

IMPACT OF INITIAL PUBLIC OFFERING METHODS ON LOSS AND GAIN

DOI: 10.17261/Pressacademia.2021.1486

PAP- V.14-2021(12)-p.53-56

Dilek Kurban¹, Ali Osman Gurbuz²

¹Istanbul Commerce University, Institute of Finance, PhD Program in Financial Economics, Istanbul, Turkey.

dilek.kurban@istanbulticaret.edu.tr, ORCID: 0000-0001-5540-289X

²Istanbul Commerce University, School of Business, Department of Finance and Banking, Istanbul, Turkey.

ogurbuz@ticaret.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0230-5839

To cite this document

Kurban, D., Gurbuz, A.O., (2021), Impact of initial public offering methods on loss and gain. PressAcademia Procedia (PAP), 14, 53-56.

Permanent link to this document: <http://doi.org/10.17261/Pressacademia.2021.1486>

Copyright: Published by PressAcademia and limited licenced re-use rights only.

ABSTRACT

Purpose-The quality of publicly traded companies in a country are among the determinants of the level of development for capital markets. This study analyzes whether the methods applied in the initial public offers cause a difference between the groups according to the winner and loser distinction or not.

Methodology- The difference between the groups of winners and losers of the methods according to the absolute return for the first trading day after the IPO, for the first month and the first year, was compared with the Mann Whitney-U or Kruskal Wallis-H test.

Findings- When the difference between winners and losers is examined one by one, it is seen that only the demand method affects only the losers. In addition, according to the Chi² test result, there were only findings that there was a significant difference only in absolute return in sales method.

Conclusion- The methods applied in the IPO don't have a noticeable determinant on the gain or loss of the investor. The investor should examine the financial information with caution regarding whether the company has an investment grade feature in the IPO prospectus

Keywords: IPO, financial literacy, Mann Whitney-U, Kruskal Wallis-H

JEL Codes: G11, G12, G41

İLK HALKA ARZDA UYGULANAN YÖNTEMLERİN KAZANÇ VE KAYIP ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

ÖZET

Amaç- Bir ülkede halka açık şirketlerin nitelik ve niceliği sermayesi piyasaları için gelişmişlik düzeyi belirleyicilerindedir. Bu çalışmanın amacı halka arzda uygulanan yöntemlerin kazanan ve kaybedenler ayrımına göre gruplar arasında farklılığa yol açıp açmadığını analiz etmektir.

Yöntem- Halka arz sonrası ilk işlem günü ilk ay ve ilk yıl için mutlak getiriye göre yöntemlerin kazanan ve kaybedenlerin grupları arasındaki farklılık Mann Whitney-U veya Kruskal Wallis-H testi ile karşılaştırılmıştır.

Bulgular- Kazanan ve kaybedenlerin tek tek içinde farklılığına bakıldığında sadece talep yönteminin kaybedenler içinde bir etkisi olduğu görülmüştür. Ayrıca Chi² test sonucuna göre sadece mutlak getiriye göre yöntemlerde satış yönteminde anlamlı bir farklılığın olduğu, fiyat toplama yöntemleri ve halka arz yöntemi açısından bir farklılığın olduğuna dair bulgu elde edilememiştir.

Sonuç- İhraçta uygulanacak halka arz, fiyat toplama, satış ve fiyat yöntemlerinin yatırımcının kazanma ve kaybetmesi üzerinde fark edilir bir belirleyici olmaması nedeniyle yatırımcının halka arz izahnamesini incelerken şirketin yatırım yapılabilir özelliklere sahip olup olmadığına dair finansal bilgileri özenle incelemesi gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Halka arz, finansal okuryazarlık, Mann Whitney-U, Kruskal Wallis-H

JEL Kodları: G11, G12, G41

1. GİRİŞ

Sermaye piyasalarına yatırım finansal okuryazarlık gerektirmektedir. Pazar getirisi üzerinde getiri elde etmeyi hedefleyen yatırımcı her zaman rasyonel karar verme kabiliyetini gösteremeyebilir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky çalışmalarında bireylerin risk altında verdikleri kararlarda Beklenen Fayda Teorisi ile çelişebildiğini ortaya koymuşlardır (Kahneman, Tversky, 1979). Shefrin ve Statman'a göre yatırımcılar kararlarını zihinsel hesaplamalarından yola çıkarak hedeflerinin gerçekleşme olasılığı ve hedeflerinden uzaklaşma riskine dair yaptıkları değerlendirmeler ışığında vermektedir (Shefrin, Statman, 2020).

Sermaye piyasaları yatırım araçlarından biri olan halka arz yatırımcıya ihracına katıldığı şirkete ortak olma hakkı tanımaktadır. İhraççı şirket açısından bir finansal kaynak bulma yöntemi olan halka arzlarında halka arz, aracılık, fiyat toplama ve satış yöntemlerinin hangisinin kullanılacağı izahnamede yer almakla birlikte bu yöntemlerin bazıları regülatör tarafından kurallara bağlanmışken bazıları ise ihraççı şirket ve aracı kurum kararına bırakılmıştır.

Bu makalede halka arzda uygulanan yöntemlerin kazanan ve kaybedenlerden oluşan gruplar arasında farklılığa yol açıp açmadığına dair bulgular saptanmaya çalışılmıştır.

2. LİTERATÜR

Spatt ve Srivastava (1991) çalışmalarında fiyat aralığı ile talep toplama yönteminin şirket değerine göre teklifte bulunulmasına izin vermesi nedeniyle halka arz sürecine olumlu etkisi olduğunu ifade etmişlerdir. Loughran, Ritter ve Rydqvist'in (1994) sabit fiyat ile talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın da etkisiyle başarısızlık ihtimalini artırdığını ifade etmişlerdir. Ritter (1998) daha sonra tahsisatlı satışın söz konusu olduğu halka arzlarda sabit fiyatla talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzların ilk gün getirisinin fiyat aralığına kıyasla getirisinin daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2007) 1993-2005 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşen halka arzlarda talep toplama yönteminin sabit fiyat veya fiyat aralığı ile olmasının bir farklılığa yol açmadığı sonucuna erişmişlerdir. Yalçınar (2006) 1997- 2004 yılları arasında gerçekleşen pay ihraçlarında halka arz yönteminin (ortak satış ve sermaye artırımı) düşük fiyatlandırma üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

3. HALKA ARZ

Global dünyada işletmelerin rekabetteki yerlerini korumak, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak ya da sermayedarların kâr realizasyonu amacıyla başvurduğu yöntemlerden biri olan halka arz aynı zamanda ülke ve tasarruf sahibi açısından da sermaye piyasalarının önemli araçlarından biridir. Halka açılma, yatırımcı için tasarrufu teşvik ederken aynı zamanda küçük birikimlerin bir araya gelerek yatırıma dönüşmesini mümkün hale getirmektedir. Ülke için ele alındığında ise sermayenin tabana yayılmasını ve özel sektörün güçlenmesi için kaynak yaratılmasını sağlayarak ülkenin ekonomik büyümesine katkı sağlamaktadır.

Halka arz , çeşitli sebeplerle ortaya çıkan finansman ihtiyaçlarını gidermek amacıyla pay, tahvil, kira sertifikası gibi sermaye piyasası araçlarının satışı için yapılan çağrısı ve sonrasında hayata geçirilen satışı ifade etmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu, madde 3). İlk halka arz ise bir işletmenin paylarının ilk kez borsada işlem görmeye başlaması anlamına gelmektedir. Halka açılma bir işletme yönetiminin inisiyatifinde olan bir karar olmakla beraber Türkiye'de ortak sayısı 500'den fazla olan şirketler kanunen halka açık statüsünde sayılarak Sermaye Piyasası mevzuatına uymak durumundadır. Söz konusu işletmelerin iki yıl içinde borsada işlem görmek için başvuru işlemlerini tamamlaması gerekmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu, madde 16).

İşletme motivasyonu açısından halka açılma sebepleri ekonomilere ve şirketlere göre değişiklik göstermektedir (Brau, 2010). Başlıca sebepler arasında büyümenin finansmanı, sermaye maliyetlerinin düşürülmesi, likidite imkânı, rakiplerin sermaye piyasasında gösterdiği faaliyetlerin takip edilmesi, işletmenin ulusal ve uluslararası düzeyde bilinirliğe ulaşma ve kâr realizasyonu yer almaktadır. Bir işletme için stratejik önemde olan halka açılmanın hem avantaj hem de dezavantajları söz konusudur. Halka açılan bir işletme alternatif finansman olanağı ile daha güçlü bir özkaynak yapısına sahip olurken, likidite ihtiyacının karşılanması, yabancı yatırımcılara daha kolay erişim, kurumsallaşma, ülkeye özgü teşvikler, itibar ve kredibilite gibi faydalardan da yararlanabilmektedir. Fakat bunların yanı sıra halka arz işletme açısından maliyetli ve uzun bir süreçtir. Halka arz fiyatının düşük belirlenmesi ve sonrasında raporlama, denetim, kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim ilkelerine uyma zorunlulukları işletmelerin halka arzdan uzak durmasına sebep olmaktadır (www.borsaistanbul.com / 01.11.2021).

Türkiye'de 2008 yılında halka arz seferberliği ilan edilerek daha çok sayıda şirketin halka açılarak finansman sağlaması ve sermaye piyasalarının derinleşmesi hedeflenmiştir. Ülkemizde halka arz süreci ihraççı şirketin bağımsız denetim çalışmaları ve aracı kurum seçimi ile başlamaktadır. Anonim ortaklıkların halka açılabilmesi için Pay Tebliği'nde yer alan şartları sağlama ve içeriği Kurulca belirlenen izahnameyi tamamlama zorunluluğu vardır (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği madde II-5.1). İzahnamenin onaylanması sonrası satış süreci başlamaktadır.

Halka açılmaya karar veren şirket bunu sermaye artırımı ile yeni pay ihracı, ortak paylarının satışı ya da her iki yöntemi birlikte kullanarak gerçekleştirebilmektedir. Yeni pay ihracı şirkete nakit girişi sağlarken ortak satışında şirket için yeni kaynak yaratılması söz konusu değildir. (SPK, Pay Tebliği, madde VII-128.1) Bir halka arzda aracı kurumun süreçte üstlendiği riski de içeren aracılık yöntemlerine ihraç büyüklüğüne göre mevzuat tarafından sınırlanma getirilmiştir. 2021 yeniden değerlendirme oranlarına göre, tespit edilen pay fiyatı baz alınarak hesaplanan pay ihracı piyasa değeri 38.188.500 TL altında ise aracı kurumun bakiyenin tamamını yüklenimi, 76.377.000 TL kadar ise kısmi yüklenimi şarttır. Yüklenim zorunluluğu tespitinde piyasa halka arz büyüklüğünün (ek satış hariç) bu tutarın üzerinde olması halinde aracı kurumun yüklenim zorunluluğu yoktur (SPK Bülten 2020/78). İlk halka arzlarda borsada satış ve talep toplama yöntemleri kullanılmaktadır (SPK, Halka Arz Kitapçığı, 2016). İhraçta kullanılan satış yönteminin talep toplama olması halinde yatırımcılar halka arza konu paylara izahnamede yer alan şartlara uygun olarak talepte bulunmakta, sonrasında payların dağıtımı gerçekleştirilmektedir. Borsada satış yönteminde ise, ihraçta konu payların satışı borsa birincil piyasasında gerçekleşmektedir. Payları borsada işlem görmeye henüz başlamamış fakat halka açık statüsündeki ortaklıkların paylarının satışında ise, talep toplamsız satış yöntemi uygulanmaktadır. İhracın izahnamede yer alan tek bir fiyattan talep toplanması ile gerçekleştirilmesine sabit fiyat ile talep toplama denmektedir. Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde ise, yatırımcı izahnamede belirtilen fiyat aralığında kalmak koşulu ile istediği herhangi bir fiyattan talepte bulunabilmektedir.

4. UYGULAMA

Uygulamada 1 Ocak 2008 – 31 Aralık 2019 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da ilk halka arzı yapılan 132 şirkete ait veriler incelenerek ihraçlarda halka arz, aracılık, satış ve fiyat toplama yöntemlerinin kazanan ve kaybeden grupları arasında farklılığa yol açıp açmadığı gözlemlenmiştir. Belirtilen tarihler arasında ihraç serbest işlem platformunda gerçekleşen, borsada işlem gören yatırım fonları, kottan çıkarılmış ve birleşme/bölünmeye konu olmuş şirketler ile gayrimenkul sertifikaları dikkate alınmamıştır.

$$\text{Mutlak getiri} = G_m = (F_1 / F_{\text{arz}}) - 1$$

Mutlak getiriye göre incelenen 132 halka arzın 78'i ilk işlem gününü kâr, 43'ü zarar ile kapatmıştır. 11 halka arzın ise ihraç fiyatı ile ilk işlem günü kapanış fiyatı aynı seviyede kalmıştır. Kazananların kârının %0,29-%21,64 arasında, kaybedenlerin zararının ise -%19,12 ile -%0,37 arasında olduğu kaydedilmiştir.

Tablo 1: Kazanan ve Kaybedenlere Göre Yöntemlerin Kendi İçinde Farklılığı

	Kazananlar	Kaybedenler
Halka Arz Yöntemi	Prob>0,10	Prob>0,10
Aracılık Yöntemi	Prob>0,10	Prob>0,10
Satış Yöntemi	Prob>0,10	Prob<0,10
Fiyat Toplama Yöntemi	Prob>0,10	Prob>>0,10

Mann Whitney-U veya Kruskal Wallis-H testi sonuçlarına göre kazanan ve kaybedenlerin tek tek içinde farklılığına bakıldığında sadece talep toplama yönteminin kaybedenler içinde etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 2: Kazanan ve Kaybedenlerin Uygulanan Yönteme Göre Dağılımı

		Kazananlar	Kaybedenler
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim	39,7%	33,3%
	En İyi Gayret	53,8%	53,7%
	Kısmi Yüklenim	6,4%	13,0%
Satış Yöntemi	Borsada Satış	51,3%	40,7%
	Talep Toplama	42,3%	59,3%
	Talep Toplamaksızın	6,4%	0,0%
Fiyat Toplama Yöntemi	Fiyat aralığı	29,5%	31,5%
	Sabit Fiyat	70,5%	68,5%
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı	15,4%	14,8%
	Sermaye Artırımı	48,7%	50,0%
	Sermaye A.&Ortak S.	35,9%	35,2%

Halka arzlar izahnamede yer alan yöntemlere göre incelenmiştir.

Tablo 3: Yöntemler Arası Farklılık

	Prob Chi ²	Bulgu
Aracılık Yöntemi	Prob<0,10	Fark var
Talep Toplama Yöntemi	Prob>0,10	Fark yok
Fiyat Toplama Yöntemi	Prob>0,10	Fark yok
Halka Arz Yöntemi	Prob>0,10	Fark yok

Chi² test sonucuna %10 anlamlılık düzeyine göre sadece satış yönteminde anlamlı bir farklılığın olduğu görülmüştür.

Chi² test sonuçlarına göre satış yöntemine göre kazananlar ve kaybedenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. Başka bir deyişle satış yöntemi değişikçe kazanma ve kaybetme oranı da değişmektedir, satış yönteminin kâr ya da zarar etmede bir etken olduğu söylenebilir.

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Hisse senedi yatırımı ile şirket ve yatırımcı arasında ortaklık ilişkisi kurulmuş olur. Ortaklık ilişkisi kurulan bir şirketten kazanç elde etmenin iki yolu vardır. Bu yollardan birisi, şirketin borsada işlem gören hisse senedi fiyatında oluşan pozitif fark, diğeri ise temettü geliridir. Dolayısıyla hisse senedi yatırımı yapmak için şirket değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Birçok farklı şirket değerlendirme yöntemi olmakla birlikte bu analizi yapabilmek için yatırımcının yeterli finansal bilgiye sahip olması beklenir. Özellikle bireysel yatırımcıların finansal okuryazarlığının daha düşük olması ve duygusal karar verme eğilimleri nedeniyle belirsizlik altında rasyonellikten daha uzak davranabilmektedir. Bireyin yatırım kararı verirken psikolojisini, süreci ve kararlarını inceleyen bilim dalı olarak davranışsal finans irrasyonel kararların nedenini de açıklamaya çalışmaktadır (Boda ve Sunitha, 2018:1253). Odean (1998) bireylerin genelde aşırı güven içinde olduklarında bazı bilgileri gözardı ederken bazılarına ise olması gerekenden daha fazla önem vererek kararlarını şekillendirdiğini belirtmiştir.

Yapılan analizde ulaşılan sonuçlara göre, Borsa İstanbul ilk halka arzlarında uygulanan yöntemlerden sadece talep toplama ve satış yöntemlerinin yatırımcının kazanma ve kaybetmesi üzerinde sınırlı bir belirleyiciliği olduğuna dair bulgulara ulaşılmıştır. Dolayısıyla yatırımcı halka arza katılma kararı verirken halka arz yöntemlerine değil, izahnamede yer alan şirketin finansal bilgilerinden yola çıkarak halka arz

fiyatının yatırım yapılabilir seviyede olup olmadığına dair bilgi edinmesi fayda sağlayacaktır. Söz konusu finansal bilgilerin tamamı bağımsız denetim ve SPK onayından geçmiş olarak halka arz izahnamelerinde yer almaktadır.

KAYNAKÇA

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Resmî Gazete, 30.12.2012, Sayı 28513

Boda, J. R. Ve Sunitha, G. (2018). Investor's Psychology in Investment Decision Making: A Behavioral Finance Approach. International Journal of Pure and Applied Mathematics, 119(7), 1253-1261.

Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf (Erişim Tarihi: 01.11.2021)

Brau, J. C. (2010). Why Do Firms Go Public? Forthcoming in the Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Working Paper, 22.

Kahneman, D., Tversky A., (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. Econometrica, 47 (2), 263-291.

Küçükkocaoğlu, G., Alagöz, A. (2009). İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 81-91.

Loughran, T., Ritter J.R., Rydqvist K., (1994). Initial public offerings: international insights. Pacific-Basin Journal, 2, 185-199.

Odean, T., (1998). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. The Journal of Finance. 53(6), 1887-1934.

Ritter, J.R., (1998). Initial Public Offerings. Contemporary Finance Digest, 2, 25-30.

Sermaye Piyasası Kurulu, Bülten 2020/78

Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Arz Kitapçığı, 10

Sermaye Piyasası Kurulu, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1), Resmi Gazete, 22.06.2013, Sayı 28685

Sermaye Piyasası Kurulu, Pay Tebliği, VII-128.1, Resmî Gazete 22.06.2013, Sayı 28685

Shefrin H., Statman M.,(2000). Behavioral Portfolio Theory. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35(2), 127-145.

Spatt, C., Ve Srivastava S., (1991). Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings. Review of Financial Studies, 4, 720-726.

Yalçın, K. (2006). Düşük Fiyatlandırma Olgusu İle Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 154-155.