(0,03)	
	Sig.	0,43	0,59	0,12	0,04	0,91	0,10	0,20	0,53	0,98	
5.Yıl	Katsayı	3,52	0,13	-2,15	2,88	-2,59	1,43	-0,03	0,08	-0,26	0,057
	t değeri	(0,71)	(0,45)	(-0,64)	(0,77)	(-0,43)	(0,66)	(-0,01)	(0,78)	(-0,26)	
	Sig.	0,48	0,65	0,53	0,45	0,67	0,51	0,99	0,44	0,79	

FVÖK'daki değişmeler ile muhasebe verileri ve başlangıç getirisi arasında kurulan regresyon modeli, arz sonrası ilk yılda anlamlı ilişkiler olduğunu göstermektedir. Cari oran ve KVYK/Pasif Toplamı arasında negatif anlamlı ilişki gözlenirken, Başlangıç Getirisi ve Alacaklar / Aktif Toplamı arasında pozitif anlamlı ilişki gözlenmektedir. R Kare değerleri ilişkilerin güçlü denebilecek düzeyde olmadığını göstermektedir. Ancak satışlarda olduğu gibi, Başlangıç Getirisi açısından dikkati çeken durum, ilişkinin tüm yıllar boyunca pozitif yönlü oluşudur. Zayıf ve ikinci yıldan sonra istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki olmasına rağmen, diğer değişkenlerden farklı olarak sürekli pozitif bir ilişki gözlenmektedir.

İki büyüme göstergesinde de muhasebe verileri ile olan ilişkiye yönelik bir eğilimden söz etmek mümkün değildir. Ancak düşük fiyatlama derecesi ile

işletmenin büyümesi arasındaki ilişki sürekli pozitif yönlüdür.

Bağımlı değişken olarak alınan büyüme oranları, endekslenmemiş ve piyasaya göre düzeltilmiş olarak tekrar modele sokulmuş ve regresyon analizi tekrarlanmıştır. Aynı şekilde, bağımsız değişkenlerin sayısı azaltılarak analiz tekrar edilmiştir. Büyüme oranı olarak işletmenin satışlarında ve FVÖK'larındaki değişimin dışında Aktif Toplamlarındaki değişme kullanılmış ve regresyon işlemi yinelenmiştir. Bu üç değişikliğin sonucunda elde edilen sonuçlar ilk bulgular ile aynıdır. Bu nedenle, elde edilen sonuçlara yer verilmemiştir.

5. Sonuç

Elde edilen sonuçlar, literatürde yer alan, bulguları desteklemektedir. Gelişmekte olan piyasalara yönelik araştırmalarda, söz konusu ilişkilerin gelişmiş

piyasalara oranla daha düşük olduğu ve ilişkilerin belirlenmesinin güç olduğuna yönelik sonuçlar İMKB için de geçerlidir. Yatırımcı profilinin kesin çizgiler ile belirlenmesi mümkün olmadığı için düşük fiyatlanmış hisse senetlerinin tercih edilme sebebine yönelik ilişkileri bulmak mümkün olmamaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda bilgisiz yatırımcıların, toplam yatırımcılar içinde daha yüksek orana sahip olması Rock'ın ters seçim probleminin varlığını kanıtlamaktadır.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde, hisse senetlerini pazarlama stratejisi olarak düşük fiyatlandırmanın kullanılması, düşük fiyatlama eğiliminin artmasının nedeni olarak düşünüldüğünde, büyüme oranları ile başlangıç getirisi arasında ilişkinin bulunamaması daha rahat anlaşılabilir. Düşük fiyatlandırılmış hisse senedinin gerçek değerini bulacağı düşünülmesiyle satın alınan hisse senedi başlangıç getirisine sahip olmakta ve yatırımcı kısa vadeli kâr amacına ulaşabilmektedir. Bu amaç için işletmenin finansal verilerini analiz etme gereği duymayan yatırımcının, uzun vadede hisse senedi ile ilgili vereceği kararlar açısından bu veriler etkili olmaktadır. Bu nedenle başlangıç getirisi ile işletmenin büyüme rakamları arasında bir ilişki elde etmek mümkün olmamaktadır.

Söz konusu sonuçların gelişmekte olan piyasalar için diğer çalışmalar ile birlikte ampirik olarak doğrulanması, yatırımcı profilinden kaynaklanmaktadır. İlk halka arz sırasında aracılık eden kuruluşların da bu profile uygun pazarlama stratejisi seçme çabaları, gelişmekte olan piyasalarda çoğunlukta olan bilgisiz ve kısa vadeli kâr amacına yönelik hisse senedi alımı yapan oyuncuların varlığını kanıtlamaktadır. Gelişmiş piyasalarda ise tam tersine, yatırımcının uzun vadeli amaçlarına uygun stratejiler geliştirmeye çalışması, hisse senedini halka arz eden işletmenin finansal verilerini kullanmayı gerektirmektedir. Bu nedenle, gelişmiş piyasalarda düşük fiyatlama, halka arzı gerçekleştiren işletmenin kalitesine ilişkin bir sinyal olarak kullanılabilir.

Gelişmekte olan piyasalarda halka arzı ile ilgili verilerin işletmenin kalitesine ilişkin bir ipucu verebilmesi, yatırımcı profilinin ve yatırımcının söz konusu hisse senedini satın alırken hedefinin belirlenmesi ile mümkün olacaktır. Pazarlama stratejilerinin yatırımcılar üzerindeki etkisi, halka arzı gerçekleştiren işletmenin kalitesi konusunda yatırımcının fikrini etkileyen önemli unsurlardan biridir. Bilgisiz yatırımcının işletme ile ilgili halka arz sırasında elde ettiği haberler, uygulanan stratejilerin sonucu olarak karar vermeye neden olmaktadır. Bu etkinin ampirik olarak belirlenebilmesi, yatırımcıları satın alma sırasında harekete geçiren etkenleri davranışsal finansa dayalı olarak saptamakla mümkündür. Gelişmekte olan piyasalarda yatırımcıların, gelişmiş piyasalardaki yatırımcılara nazaran daha kısa vadeli amaçlar ile hisse senedi satın aldığına ilişkin bulgular, bu yargıya ilişkin temel dayanaklardır.

Kaynakça

- Chung, K., Li, M. ve Yu, L., (2005), "Assets in Place, Growth Opportunities, and IPO Returns", Financial Management Association, Financial Management, Autumn 2005
- Eckbo, B. Espen, RonaldW. Masulis, and Øyvind Norli, 2000, Seasoned public offerings: Resolution of the 'new issues puzzle', Journal of Financial Economics 56, 251-291.
- Fohlin, C., (2000), "IPO Underpricing in Two Universes: Berlin, 1882-1892, and New York, 1998-2000, California Institute of Technology, Social Science Working Paper 1088, May 2000
- Kee H. Chung, Mingsheng Li, ve Linda Yu, (2005), "Assets in Place, Growth Opportunities, and IPO Returns", Financial Management Volume :34, Issue :3, Fall 2005
- Kerins, F., Kutsuna, K. ve Smith, R., (2003), "Why Are IPOs Underpriced? Evidence from Japan's Hybrid Auction-Method Offerings", Claremont Graduate University Working Paper, June 2003
- Kıymaz, H., (1996), "Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları", İktisat – İşletme Finans Dergisi Özel Sayısı, Yayın No:4, Ankara
- Koh, F., and T. Walter, (1989), A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues, Journal of Financial Economics 23, 251-272.
- Leite, Tore, (2004), "Adverse Selection, Public Information, and Underpricing in New Issues" (August 24, 2004). EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1758; EFMA 2004 Basel Meetings Paper
- Ljungvist, A., (2006), "IPO Underpricing," Handbooks in Finance: Empirical Corporate

Finance, Volume A, (*Handbooks in Finance Series*, Elsevier/North-Holland), Chapter 7

Pons-Sanz, V., (2005), "Who Benefits From Ipo Underpricing? Evidence Form Hybrid Bookbuilding Offerings", European Central Bank Working Paper Series, No. 428, Ecb-Cfs Research Network On Capital Markets And Financial Integration In Europe, January 2005

Su, D. ve Fleisher, B.M., (1999), "An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs",

Pacific-Basin Finance Journal, Volume 7, Number 2, May 1999 , pp. 173-202(30)

Venkatesh S., Neupane S., (2005), "Does Ownership Structure Effect IPO Underpricing: Evidence From Thai IPOs", *Corporate Ownership & Control* / Volume 3, Issue 2, Winter 2005-2006

Zheng, S., ve Stangeland, D., (2007), "IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts", *Financial Management*, Forthcoming Articles 2007