

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMA VE ARACILIK TÜRÜ, ARZ YILI, ARACI KURUM ETKİLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

*AN INVESTIGATION FOR UNDERPRICING IN INITIAL PUBLIC
OFFERINGS AND UNDERWRITING TYPE, OFFERING YEAR,
INTERMEDIARY INSTITUTION IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE*

Gökçe Yıldız SAĞLAM⁽¹⁾, Arzum Erken ÇELİK⁽²⁾

⁽¹⁾Eti Gıda San. A.Ş., ⁽²⁾Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İşletme Bölümü
⁽¹⁾gyildiz81@hotmail.com, ⁽²⁾aerken@ogu.edu.tr

ÖZET: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda düşük fiyatlandırmanın bulunup bulunmadığını ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada 1993-2006 periyodunda tek aracı kurum aracılığıyla ilk defa halka arz edilen 40 hisse senedinin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiştir. İnceleme sonucunda çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin 31 tanesinin ilk işlem gününde, 24 tanesinin de ilk işlem ayında düşük fiyatlandırıldığı anlaşılmıştır. Çalışmada kısa dönemde varlığı belirlenen düşük fiyatlandırmaya aracılık türünün, arz yılının ve arzı üstlenen aracı kurumun etkisinin olup olmadığı da araştırılmıştır. Ancak ANOVA yöntemi ile yapılan bu çalışmada söz konusu değişkenlerden herhangi birisinin düşük fiyatlandırma üzerinde kayda değer bir etkisi bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Halka İlk Arz; Düşük Fiyatlandırma; Aracılık Türü Etkisi; Arz Yılı Etkisi; Aracı Kurum Etkisi

ABSTRACT: In this study which aims to determine whether there exists underpricing in İstanbul Stock Exchange, short, medium and long term price performances of 40 stocks initially offered in 1993-2006 period by only one underwriter have been investigated. Consequently it appeared that 31 of these stocks on the first offering date and 24 of them in the first dealing month had been underpriced. Also existance of underwriting type, offering year and intermediary institution effects on this matter of fact has been searched by ANOVA. But following this search any significant effect of these variables on underpricing could not be found.

Keywords: Initial Public Offering; Underpricing; Underwriting Type Effect; Offering Year Effect; Intermediary Institution Effect

JEL Classifications: G14; G19

Giriş

Şirketler, belli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar sermaye ihtiyaçlarını içsel ve dışsal kaynaklardan sağlayabilmektedirler. Halka arz ise şirketlerin kullandığı dış kaynakların başında yer almaktadır. Halka arz yoluyla şirketler, finansman sağlayabilmekte; likidite düzeylerini yükseltebilmekte; hem yerli, hem de yabancı yatırımcılara kendilerini tanıtmaya fırsatı yaratabilmekte; hisse senetlerinin tek bir grubun elinden çıkması ve geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını sağlayabilmektedirler.

Hisse senetlerinin halka arzında şirketle yatırımcıyı buluşturma görevi aracı kurumlara düşmektedir. Aracı kurumların ilk halka arzda en büyük

sorumluluklarından biri hisse senedi fiyatının belirlenmesidir. Diğer bir sorumluluğu ise, halka arz edilecek hisselerin tamamının maksimum karlılıkla satılmasını sağlamaktır. Aracı kurumlar bu süreçte bakiyenin tamamını veya bir kısmını yüklenilebileceği gibi sadece en iyi gayret anlaşması yapabilmektedir. Eğer aracı kurum, halka arzı tek başına gerçekleştirecekse bakiyeyi kısmen veya tamamen yüklenmek, kendisi için ekstra bir maliyet getirmektedir. Aracı kurumlar bu tarz risklerden doğacak maliyetleri düşürmek için ilk defa halka arz edecekleri hisse senetlerinin fiyatlarını düşük belirleyebilmektedir. Bu durumda da hisse senetlerinin doğru fiyatlandırılması ve kârın maksimize edilmesi mümkün olmamaktadır.

Bu çalışmada 1993–2006 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiş hisse senetlerinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığının araştırılması; halka arza aracılık türünün, halka arz yılının ve aracı kurumların pozitif anormal getiriler üzerindeki etkisinin ortaya çıkartılması amaçlanmıştır.

1. Düşük Fiyatlandırma Konusunda Yapılan Çalışmalar

Düşük fiyatlandırmanın konu olduğu araştırmalar, özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren hız kazanmaya başlamıştır. Bu araştırmalardan birisi olan Dawson (1987) Hong Kong, Singapur ve Malezya Borsaları'nda düşük fiyatlandırmayı incelediğinde Hong Kong ve Singapur Borsaları'nda düşük fiyatlandırmadan kaynaklanan anormal getiri olmadığını, Malezya Borsası'nda ise anormal getirinin ilk işlem gününden sonra ortaya çıktığını belirlemiştir. Jog ve Riding (1987) de Kanada Borsası'ndaki ilk halka arz verilerini inceledikleri çalışmalarında, ilk üç gündeki düşük fiyatlandırma ortalamasının %9 ile %11,5 arasında olduğu sonucuna varmışlardır. Ritter (1991) de 1975–1984 yılları arasında ilk defa halka arz edilen hisse senetleri için ilk gün pozitif getirinin varlığını kanıtlamıştır.

Kısa ve uzun dönemde Brezilya, Şili ve Meksika Borsaları'nı inceleyen Aggarwall, Leal ve Fernandez ise (1993), kısa dönem için ilk günkü getirilerin Brezilya Borsası'nda %78,5, Şili Borsası'nda %16,7 ve Meksika Borsası'nda %2,8 olduğunu belirlemişlerdir. İlk gün getirilerinin pozitif olması Brezilya, Şili ve Meksika borsalarında kısa dönemde düşük fiyatlandırma yapıldığı anlamına gelmektedir. Araştırmacılar, uzun dönemde üç borsada da düşük fiyatlandırmanın varlığını kanıtlayamamışlardır. Aynı yıla ait Lewis'in (1993) araştırmasında ise, Londra Borsası'nda ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getiri ortalaması %14,3 olarak hesaplanmıştır. Finn ve Higham da 1998'de yayınlanan çalışmalarında, Avustralya Borsası'nda 1976-1990 dönemini kapsayan, sanayi sektörüne ait, ilk defa halka arz edilmiş hisse senetlerini incelemiş ve ilk gün sonunda elde edilen anormal getirinin ortalama %29,2 olduğunu saptamıştır.

İMKB'nda işlem gören hisse senetlerinin uzun vadede fiyat performanslarını inceleyen Ayden ve Karan (2000) da 1992-1995 yılları arasında halka arz edilen hisse senetlerinin halka arz tarihinden itibaren 36 ay sonrasına kadar olan dönemdeki performanslarını ortaya koymuş, aylık anormal ve birikimli anormal getirilerini hesaplamışlardır. Araştırmada sadece onbirinci ayda düşük fiyatlandırma yapıldığı belirlenmiştir.

Çin Borsası'nda, ilk defa halka arz edilmiş hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmayı inceleyen Chan, Wang ve Wei (2002), analizlerinde ele aldıkları hisse senedi gruplarının ilk gün getirilerinin pozitif olduğu sonucuna varmışlardır. 2003 yılında Finn ve Higham tarafından yapılan çalışmayı tekrarlayan Dimovski ve Brooks ise limited şirketlere ait hisse senetlerinin ilk günlük getirilerinin ortalamasını %26, limited olmayanlarınkini ise %24 olarak hesaplamışlardır.

Ayrıca ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerinin doğrudan fiyat performanslarını ortaya koymak üzere çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Logue (1973), Baron (1982), Güzelhan ve Açar (1991), Artidi (1996), Kıymaz (1997), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), Türüdü (2001) gibi birçok araştırmacı çalışmalarında, halka arzdan sonraki ilk bir hafta içinde pozitif başlangıç verilerinin varlığını ortaya koymuştur.

2. Metodoloji ve Veri Yapısı

1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında İMKB'nda ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştirilen hisse senetleri üzerinde kısa, orta ve uzun dönemlerde düşük fiyatlandırma bulunup bulunmadığını ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada düşük fiyatlandırma bulunması halinde ilgili dönemlerde aracılık türü, arz yılı ve aracı kurum etkilerinin varlığının da araştırılması hedeflenmiştir. Çalışmada temel alınan periyot içinde ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilen¹ 45 adet hisse senedi bulunmaktadır (Tablo 2.1). 45 adet hisse senedinin yıllar itibarıyla dağılımına bakıldığında, 1993 yılında 6, 1994 ve 1995 yılında 7'şer, 1996 ve 1997 yılında 4'er, 1998 yılında 1, 1999 yılında 3, 2000 yılında 2, 2002 ve 2003 yılında 1'er, 2004 yılında 3, 2005 yılında 2, 2006 yılında 4 adet hisse senedinin tek bir aracı kurum tarafından halka arz edildiği gözlenmiştir. 2001 yılında ilk defa halka arz edilen hisselerden hiçbirinin ihracı tek bir aracı kurum aracılığıyla yapılmamıştır.

Çalışmada 5 adet hisse senedinin düzenli verilerine ulaşılamamış, bu nedenle çalışma örneği 40 adet hisse senedinden oluşturulmuştur. Çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin hangi aracı kurumlar tarafından halka arz edildiği Ek-1'de gösterilmiştir.

Çalışmanın analiz kısmı iki aşamalı olarak yapılmıştır. İlk aşamada, seçilen hisse senetlerinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmıştır. Düşük fiyatlandırmanın varlığını ortaya koymak amacıyla ilgili hisse senetlerinin ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yıldaki ham, endeks ve anormal getirileri hesaplanmıştır.

¹ 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında yer alan hisse senetlerinden konsorsiyum ile halka arz edilenler, veri setine dahil edilmemiştir. Çünkü konsorsiyum yöntemi ile halka arz edilen hisse senetlerinde lider olan aracı kurumlar ile birlikte halka arz gerçekleştirdiği diğer aracı kurumlar farklı halka arz yöntemleri seçebilmektedir. Örneğin, aynı hisse senedini konsorsiyum kurarak ilk defa halka arz eden aracı kurumlardan lider olan kurum en iyi gayret yöntemini seçerken, diğer aracı kurumlar bakiyeyi yüklenim yöntemini seçebilmektedir. Aynı anda değişik yöntemlerin kullanıldığı halka arzlara ait verilerin, çalışmanın analizinde kullanılmasının veri yapısına, analize ve elde edilen sonuçların sınıflandırılmasına olumsuz yönde etki edebileceği düşünülmüştür. Bu nedenle çalışmada tek bir aracı kurumun üstlendiği halka ilk arz verileri temel alınmıştır.

Tablo 2.1. 1 Ocak 1993 – 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen ve Halka Arzı Tek Aracı Kurum Tarafından Gerçekleştirilen Hisse Senetleri

Adana Çimento (B Grubu)	Koniteks
Ak Y.O.	Meges
Alarko G.M.Y.O.	Mert Gıda
Anadolu Sigorta	Metemtur Otel
Atlantis Y.O.	Metro M.K.
Atlas Y.O.	Mustafa Yılmaz Y.O.
Borova Yapı END.	Osmanlı G.M.Y.O.
Dardanel	Özfinans Factoring
Eczacıbaşı Y.O.	Plastikkart
Eminiş Ambalaj	Silverline
Euro M.K.	Şeker Finansal Kiralama
Factofinans	Şekerbank
Gedik Y.O.	Taç Y.O.
Gersan Elektrik	Taksim Y.O.
Gimsan Gediz İplik	Tansaş
Hedef M.K.	Tat Konserve
İnfo Y.O.	Vakıf G.M.Y.O.
İpek Matbaacılık	Vakıf Risk Sermayesi
Karsu Tekstil	Viking Kağıt
Kerevitaş	Yapı Kredi Y.O.
*Netaş Nothern Electric	*Aktaş Elektrik
*Halk Sigorta Türk A.Ş.	*Ceytaş Ceyhan Tekstil San. A.Ş.
*Transtürk Fren Donanım	

* Halka arz ile ilgili düzenli verilerine ulaşılamadığı için çalışma örneğine dahil edilmemiştir.

Çalışmanın ikinci aşamasında ise, ANOVA yöntemi kullanılarak halka arz yılının, aracı kurumların ve halka arza aracılık türlerinin, düşük fiyatlandırmaya etkilerinin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Araştırma sırasında SPSS 11.0 yazılımından yararlanılmıştır.

2.1. Getirilerin Hesaplanması

Hisse senetlerinin halka arz fiyatı, borsa fiyatı, borsada ilk işlem gördüğü tarih, ilk işlem günü sonundaki kapanış fiyatı, hangi aracı kurum tarafından halka arz edildiği ve halka arza aracılık türüne ait veriler, İMKB internet sitesinde bulunan veri tabanından, İMKB Bileşik Endeksi verileri ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası internet sitesinde bulunan veri tabanından sağlanmıştır.

1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştirilen 40 adet hisse senedinin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performansları borsada işlem görmeye başladıkları ilk günden itibaren incelenmiştir. Hisselerin ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yıl sonundaki fiyat performansları hesaplanmıştır. Bunun için çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin ham, endeks ve anormal getirileri incelenmiştir. Tüm getiriler ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yıl için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Literatürde kısa dönem olarak kabul edilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile bunu takip eden birkaç gün veya birkaç haftadır (Menemencioglu, 2003). Bu çalışmada da kısa dönem, ilk halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ve ilk halka arzı takip eden birinci ay olarak seçilmiştir. Orta dönem, ilk halka arzı takip

eden birinci yıl, uzun dönem ise ilk halka arzı takip eden ikinci ve üçüncü yıl olarak belirlenmiştir.

Belirlenen periyot tanımlarına göre çalışma örneğine ait ham, endeks ve anormal getiriler hesaplandıktan sonra ilgili hisse senetlerinde düşük fiyatlandırma olup olmadığı araştırılmıştır. Bunun için literatürde yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler baz alınmıştır. Logue (1973), Baron (1982), Aggarwal ve Rivoli (1990), Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Artidi (1996), Kıymaz (1997, 2000), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), Türüdü (2001) gibi birçok araştırmacı, çalışmalarında öncelikle ham getirileri, beraberinde endeks getirilerini ve son olarak ham getirilerden endeks getirilerinin etkisini arındırarak anormal getiriye hesaplamışlardır.

2.1.1. Ham Getirilerin Hesaplanması

Bu çalışma örneğinde bulunan hisse senetlerine ait *ham getiri* değerleri Formül 1'e göre hesaplanmıştır (Menemencioglu, 2003).

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \times 100 \quad (1)$$

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki ham getirisi

$P_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatı

$P_{i,0}$: i hisse senedinin halka arz fiyatı

Temel alınan çalışma örneğine ait kısa dönem olarak kabul edilen ilk gün ve ilk ay sonundaki ham getiri değerleri Tablo 2.2'de sunulmuştur.

Tablo 2.2. İlk Gün ve İlk Ay (Kısa Dönem) Sonundaki Ham Getiriler

Hisse Adı	İlk Gün Ham Getiri %	İlk Ay %	Hisse Adı	İlk Gün Ham Getiri %	İlk Ay %
Adana Çimento (B)	-5,26	-42,11	Koniteks	10,91	254,55
Ak Y.O.	11,67	5,00	Meges	-1,61	3,23
Alarko G.M.Y.O.	8,54	21,95	Mert Gıda	18,67	72,00
Anadolu Sigorta	8,70	2,17	Metemtur Otel	12,98	17,79
Atlantis Y.O.	50,00	136,36	Metro M.K.	0,00	-10,38
Atlas Yo.	-10,71	-10,71	Mustafa Yılmaz Y.O.	38,10	145,24
Borova Yapı End.	0,00	-83,20	Osmanlı G.M.Y.O.	22,22	35,19
Dardanel	23,08	7,69	Özfinans Factoring	0,00	-44,29
Eczacıbaşı Y.O.	-2,27	-19,09	Plastikkart	-3,13	-1,56
Eminiş Ambalaj	-3,17	-9,52	Silverline	0,00	-10,49
Euro M.K.	2,73	-5,45	Şeker Fin. Kiralama	0,00	-9,29
Facto Finans	10,00	34,29	Şekerbank	10,61	-22,73
Gedik Y.O.	13,64	29,55	Taç Y.O.	0,00	-6,35
Gersan Elektrik	8,06	20,97	Taksim Y.O.	5,88	-15,97
Gimsan Gediz İplik	43,94	218,18	Tansaş	23,68	36,84
Hedef M.K.	2,73	-4,55	Tat Konserve	10,67	113,33
İnfo Y.O.	21,55	54,31	Vakıf G.M.Y.O.	8,75	20,00
İpek Matbaacılık	7,58	7,58	Vakıf Risk Sermayesi	23,21	121,43
Karsu Tekstil	18,69	26,26	Viking Kağıt	0,00	2,50
Kerevitaş	10,42	154,17	Yapı Kredi Y.O.	22,50	-5,00

Orta dönem olarak kabul edilen birinci yıl sonundaki ham getiri değerleri, Tablo 2.3'te; uzun dönem olarak kabul edilen ikinci ve üçüncü yıl sonundaki ham getiri değerleri de Tablo 2.4'te gösterilmektedir.

Tablo 2.3. Birinci Yıl (Orta Dönem) Sonundaki Ham Getiriler ♣

Hisse Adı	İlk Yıl Ham Getiri %	Hisse Adı	İlk Yıl Ham Getiri %
Adana Çimento (B)	-58,42	Koniteks	252,73
Ak Y.O.	96,67	Meges	-11,29
Alarko G.Y.M.O.	36,59	Mert Gıda	72,00
Anadolu Sigorta	117,39	Metemtur Otel	255,77
Atlantis Y.O.	-34,55	Metro M.K.	*
Atlas Y.O.	200,00	Mustafa Y.O.	-30,48
Borova Yapı End.	-90,60	Osmanlı G.M.Y.O.	33,33
Dardanel	-16,92	Özfinans Factoring	-77,86
Eczacıbaşı Y.O.	131,82	Plastikkart	40,63
Eminiş Ambalaj	-11,11	Silverline	*
Euro M.K.	*	Şeker Fin. Kiralama	-2,14
Facto Finans	228,57	Şekerbank	-28,79
Gedik Y.O.	150,00	Taç Y.O.	-19,05
Gersan Elektrik	95,16	Taksim Y.O.	*
Gimsan Gediz İplik	218,18	Tansaş	118,42
Hedef M.K.	44,55	Tat Konserve	233,33
İnfo Y.O.	7,76	Vakıf G.M.Y.O.	612,50
İpek Matbaacılık	-83,94	Vakıf Risk Sermayesi	12,50
Karsu Tekstil	26,26	Viking Kağıt	-17,50
Kerevitaş	29,17	Yapı Kredi Y.O.	-26,00

♣ Hisse senetlerinin birinci yıl sonundaki işlem tarihleri, borsada ilk işlem gördüğü yıldaki 31 Aralık tarihi olarak alınmıştır.

* Hisse senetleri borsada birinci yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Tablo 2.4. İkinci ve Üçüncü Yıl (Uzun Dönem) Sonundaki Ham Getiriler ♣

Hisse Adı	2.Yıl Ham Getiri %	3.Yıl Ham Getiri %	Hisse Adı	2.Yıl Ham Getiri %	3.Yıl Ham Getiri %
Adana Çimento (B)	-69,47	-7,89	Koniteks	590,91	845,45
Ak Y.O.	-30,00	-11,67	Meges	-45,97	-29,84
Alarko G.M.Y.O.	-9,76	229,27	Mert Gıda	**	***
Anadolu Sigorta	-52,17	-78,91	Metemtur Otel	-85,29	-83,17
Atlantis Y.O.	-2,27	359,09	Metro M.K.	**	***
Atlas Y.O.	-28,57	23,21	Mustafa Yılmaz Y.O.	-7,14	109,52
Borova Yapı End.	-86,00	-67,50	Osmanlı G.M.Y.O.	44,44	-39,26
Dardanel	-95,92	-96,96	Özfinans Factoring	-75,71	-32,86
Eczacıbaşı Y.O.	31,82	65,91	Plastikkart	-25,94	***
Eminiş Ambalaj	4,76	-70,16	Silverline	**	***
Euro M.K.	**	***	Şeker Fin. Kiralama	98,57	***
Facto Finans	-34,29	-75,36	Şekerbank	-37,88	-6,06
Gedik Y.O.	172,73	190,91	Taç Y.O.	-57,14	-31,75
Gersan Elektrik	-53,87	-65,81	Taksim Y.O.	**	***
Gimsan Gediz İplik	244,70	206,82	Tansaş	763,16	342,11
Hedef M.K.	**	***	Tat Konserve	606,67	413,33
İnfo Y.O.	-16,38	***	Vakıf G.M.Y.O.	30,00	260,00
İpek Matbaacılık	-78,79	-93,03	Vakıf Risk Sermayesi	**	***
Karsu Tekstil	46,46	-4,04	Viking Kağıt	-58,50	-35,00
Kerevitaş	-76,67	-73,33	Yapı Kredi Y.O.	40,00	97,50

♣ Hisse senetlerinin ikinci yıl sonundaki işlem tarihleri, borsada işlem görmeye devam ettiği ikinci yıldaki 31 Aralık tarihi olarak; üçüncü yıl sonundaki işlem tarihleri, borsada işlem görmeye devam ettiği üçüncü yıldaki 31 Aralık tarihi olarak alınmıştır.

** Hisse senetleri borsada ikinci yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

*** Hisse senetleri borsada üçüncü yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Tüm ham getiriler incelendiğinde ilk işlem günü sonunda sadece 6 hisse senedinin negatif ham getiriye sahip olduğu; birinci yıl sonunda bu sayının 14'e yükseldiği

görülmüştür. Üçüncü yıl sonu itibariyle de 18 adet hisse senedinin negatif ham getirisi bulunduğu gözlenmiştir.

2.1.2. Endeks Getirilerinin Hesaplanması

İMKB'nın spekülative hareketlere açık bir piyasa olduğu dikkate alındığında pozitif anormal getirilerin varlığının doğru hesaplanması için örneğe ait ham getirilerden endeks etkisinin arındırılması gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada, *endeks getirileri* Formül 2'ye göre hesaplanmıştır (Alagöz ve Küçükkocaoğlu, 2005).

Tablo 2.5. Dönemlere Göre Endeks Getirileri (%)

Hisse Adı	Kısa Dönem		Orta Dönem	Uzun Dönem	
	İlk Gün	İlk Ay	1.Yıl	2. Yıl	3. Yıl
Adana Çimento (B)	-5,05	11,07	46,84	143,82	253,63
Ak Y.O.	-0,17	-5,32	485,42	-37,95	46,05
Alarko G.M.Y.O.	1,96	64,47	253,63	-24,72	485,42
Anadolu Sigorta	-1,76	-3,84	416,56	31,78	46,84
Atlantis Y.O.	-5,29	1,62	46,84	143,82	253,63
Atlas Y.O.	-7,38	-25,37	31,78	46,84	143,82
Borova Yapı End.	1,00	1,62	46,84	143,82	253,63
Dardanel	1,40	16,23	31,78	46,84	143,82
Eczacıbaşı Y.O.	1,30	-1,15	485,42	-37,95	46,05
Eminiş Ambalaj	2,06	2,33	46,84	143,82	253,63
Euro M.K.	-3,57	-7,03	*	**	***
Facto Finans	-1,76	-3,84	416,56	31,78	46,84
Gedik Y.O.	5,32	17,57	485,42	-37,95	46,05
Gersan Elektrik	-1,86	-1,12	79,61	34,08	33,48
Gimsan Gediz İplik	2,72	22,34	143,82	253,63	-24,72
Hedef M.K.	-3,64	-4,11	59,29	**	***
İnfo Y.O.	-0,82	6,89	34,08	33,48	***
İpek Matbaacılık	0,42	-90,95	-37,95	46,05	-24,76
Karsu Tekstil	-1,53	13,22	31,78	46,84	143,82
Kereviş	-1,50	34,02	31,78	46,84	143,82
Koniteks	-2,55	22,61	416,56	31,78	46,84
Meges	-1,10	11,77	253,63	-24,72	485,42
Mert Gıda	-0,63	4,43	59,29	**	***
Metemtur Otel	0,17	9,13	-24,76	79,61	34,08
Metro M.K.	-8,31	-13,10	*	**	***
Mustafa Yılmaz Y.O.	-0,62	15,43	46,84	143,82	253,63
Osmanlı G.M.Y.O.	1,85	-0,40	-24,72	485,42	-37,95
Özfinans Factoring	-0,30	-7,44	46,84	143,82	253,63
Plastikkart	-0,42	4,32	34,08	33,48	***
Silverline	2,23	-7,03	*	**	***
Şeker Fin. Kiralama	1,48	7,87	34,08	59,29	***
Şekerbank	-1,05	-11,53	253,63	-24,72	485,42
Taç Yo.	-1,05	-11,53	253,63	-24,72	485,42
Taksim Y.O.	2,32	-7,03	*	**	***
Tansaş	1,61	12,27	143,82	253,63	-24,72
Tat Konserve	-1,48	22,61	416,56	31,78	46,84
Vakıf G.M.Y.O.	-1,47	64,47	253,63	-24,72	485,42
Vakıf Risk Sermayesi	3,08	-4,12	-37,95	**	***
Viking Kağıt	-3,62	-7,22	31,78	46,84	143,82
Yapıkredi Y.O.	-0,83	11,07	46,84	143,82	253,63

* Hisse senetleri borsada birinci yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

** Hisse senetleri borsada ikinci yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

*** Hisse senetleri borsada üçüncü yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

$$EG_{i,t} = \frac{E_{i,t} - E_{i,0}}{E_{i,0}} \times 100 \quad (2)$$

$EG_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki endeks getirisi
 $E_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki İMKB Bileşik Endeks değeri
 $E_{i,0}$: i hisse senedinin $t-1$ günündeki İMKB Bileşik Endeks değeri

2.3.3. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Ham ve endeks getirileri hesaplandıktan sonra Ritter (1991) ve Kıymaz'ın (1997, 2000) çalışmalarında kullandıkları ilk adım temel alınarak *anormal getiriler* hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan formülü aşağıda verilmiştir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - EG_{i,t} \quad (3)$$

$AR_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki anormal getirisi
 $R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki ham getirisi
 $EG_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki endeks getirisi

3. Bulgular

3.1. Kısa Dönem ile İlgili Bulgular

Çalışma kapsamında yapılan kısa dönem anormal getiri hesaplamaları sonucunda, hisse senetlerinin çoğunun pozitif anormal getiriye sahip olduğu anlaşılmıştır. Pozitif anormal getiri, ilgili hisse senedinin düşük fiyatlandırıldığı anlamını taşımaktadır.

İlk gün sonunda sadece 9 adet hisse senedi negatif anormal getiriye sahipken çalışma örneğindeki 31 hisse senedi pozitif getiri sağlamış, diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırılmıştır (Tablo 3.1).

Tablo 3.1. İlk Gün ve İlk Ay Sonundaki Anormal Getiriler ♣

Hisse Adı	İlk Gün Anormal Getiri %	İlk Ay %	Hisse Adı	İlk Gün Normal Getiri %	İlk Ay %
Adana Çimento (B)	-0,21	-53,18	Koniteks	13,46	231,93
Ak Y.O.	11,83	10,32	Meges	-0,52	-8,55
Alarko G.M.Y.O.	6,58	-42,51	Mert Gıda	19,30	67,57
Anadolu Sigorta	10,46	6,01	Metemtur Otel	12,81	8,66
Atlantis Y.O.	55,29	134,74	Metro Mk.	8,31	2,72
Atlas Y.O.	-3,33	14,66	Mustafa Yılmaz Y.O.	38,72	129,80
Borova Yapı End.	-1,00	-84,82	Osmanlı G.M.Y.O.	20,38	35,59
Dardanel	21,68	-8,54	Özfinans Factoring	0,30	-36,85
Eczacıbaşı Y.O.	-3,57	-17,95	Plastikkart	-2,71	-5,88
Eminiş Ambalaj	-5,23	-11,85	Silverline	-2,23	-3,46
Euro M.K.	6,29	1,57	Şeker Fin. Kiralama	-1,48	-17,15
Facto Finans	11,76	38,13	Şekerbank	11,65	-11,20
Gedik Y.O.	8,32	11,98	Taç Yo.	1,05	5,18
Gersan Elektrik	9,93	22,08	Taksim Y.O.	3,56	-8,94
Gimsan Gediz İplik	41,22	195,84	Tansaş	22,08	24,57
Hedef M.K.	6,37	-0,44	Tat Konserve	12,15	90,72
İnfo Y.O.	22,37	47,42	Vakıf G.M.Y.O.	10,22	-44,47
İpek Matbaacılık	7,15	98,53	Vakıf Risk Sermayesi	20,14	125,55
Karsu Tekstil	20,22	13,04	Viking Kağıt	3,62	9,72
Kereviş	11,92	120,15	Yapı kredi Y.O.	23,33	-16,07

♣ Hesaplanan değerler % olarak ifade edilmiştir. İlk gün sonunda hesaplanan ortalama anormal getiri %11,30'dur. İlk ay sonundaki ortalama anormal getiri ise %26,87'dir.

Halka ilk arz gününde en düşük fiyatlandırmayı %55,29 oranında Atlantis Yatırım Ortaklığı hisse senetleri için Tekstilbank gerçekleştirmiştir. İlk arz gününde, ilgili hisse senetlerinin ortalama anormal getirisi %11,30 olarak bulunmuştur. Hesaplanan ortalama anormal getiri, Jog ve Riding (1987) ile Chan Wang ve Wei'nin (2002) bulguları (%11,5 ve %11,6) ile benzerlik göstermektedir.

İlk ay sonunda çalışma örneği kapsamındaki 24 hisse senedinin hala düşük fiyatlandırıldığı anlaşılmıştır. Halka ilk arzın ilk ayında en düşük fiyatlandırma %231,93 oranında Koniteks hisse senetleri için İş Bankası tarafından yapılmıştır. İlk işlem ayı sonunda, çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin ortalama anormal getirisi ise, %26,87 olarak bulunmuştur.

3.2. Orta Dönem ile İlgili Bulgular

Çalışmada orta dönem süresi bir yıl olarak alınmış; çalışma örneği kapsamındaki tek aracı kurum tarafından ilk defa halka arz edilmiş hisse senetlerinin borsada işlem gördüğü ilk yıl sonunda sağladıkları anormal getirileri hesaplanmıştır (Tablo 3.2).

Tablo 3.2. İlk Yıl Sonundaki Anormal Getiriler

Hisse Adı	İlk Yıl Anormal Getiri %	Hisse Adı	İlk Yıl Anormal Getiri %
Adana ÇİMENTO (B)	-105,26	KONİTEKS	-163,83
Ak Y.O.	-388,76	Meges	-264,92
Alarko G.M.Y.O.	-217,04	Mert Gıda	12,71
Anadolu Sigorta	-299,17	Metemtur Otel	280,53
Atlantis Y.O.	-81,39	Metro Mk.	*
Atlas Y.O.	168,22	Mustafa Yılmaz Y.O.	-77,32
Borova Yapı End.	-137,44	Osmanlı G.M.Y.O.	58,05
Dardanel	-48,71	Özfinans Factoring	-124,70
Eczacıbaşı Y.O.	-353,61	Plastikkart	6,55
Eminiş Ambalaj	-57,95	Silverline	*
Euro M.K.	*	Şeker Fin. Kiralama	-36,22
Facto Finans	-187,99	Şekerbank	-282,41
Gedik Y.O.	-335,42	Taç Yo.	-272,67
Gersan Elektrik	15,56	Taksim Y.O.	*
Gimsan Gediz İplik	74,36	Tansaş	-25,40
Hedef M.K.	-14,75	Tat Konserve	-183,23
İnfo Y.O.	-26,32	Vakıf G.M.Y.O.	358,87
İpek Matbaacılık	-45,99	Vakıf Risk Sermayesi	50,45
Karsu Tekstil	-5,52	Viking Kağıt	-49,28
Kerevitaş	-2,62	Yapı Ve Kredi Y.O.	-72,84

* Hisse senetleri borsada birinci yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

Yapılan hesaplamalar sonucunda halka ilk defa arz edilen 9 adet hisse senedinin birinci işlem yılı sonunda pozitif anormal getiri sağladığı ve düşük fiyatlandırıldığı anlaşılmıştır. Çalışma örneğinde yer alan ve Vakıfbank aracılığıyla halka arz edilen Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senedi, %358,87 anormal getiri oranıyla orta dönemde en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisse olmuştur.

İlk gün sonundaki ortalama anormal getiri %11,30 iken ilk ay sonunda bu rakam %26,87'ye yükselmiştir. Birinci yıl sonundaki ortalama anormal getiri -%78,76'ya düşmüştür. Bu durum, kısa dönemden orta döneme geçildiğinde düşük fiyatlandırmanın azaldığını göstermektedir.

3.3. Uzun Dönem ile İlgili Bulgular

Çalışmada halka ilk arzı takip eden ikinci ve üçüncü yıla ait veriler, uzun dönem verileri olarak değerlendirilmiştir. İkinci yıl sonunda çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerine ait anormal getiri değerleri, Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Birinci yıl sonunda olduğu gibi ikinci yıl sonunda da 9 adet hisse senedi pozitif anormal getiri sağlamış ve düşük fiyatlandırılmıştır. Bu periyotta Koçbank aracılığıyla halka arz edilen Tat Konserve hisse senedi, %574,88'lik anormal getiri oranı ile en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisse senedi olmuştur.

Tablo 3.3. İkinci ve Üçüncü Yıl Sonundaki Anormal Getiriler ^a

Hisse Adı	2.Yıl Anormal Getiri %	3.Yıl %	Hisse Adı	2.Yıl Anormal Getiri %	3.Yıl %
Adana Çimento (B)	-213,29	-261,52	Koniteks	559,12	798,61
Ak Y.O.	7,95	-57,71	Meges	-21,25	-515,26
Alarko G.M.Y.O.	14,96	-256,16	Mert Gıda	**	***
Anadolu Sigorta	-83,96	-125,76	Metemtur Otel	-164,89	-117,25
Atlantis Y.O.	-146,09	105,46	Metro Mk.	**	***
Atlas Y.O.	-75,41	-120,61	Mustafa Yılmaz Y.O.	-150,96	-144,10
Borova Yapı End.	-229,82	-321,13	Osmanlı G.M.Y.O.	-440,98	-1,31
Dardanel	-142,77	-240,78	Özfinans Factoring	-219,53	-286,48
Eczacıbaşı Y.O.	69,77	19,86	Plastikkart	-59,42	***
Eminiş Ambalaj	-139,06	-323,78	Silverline	**	***
Euro M.K.	**	***	Şeker Fin. Kiralama	39,28	***
Facto Finans	-66,07	-122,20	Şekerbank	-13,16	-491,48
Gedik Y.O.	210,68	144,86	Taç Yo.	-32,42	-517,17
Gersan Elektrik	-87,95	-99,29	Taksim Y.O.	**	***
Gimsan Gediz İplik	-8,93	231,54	Tansaş	509,53	366,83
Hedef M.K.	**	***	Tat Konserve	574,88	366,49
Info Y.O.	-49,86	***	Vakıf G.M.Y.O.	54,72	-225,42
İpek Matbaacılık	-124,83	-68,27	Vakıf Risk Sermayesi	**	***
Karsu Tekstil	-0,38	-147,86	Viking Kağıt	-105,34	-178,82
Kerevitaş	-123,51	-217,15	Yapı kredi Y.O.	-103,82	-156,13

^a Çalışmaya dahil edilen tüm hisse senetlerinin ikinci yıl ortalama getirisi -%23,12; üçüncü yıl ortalama getirisi ise, -%98,73'tür.

** Hisse senetleri borsada ikinci yılın sonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

*** Hisse senetleri borsada üçüncü yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

Birinci ve ikinci yıllık periyotlar sonunda eşit sayıda hisse senedi düşük fiyatlandırılırken çalışma örneğinin birinci yıl sonundaki ortalama anormal getirisi -%78,76; ikinci yıl sonundaki ortalama anormal getirisi -%23,12 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.3 uzun dönemin son periyodu olan üçüncü yıl sonu itibarıyla hesaplanan anormal getiri değerlerini de göstermektedir. Üçüncü yıl sonu itibarıyla çalışma örneği kapsamında bulunan hisse senetlerinden 7 tanesi pozitif anormal getiri sağlamış ve düşük fiyatlandırılmıştır. Bu periyotta en fazla pozitif anormal getiri sağlayan hisse senedi İş Bankası aracılığı ile halka arz edilmiş olan Koniteks hisse senedi olmuştur. Koniteks'in üç yıllık periyot sonundaki anormal getiri oranı %798,61; çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinin ortalama anormal getiri oranı ise, -%98,73'tür.

4. İlk Gün ve İlk Ay Anormal Getirilerine ait ANOVA Sonuçları

Analizin ikinci aşamasında ANOVA yöntemi kullanılarak düşük fiyatlandırmanın olduğu ilk gün ve ilk ay sonunda çalışma örneği kapsamındaki 40 hisse senedinin halka arzında kullanılan aracılık türünün, halka arz gerçekleştirildiği yılın ve halka

arzını gerçekleştiren aracı kurumun, anormal getiri oranı üzerinde etkisi bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Halka arza aracılık türü ve aracı kurumlar kategorik, halka arz yılı nümerik değer taşıyan değişkenler olduğu için ANOVA yöntemi tercih edilmiştir.

Çalışmada kullanılan veri setinin ANOVA yönteminde kullanımına uygun olup olmadığını belirlebilmesi için Jarque-Bera normallik testi uygulanmıştır. Yapılan test sonucu JB değeri 3,86 olarak hesaplanmıştır. Bu değer %95 olasılık için kıkare testi değerinden (53,384) küçük olduğu için çalışmada kullanılan veri grubunun normal dağılıma uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

Halka arza aracılık türü, halka arz yılı ve aracı kurumun bağımsız değişken; anormal getiri oranının ise bağımlı değişken olarak kabul edildiği analizde test edilmek üzere on iki hipotez kurulmuştur. Her bir bağımsız değişkene ait sıfır (null) ve alternatif hipotezler oluşturulmuştur. İlk gün için altı, ilk ay için altı ayrı hipotez kurulmuş ve hipotezler %95 güven düzeyinde test edilmiştir.

Halka arz yılı, halka arza aracılık türü ve aracı kurumun ilk gün ve ilk ay anormal getirilerine etkilerinin analizinde test edilmek üzere oluşturulan hipotezler aşağıda verilmiştir.

Halka arz yılı için:

H_0 : Halka arz yılı ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Halka arz yılı ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Halka arza aracılık türü için:

H_0 : Bakıyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Bakıyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Aracı kurum için:

H_0 : Aracı kurum ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Aracı kurum ile ilk gün (ilk ay) anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Halka arz yılının ilk gün ve ilk ay anormal getirileriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçları da Tablo 4.1'de yer almaktadır.

Tablo 4.1. Halka Arz Yılı ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	Standart Sapma	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	1110,692	12	92,558	0,462	0,920
	Gruplar içi	5405,509	27	200,204		
	Toplam	6516,201	39			
İlk Ay Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	43681,593	12	3640,133	0,751	0,692
	Gruplar içi	130814,712	27	4844,989		
	Toplam	174496,304	39			

İlk gün anormal getirileri için %95 güven düzeyinde hesaplanan “p” değeri 0,05’den büyük (0,920) olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiş, H_1 hipotezi reddedilmiştir. Buna göre halka arz yılı ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. İlk ay için hesaplanan “p” değeri ise, 0,692’dir. Bu değer de 0,05’den büyük olduğu için H_0 kabul edilmiş, halka arz yılı ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 4.2’de halka arza aracılık türünün ilk gün ve ilk ay anormal getirileriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.2. Halka Arza Aracılık Türü ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	Standart Sapma	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	386,684	2	193,342	1,167	0,322
	Gruplar içi	6129,517	37	165,663		
	Toplam	6516,201	39			
İlk Ay Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	960,249	2	480,124	0,102	0,903
	Gruplar içi	173536,056	37	4690,164		
	Toplam	174496,304	39			

Tablo 4.2 incelediğinde, ilk gün anormal getirilerine ait “p” değerinin 0,322; ilk ay anormal getirilerine ait “p” değerinin ise 0,903 olduğu görülmektedir. Bu değerler 0,05’ten büyük olduğu için halka arza aracılık türünün ilk gün ve ilk ay anormal getirileri ile olan ilişkisini test etmek için kurulan H_0 hipotezleri kabul edilmiş; halka arza aracılık türü ile ilk gün ve ilk ay anormal getirileri arasında da anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Tablo 4.3 ise aracı kurumun ilk gün ve ilk ay anormal getirileriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 4.3. Aracı Kurum ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	Standart Sapma	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	5389,056	26	207,271	2,391	0,051
	Gruplar içi	1127,145	13	86,703		
	Toplam	6516,201	39			
İlk Ay Anormal Getiri (%)	Gruplar arası	115527,292	26	4443,357	0,980	0,538
	Gruplar içi	58969,012	13	4536,078		
	Toplam	174496,304	39			

Tablo 4.3’e göre ilk gün anormal getirilerine ait “p” değeri 0,051’dir. Bu değer, araştırılan ilişkinin %95 güven düzeyinde anlamlı çıkması için gerekli olan 0,05 değerine oldukça yakındır. Bu nedenle ilgili bağımsız değişkenle ilk gün anormal getirilerine ait verilere *post hoc testi* seçeneğinin uygulanma olasılığı araştırılmıştır. İki değişken arasındaki ilişkinin ayrıntılarını değerlendiren post hoc testinin yapılabilmesi için bir grupta en az iki bağımsız değişken olması gerekmektedir. Bu çalışmada ise, bir aracı kurumun bir keredede tek bir hisse senedini halka arz ettiği durumları temsil eden verilerle çalışılmıştır. Bu nedenle söz konusu testin bu çalışma kapsamında kullanılmasının mümkün olmadığı anlaşılmıştır. Sonuçta “p” değeri 0,05’ten büyük olduğundan ilk gün anormal getirileri ve aracı kurumun ilişkisini test etmek için kurulan, ilk gün anormal getirileri ile aracı kurum arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını belirten H_0 hipotezi kabul edilmiştir.

Aracı kurumlarla ilk ay anormal getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen ANOVA testi sonuçlarına göre “p” değerleri 0,05’ten büyüktür. İlk gün anormal getirilerinde olduğu gibi ilk ay anormal getirilerinde de H_0 hipotezi kabul edilmiş, ilk ay anormal getirileri ile aracı kurum arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

5. Genel Değerlendirme ve Öneriler

Çalışmada ele alınan örneğe ait kısa dönem bulguları, literatürle benzerlik göstermiştir. Logue (1973), Baron (1982), Aggarwal ve Rivoli (1990), Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001) çalışmalarına benzer şekilde kısa dönem anormal getirilerinin bulunduğu ortaya konmuştur. Kıymaz (1997), Türüdü (2001) ve Artidi (1996)’nin çalışmalarıyla benzer şekilde, ilk gün anormal getiri ortalaması %11,30, ilk ay anormal getiri ortalaması %26,87 olarak bulunmuştur. Halka arzın gerçekleştiği ve arzı izleyen ilk

ay sonundaki anormal getiriler incelendiğinde, düşük fiyatlandırmanın ilgili periyotlarda en yüksek oranda olduğu belirlenmiştir.

Diğer yandan, Riskten Kaçan Aracı Kurum Hipotezi'ne göre, aracı kurumlar halka arz maliyetlerini ve riskleri azaltmak için bilinçli olarak ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerini düşük fiyatlandırmaktadırlar. Çalışma örneği kapsamındaki 31 adet hisse senedinin ilk gün, 24 adet hisse senedinin de ilk ay düşük fiyatlandırıldığı anlaşılmıştır. Çalışmanın kısa dönem bulguları Riskten Kaçan Aracı Kurum Hipotezi'ni destekler niteliktedir.

Çalışmanın kısa dönemdeki düşük fiyatlandırma ile ilgili bulguları Asimetrik Bilgi Hipotezi ile de uyumludur. Her ne kadar aracı kurum ve hisse senedi arz edilecek şirketler, hisse senedi fiyatını belirlemede eşit söz sahibi olabilse de aracı kurumlar hisse senetleri, arz süreci ve piyasa yapısı hakkında şirketlere göre daha çok bilgiye sahiptir. Bu bilgiye dayalı olarak aracı kurumların kendi çıkarlarını gözetmeleri ve düşük fiyatlandırma yapma eğilimine girmeleri mümkündür.

Orta dönem olarak kabul edilen birinci yıl sonunda ise, çalışma örneği kapsamındaki hisse senetlerinde negatif anormal getiri (-%78,76) hesaplanmış ve düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır. Orta dönem ile ilgili bulgular, Tille'nin (2000) çalışmasıyla benzerlik göstermiş ve her iki çalışmada orta dönem anormal getirileri negatif hesaplanmıştır.

Yapılan uzun dönem analizinde ikinci yılda, ortalama -%23,12, üçüncü yıl sonunda ortalama -%98,73 oranında anormal getiri hesaplanmış; Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993)'in çalışmasında olduğu gibi düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır. Söz konusu bulgular, Mutan ve Çanakçı'nın (2007) borsanın makroekonomik dalgalanmalardan etkilendiği Türkiye gibi ülkelerde orta ve uzun vadede hisse senedi fiyatlarının normal seviyesine yaklaşmakta olduğu görüşünü destekler niteliktedir.

Çalışmada düşük fiyatlandırmanın bulunduğu belirlenen kısa dönem için bu olguya arz yılı, aracı kurum ve halka aracılık türünün etkisinin olup olmadığı da araştırılmıştır. ANOVA yöntemi ile yapılan incelemede ele alınan üç değişkenin de düşük fiyatlandırma üzerinde etkilerinin olduğu kanıtlanamamıştır. Aracı kurumların düşük fiyatlandırma üzerinde etkisinin bulunmadığı sonucu Ünlü'nün (2002) çalışması ile paralellik göstermiştir. Ancak aracı kurum değişkeninin ilk gün anormal getirilerine olan etki analizinde "p" değerinin %95 güven aralığında 0,05'e yakın bulunması, bu etkinin daha çok boyutlu incelenerek daha net bir sonuca ulaşma gereğine işaret etmiştir. Bu nedenle aracı kurumun yaşı, yıllık cirosu, halkın gözündeki prestiji gibi faktörlerin de ele alındığı bir analiz çalışması yapılarak bu çalışmanın sonuçlarının test edilmesi mümkündür. Ayrıca aracı kurumların halka arzda etkisinin daha geniş bir açıdan değerlendirilebilmesi için tek başına ve konsorsiyum aracılığı ile halka arz edilen hisse senetlerinin karşılaştırılması da mümkündür.

Çalışmada kısa, orta ve uzun dönemde en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisse senetlerinin bankalar aracılığı ile halka arz edilmiş olması da dikkat çekmiştir. Tek başına ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde bankaların aracılık etkisinin araştırılmasının da bu konuya önemli bir katkı sağlayabileceği düşünülmektedir.

Referanslar

- AGGARWAL, R.V., HERNANDEZ, L. (1993). The aftermarket performance of public offerings in Latin America. *Financial Management*, Sayı: 22, 42-53. ss.
- AGGARWAL R.V., RIVOLI, P. (1990). Fads in initial public offering market, *Financial Management*, Sayı:19, 45-57. ss.
- ALAGÖZ, A., KÜÇÜKKOCAOĞLU, G. (2005). *Halka arzlarda fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin etkinliği üzerine bir inceleme*. Ankara: Başkent Üniversitesi.
- ARTİDİ, M. (1996). *Short-run price performance of initial public offerings in Turkey*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Koç Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, İstanbul.
- AYDEN, T., KARAN, M.B. (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk halka arzların uzun vadeli fiyat performanslarının ölçülmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 3, 87-96. ss.
- BARON, D.P. (1982). A model of the demand for investment banking advertising and distribution of services for new issues. *The Journal of Finance*, Sayı: 37, 955-976. ss.
- CHAN, K., WANG, J. & WEI, J.K.C. (2002). Underpricing and long term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, Sayı: 10, 409-430. ss.
- DAWSON, M.S. (1987). Secondary stocks market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984. *The Journal of Business Finance and Accounting*, Sayı 14, 65-76. ss.
- DIMOVSKI, W., BROOKS, R. (2003). Financial characteristics of Australian initial public offerings from 1994 to 1999. *Applied Economics*, (35), 14, 1599-1607. ss.
- ERTÜRK B.E. (1998). *Short, medium and long-term price performance of initial public offerings in Turkey*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- FINN, F.J., HIGHAM, R. (1988). The performance of unseasoned new equity issues-cum stock exchange listings in Australia. *Journal of Banking and Finance*, Sayı: 12, 333-351. ss.
- GEGİN, E. (2001). *Halka arz ve İMKB'deki halka arzların kısa dönem fiyat performansı: Tekstil sektörü üzerine uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- GÜZELHAN, H., AĞAR, M. (1991). İlk halka arzlarda hisse senetlerinin fiyat performansı. *Erciyes Üniversitesi İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 68-69, 51-59. ss.
- JOG V.J., RIDING A.L. (1987). Underpricing in Canadian IPOs. *Financial Analysts Journal*, November/December: 48-55. ss.
- KIYMAZ, H. (1997). İMKB'de halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları ve bunları etkileyen faktörler: İmalat sektörü 1990-1995 uygulaması. *İMKB Dergisi*, Sayı: 3, 47-73. ss.
- KIYMAZ, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, Sayı: 10, 213-227. ss.
- LEWIS, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: The U.K. experience 1980-1988. *Financial Management*, Sayı: 22, 28-41. ss.
- LOGUE, D.E., (1973). On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Sayı: 8, 91-103. ss.
- MENEMENCİOĞLU, H. (2003). *İMKB'de halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusu ve sene/ sektör bazında uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- MUTAN, C.O., ÇANAKÇI, E. (2007). *Makroekonomik göstergelerin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri. Sermaye Piyasası Kurulu araştırma raporu*, www.spk.gov.tr, 2007.
- RITTER, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, Sayı: 46, 3-27. ss.
- TİLLE, N. (2000). *İşletmelerin hisse senetlerinin halka arzı , hisse senetlerinin arz fiyatlarının belirlenmesi yöntemleri ve 1999 yılında halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarının değerlendirilmesi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.

- TÜRÜDÜ, E. (2001). *Ülkemizde ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı ve diğer ülkelerle karşılaştırılması*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ÜNLÜ, U. (2002). *Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- YILDIZ S.G. (2007). *Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB'de Bir İnceleme*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Ek-I: 1 Ocak 1993 - 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetleri ve Arzlarına Aracılık Eden Kurumlar

Halka Arz Eden Aracı Kurum	Hisse Adı	Halka Arz Eden Aracı Kurum	Hisse Adı
Ak M.D.	Ak Y.O.	İş Bankası	Anadolu Sigorta
Bank Express A.Ş.	Borova Yapı End.		Koniteks
Eczacıbaşı M.K.	Eczacıbaşı Y.O.	Kalkınma Ban.	Karsu Tekstil
Evgin M.K.	Plastikkart	Karon M.D.	Özfinans Factor.
Finans Yatırım	İnfo Y.O. Gersan Elektrik Silverline Meges	Koçbank	Tat Konserve
		Metro Yat. M.D.	Metro M.K.
		Nurol M.K.	İpek Matbaacılık
		Oyak M.D.	Adana Çimento (B)
Garanti M.K.	Osmanlı G.M.Y.O.	Park Yatırım	Taç Y.O.
Gedik Y.O.	Gedik Y.O.	Şeker Yat. M.D.	Şeker Finansal Kir.
Gisad M.D.	Euro M.K.	Taib Yatırım	Şekerbank
Global M.K.	Alarko G.M.Y.O. Atlas Y.O. Dardanel Kerevitaş Viking Kağıt Tansaş Hedef M.K.	Taksim M.D.	Taksim Y.O.
		Teb	Gimsan Gediz İplik
		Tekstilbank	Atlantis Y.O. Mustafa Yılmaz Y.O.
		Vakıfbank	Vakıf G.M.Y.O. Vakıf Risk Serm.
		Yapı Ve Kredi Ban.	Yapı Kredi Y.O.
		Universal M.D.	Metemtur Otel Mert Gıda
		Interbank A.Ş.	Eminiş Ambalaj
İktisat Bank	Factofinans		