

İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansları: Borsa İstanbul'da Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama*

Short Time Price Performances of Initial Public Offerings (IPO): A Comparative Sectoral Analysis in Borsa İstanbul

Harun Çakır - Doç. Dr. Soner Akkoç

Öz

Bu çalışmada, Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında Ocak 2008 – Temmuz 2013 tarihleri arasında halka arz edilen 121 hisse senedinin; ilk gün getirileri ve kısa dönem performansları anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında 2008 küresel kriz ve sonrası dönemde Borsa İstanbul'da ucuz fiyat olgusunun varlığı araştırılmaktadır. Buna göre; Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında gerçekleşen halka arzlarda, ilk gün piyasanın üzerinde bir getiri (%1,16) elde edildiği tespit edilmiştir. Halka arz edilen hisse senetlerinin 21 günlük kısa dönem performansları ise %5,89 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Elde edilen bulgular doğrultusunda, Borsa İstanbul'da halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı ve kısa dönemde yüksek performans sağladıkları söylenebilir. Bu durum literatürdeki diğer çalışmaların bulguları ile paralellik göstermektedir. Ancak düşük fiyatlandırmanın son yıllarda azaldığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Kısa Dönem Performans, Borsa İstanbul

Abstract

In this study, first day returns and short - term performances of 121 growth stocks, which are public offered as a first time in Borsa İstanbul equity market between January 2008 - July 2013, were analyzed by calculating abnormal and cumulative abnormal returns. In this study's content, the 2008 global financial crisis and its aftermath in Borsa İstanbul cheap price cases are investigated. According to this; Initial Public Offerings (IPO) took place in Borsa İstanbul equity market, abnormal return on first day of the market (1,16%) is obtained. Of stocks offered to the public while the 21-day short-term performance is realized at the level of 5,89%. According to the result obtained, the first time in Borsa İstanbul IPO underpricing of stocks and provide high performance can be said that in the short term. This situation parallels with the findings of other studies in the literature indicate. However, the impact of lower pricing declined in recent years and Borsa İstanbul equity market has been found to become more efficient market.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), Short-Term Performance, Borsa İstanbul

Harun Çakır, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Mezunu, haruncakir43@hotmail.com
Doç. Dr. Soner Akkoç, Dumlupınar Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, soner.akkoc@dpu.edu.tr

* Bu çalışma Yüksek Lisans tezinin gözden geçirilmiş halidir.

Giriş

Günümüzde sermaye piyasası gerek şirketler, gerekse yatırımcılar açısından büyük değer ifade etmektedir. Küreselleşmenin dünya ekonomisindeki artan etkisiyle birlikte şirketler fon temininde sorunlar yaşamaktadır. Şirketler belli bir büyüklüğe ulaşınca ya kadar sermaye ihtiyaçlarını kendi kaynaklarından sağlayabilir. Fakat içsel kaynakları yeterli gelmediği durumlarda şirketler sermaye piyasası araçlarına ihtiyaç duyabilir. Bu süreçte şirketler çoğunlukla halka arz yöntemini kullanmaktadır.

Halka arz ile şirketler yeni ortaklardan toplayacağı fonlar ile küresel rekabet ortamında büyümelerini sürdürebilmekte ve sağlıklı bir finansal yapı ile kurumsal bir ünvan kazanabilmektedir. Halka arz, şirketlere fon sağlamanın yanında yurtiçi ve yurtdışında daha yaygın tanınma, kurumsallaşma ve kredibilitenin artması gibi önemli faydalar sağlamaktadır.

Türkiye'de şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak için gerçekleştirdikleri halka arzlar, sermaye piyasasının gelişmesine önemli bir katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan yatırımcılarda ilk halka arz edilen menkul kıymetlere yatırım yaparak piyasanın üzerinde bir getiri elde edebilmektedirler. İlk halka arz edilen hisse senetlerinin getirileri üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Dünya piyasalarında yapılan çalışmaların çoğunda ilk gün getirilerinde düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir (Ritter, 2009; Lyn ve Zychowicz, 2003; Yu ve Tse, 2005; Kim, Krinsky ve Lee, 1995; Kooli ve Suret, 2004; Heerden ve Alagidede, 2012; Aggarwal, Leal ve Hernandez, 1993). Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlar görmek mümkündür (Ünlü ve Ersoy, 2008; Altan ve Hotamış, 2008; Kurtaran, 2012; Kıymaz, 1997; Kıymaz, 2000; Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009; Yalçiner, 2006; Sağlam, 2007; Dağlı ve Kurtaran, 2008).

Bu çalışmanın amacı, Ocak 2008 ile Temmuz 2013 dönemleri arasında gerçekleşen ilk halka arzların kısa dönem performanslarını inceleyerek, Borsa İstanbul hisse senedi piyasasında düşük fiyatlandırmanın devam edip etmediğini araştırmaktır. Ayrıca diğer çalışmalardan farklı olarak araştırma derinleştirilerek sektörel bazda inceleme yapılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde literatür taraması yapılarak dünyada ve ülkemizde yapılan çalışmalardan kısaca bahsedilmiştir. Uygulama bölümünde çalışmanın veri ve yöntemi ele alınmış olup, daha sonra çalışmadan elde edilen bulgular analiz edilmiştir. Son bölümde ise; çalışmanın sonuçları değerlendirilmiştir.

Literatür

Dünyada ve Türkiye'de ilk defa halka arz olan hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmaların sonuçları aşağıda sunulmuştur. Ayrıca Dünyada ve Türkiye'de halka arzların uzun dönem performanslarını inceleyen çalışmalarda bulunmaktadır (Firth, 1997; Kooli ve Suret, 2004; Sevim ve Akkoç, 2006; Kurtaran, 2013).

Uluslararası piyasaları incelediğimizde; Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993) Latin Amerikada ilk kez halka arz edilen 142 hisse senedi performansları araştırılmıştır. Yapılan çalışma incelendiğinde; Brezilya borsasında 1980 – 1990 yılları arasında halka arz olan 62 hisse senedinin ilk gün getirisi %78,5, Şilide 1982 – 1990 yılları arası halka arz olan 36 hisse senedinin ilk gün getirisi %16,7 ve Meksika borsasında ise 1987 – 1990 yılları arasında halka arz olan 44 hisse senedinin ilk gün getirisi %2,8 olarak tespit edilmiştir. Kim, Krinsky ve Lee (1995), 1985 – 1989 yılları arasında Kore piyasasında ilk kez halka arz olan 169 hisse senedinin performansını incelediği çalışmada; 169 hisse senedinin ilk gün getirisi %57,56 olarak bulunmuştur. Lyn ve Zychowicz ise (2003), 1991 – 1998 yılları arasında Polonya ve Macaristan borsalarında halka ilk kez arz edilen 136 hisse senedinin ilk gün performanslarını incelemişlerdir. Polonya borsasında 103 adet halka arzın ilk gün anormal getirisini %54,45, Macaristan borsasındaki 33 adet halka arzın ilk gün anormal getirisini ise %15,12 olarak tespit etmişlerdir. Kanada piyasasını inceleyen Kooli ve Suret (2004), 1991-1998 yılları arasında halka arz olan 445 hisse senedinin ilk gün getirisini %20,57 olarak tespit etmişlerdir. Yu ve Tse (2005), 1995-1998 yılları arasında Çin piyasasında halka arz olan 343 hisse senedini inceledikleri çalışmada; ilk gün ortalama getirisini %123,59 olarak tespit etmişlerdir. Ritter ise (2009), ABD'de 1960 – 2008 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 12.022 hisse senedinin ortalama ilk gün getirisini %16,9 olarak tespit etmiştir. Yıllar itibarıyla çalışmadan alınan ayrıntılı veriler Tablo 1'de sunulmuştur. ABD'de 1960-2008 döneminde gerçekleşen halka arzlardaki ilk günlük pozitif getiri, hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı sonucunu ortaya koymaktadır.

Heerden ve Alagidede (2012), 2006 – 2010 yılları arasında Güney Afrikada ilk kez halka arz olan 138 hisse senedinin performanslarını araştırdığı çalışma incelendiğinde ise; hisse senetlerinin ilk gün anormal

Tablo 1. ABD'de 1960 – 2008 Yılları Arası Halka Arzların İlk Gün Getirisi

Yıl	Halka Arz Sayısı (Adet)	İlk Gün Getiri
1960 – 1969	2661	%21,2
1970 – 1979	1537	%7,1
1980 – 1989	2380	%6,8
1990 – 1999	4146	%21,1
2000 – 2008	1301	%24,5
1960 – 2008	12022	%16,9

(Ritter, 2009, s. 11.)

getirisini %108,3, yirminci gün anormal getirisini ise %197,8 olarak tespit edilmiştir. Düşük fiyatlanmanın bu kadar yüksek olmasında 2007 yılında yapılan halka arzların rol oynadığı söylenebilir. 2007 yılında yapılan halka arzların ilk gün anormal getirisi %181,84, yirminci gün anormal getirisi %380,41 olarak gerçekleşmiştir.

Ülkemizde Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında yapılan çalışmalar gözden geçirildiğinde; Kıymaz (1997), 1990-1995 yılları arasında halka açılan ve İMKB'de işlem görmeye başlayan 39 finans kuruluşunun ilk gün performansının incelendiği çalışmada; ilk gün anormal getiri %15,3 olarak hesaplanarak hisse senetlerinin düşük fiyatlandığı sonucu bulunmuştur. Kıymaz'ın diğer çalışmasında (2000), 1990 – 1996 yılları arasında İMKB'de halka açılan 163 firmanın ilk gün getirisini %13,1 olarak hesaplamıştır. Bu hisse senetlerinin 20. işlem günündeki kümülatif anormal getirisi %4,7 olarak tespit edilmiştir. Teker ve Ekit (2003), 2000 yılında İMKB'de ilk kez halka arz edilen 34 hisse senedinin ilk 30 günlük performansını incelemişlerdir. Bu çalışmada, ilk gün anormal getirisi %10,42 olarak gerçekleşmiştir. 30 günlük kümülatif anormal getiri ise - %7,21 olarak tespit edilmiştir. Yalçınar'ın (2006), 1997-2004 yılları arasında İMKB'de halka arz edilen 93 hisse senedinin incelendiği çalışmada; ilk gün anormal getiri %7,2 oranında hesaplanmıştır. Fakat dördüncü işlem gününden sonra anormal getiriler negatif olarak gerçekleştiği belirtilmektedir. Sağlam (2007), çalışmasında tek

aracı kurum tarafından 1993-2006 yılları arasında İMKB'de halka arz edilen 40 hisse senedinin performansını incelemiştir. İlk gün anormal getiri %11,30, ilk ay anormal getiri ise %26,87 oranında gerçekleşerek düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiştir. Bilgiç (2008) çalışması incelendiğinde; 2006 – 2007 yılları içerisinde İMKB'de gerçekleşen 24 adet halka arzın ilk gün getirisi ortalama %4,17 olarak tespit edilmiştir. Dağlı ve Kurtaran (2008), 1993 – 2005 yılları arasında halka arzlarda düşük fiyatlandırılmayı etkileyen unsurların araştırıldığı çalışmada; söz konusu dönemde halka arz edilen 120 hisse senedinin ilk gün getirisi %13,88 oranında gerçekleşmiştir. Daştan (2008), 2004 – 2007 yılları arasında İMKB'de ilk defa halka arz edilen 25 hisse senedinin performansını incelemiştir. Bu çalışma kapsamında ilk gün anormal getirisi %5,67 olarak tespit edilmiş fakat ilk gün ortaya çıkan düşük fiyatlandırma ilk ay sonunda - %0,03 oranında negatif olarak gerçekleşmiştir. Ünlü ve Ersoy (2008), 1995-2008 döneminde İMKB'de ilk defa halka arz edilen 112 hisse senedinin kısa dönem fiyat performanslarını araştırdığı çalışmanın sonuçlarına göre; 37 hisse senedinde yüksek fiyatlama yapıldığı, 75 hisse senedinde ise düşük fiyatlama yapıldığı tespit edilmiştir. Ortalama ilk gün getirisi %6,52 oranında gerçekleşmiştir. 21 günlük kısa dönem kümülatif getirisini ise %5,35 olarak tespit etmişlerdir. Altan ve Hottamış (2008), 2000-2006 döneminde halka ilk kez arz edilen 67 hisse senedinin günlük, bir haftalık, aylık ve üç aylık getirilerini incelemişlerdir. Bu çalışmada ise; ilk gün için düzeltilmiş anormal getiri %6,78, ilk hafta getirisi %1,49 ilk ay getirisi %6,64 ve ilk üç aylık getiri ise %15,65 olarak tespit edilmiştir. Küçükkoça-

1 İMKB ve diğer borsalar 05.04.2013 tarihinde Borsa İstanbul adı altında toplanmıştır.

oğlu ve Alagöz (2009), İMKB'de uygulanan halka arz yöntemlerinden hangisinin daha etkin olduğu araştırıldığı çalışmada; 1993 – 2005 yılları arasında sabit fiyatla talep toplanan halka arzlarda ilk gün gözlemlenen düşük fiyatlandırmanın %7,13 ve fiyat aralığıyla talep toplanan halka arzlarda ilk gün gözlemlenen düşük fiyatlandırmanın %10,61 düzeyinde gerçekleştiğini göstermektedir. Oltu ve Ölmez (2011) tarafından, 2006 – 2011 döneminde İMKB'de ilk defa halka arz edilen 53 hisse senedinin kısa dönem performanslarının incelendiği bu çalışmada da; ilk işlem gününde %6,99 oranında hisse senetlerinin düşük değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır. 21 günlük kümülatif anormal getiri ise %8,6 olarak tespit edilmiştir. Kurtaran (2012), 1994 – 2006 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 205 hisse senedinin ilk 30 günlük kısa dönem performansları incelendiği çalışmada; ilk

gün anormal getiri %8,89 oranında gerçekleşmiştir. 30 günlük kısa dönem kümülatif anormal getiri ise %7,24 olarak hesaplanarak, hisse senetlerinin düşük değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yer alan ilk halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarının incelendiği çalışmalar, yatırımcıların ilk halka arzlara yatırım yaparak piyasanın üzerinde getiri elde etme imkanına sahip olduklarını ortaya koymaktadır.

Veri

Bu çalışmada, Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında 01 Ocak 2008 ile 31 Temmuz 2013 tarihleri arasında ilk defa halka açılarak borsada işlem görmeye başlayan 121 hisse senedinin kısa dönem fiyat

Tablo 2. 2008-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerine İlişkin Bilgiler

Panel A: Yıllara Göre Dağılım		Panel B: Sektörlere Göre Dağılım	
Yıllar	Gözlem Sayısı	Sektör	Gözlem sayısı
2008	3	İMALAT SANAYİ	39
2009	4	MALİ KURULUŞLAR	33
2010	26	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	15
2011	27	FON	11
2012	47	ULAŞ. HABER. VE DEPOLAMA	7
2013	14	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	6
		TEKNOLOJİ	3
		İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	2
		TARIM ORMAN VE BALIKÇILIK	2
		MADENCİLİK	1
		ELEKTRİK GAZ VE SU	1
		EĞİTİM SAĞLIK SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	1
TOPLAM	121	TOPLAM	121

performansları analiz edilmektedir. Kısa dönem fiyat performanslarını incelemek için hisse senetlerinin halka arzdan sonraki ilk 21 günlük fiyat verileri dikate alınmaktadır. Analiz edilen 121 hisse senedinin halka arz yılları ve hisse senetlerinin sektörlere göre dağılımı Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2’nin ‘a’ panelinde 6 yıllık zaman diliminde halka arz edilen hisse senetlerinin yıllara göre dağılımı verilmiştir. ‘b’ panelinde ise, halka arz edilen bu hisse senetlerinin sektörlere göre dağılımı görülmektedir.

Yöntem

Hisse senetlerinin kısa dönem getirileri hesaplanırken iki yöntem kullanılabilir. Bunlar kümülatif anormal getiriler yöntemi ve satın al elde tut yöntemidir (Kurtaran, 2012,s. 116). Bu çalışmada kümülatif anormal getiriler yöntemi kullanılacaktır. Kümülatif anormal getirilerin elde edilebilmesi için ilk etapta hisse senetlerinin günlük getirilerinin, piyasanın günlük getirisinin ve daha sonra hisse senetlerinin anormal getirilerinin hesaplanması gerekir.

Hisse senetlerinin (t) günündeki getirisi ($R_{i,t}$);

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad 1$$

formülüyle hesaplanmıştır. Burada ($P_{i,t}$) hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını, ($P_{i,t-1}$) ise aynı hisse senedinin bir önceki günkü kapanış fiyatını göstermektedir.

Aynı şekilde piyasanın (t) günündeki getirisi ($R_{m,t}$) olup;

$$R_{m,t} = \left(\frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} \right) - 1 \quad 2$$

Burada ($P_{m,t}$) t günündeki Borsa İstanbul 100 endeksinin kapanış değerini, ($P_{m,t-1}$) ise Borsa İstanbul 100 endeksinin bir önceki günkü kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Anormal getiriler ise,

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad 3$$

($R_{i,t}$) hisse senedinin t günündeki getirisini, ($R_{m,t}$) piyasanın aynı gündeki getirisini ifade etmektedir.

Hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri (CAR);

$$CAR = \sum_{t=1}^n AR_t \quad 4$$

formülüyle hesaplanacaktır.

Yukarıdaki formüller aracılığıyla 121 hisse senedine ait anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler bulunmuş olup, daha sonra bu getirilerin anlamlılığını ölçmek için IBM SPSS Statistics 20 programı kullanılarak tek örneklem t testi sonuçları elde edilmiştir.

Bulgular

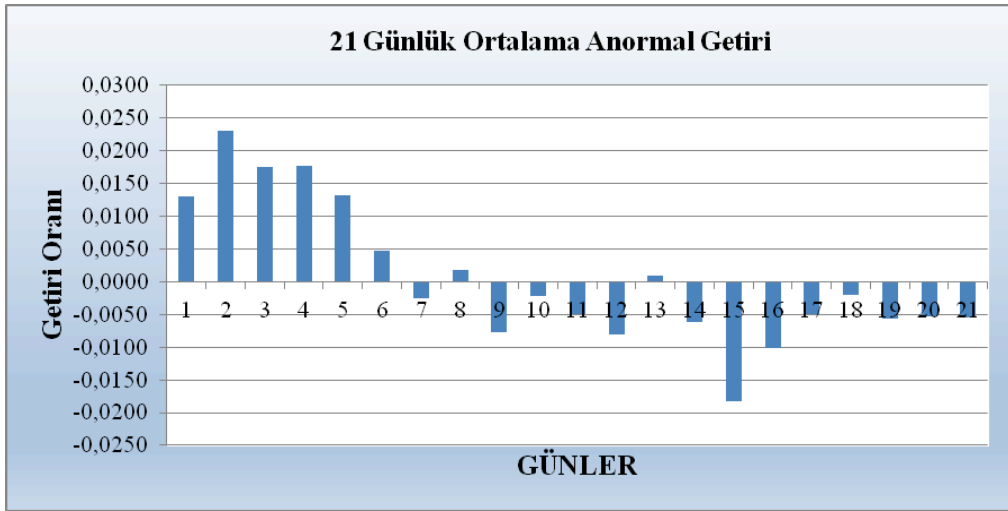
Bu bölümde, 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul’da ilk kez halka arz edilen 121 hisse senedinin 21 günlük kısa dönem fiyat performanslarıyla elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Borsa İstanbul’da halka açılarak işlem görmeye başlayan 121 hisse senedi analiz edildiğinde ilk günde piyasanın üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir.

Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında 2008-2013 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 121 hisse senedinin ortalama ilk gün getirisi ($R_{i,t}$) %1,16 olarak tespit edilmiştir. Değerlendirmeye dahil edilen 121 hisse senedinin 52 tanesi (%43) ilk gün kaybettirirken, 50 (%41) tanesi %10’dan az, 19 (%16) tanesi ise %10’dan fazla kazandırmıştır. Hisse senetlerinin ilk gün anormal getirisinin (AR_t) %1,30 olduğu tespit edilmiş olup, bu değer istatistiksel olarak anlamlıdır.

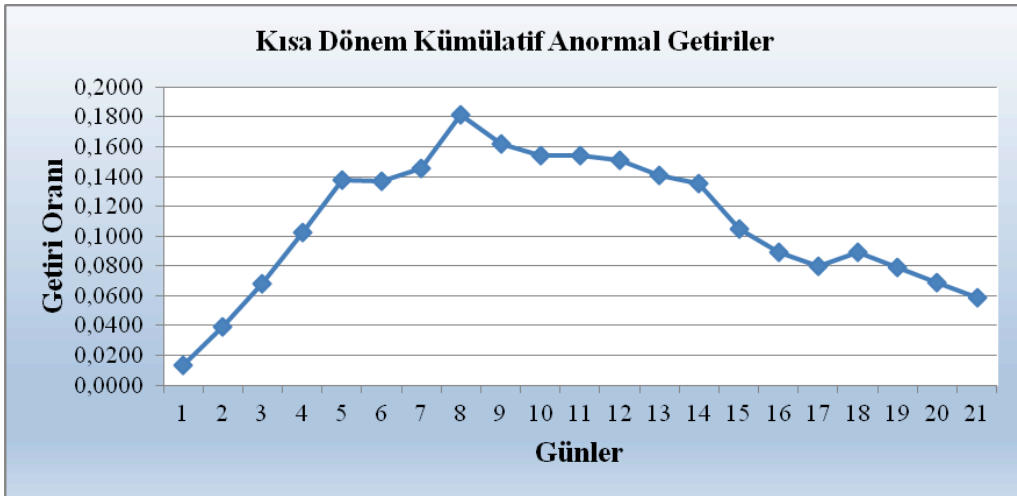
Tablo 3. Günlük Ortalama Anormal Getiri (AR) ve Kümülatif Anormal Getiri (CAR), 2008-2013

Gün	Firma Sayısı	Ortalama Anormal Getiri	t – değ.	Standart Sapma	Gün	Firma Sayısı	Kümülatif Anormal Getiri	t – değ.	Standart Sapma
1	121	0,0130	2,025*	0,07041	1	121	0,0130	2,025*	0,07041
2	121	0,0229	2,460*	0,10264	2	121	0,0393	2,828*	0,15300
3	121	0,0174	1,955	0,09816	3	121	0,0682	2,879*	0,26074
4	121	0,0176	1,915	0,10123	4	121	0,1028	2,897*	0,39031
5	121	0,0132	1,642	0,08852	5	121	0,1379	2,683*	0,56539
6	121	0,0047	0,544	0,09442	6	121	0,1370	3,101*	0,48586
7	121	-0,0025	-0,327	0,08328	7	121	0,1458	2,702*	0,59351
8	121	0,0017	0,219	0,08664	8	121	0,1818	2,349*	0,85130
9	121	-0,0078	-1,363	0,06270	9	121	0,1617	2,481*	0,71680
10	121	-0,0023	-0,350	0,07179	10	121	0,1543	2,383*	0,71256
11	121	-0,0049	-0,834	0,06500	11	121	0,1541	2,148*	0,78946
12	121	-0,0082	-1,233	0,07288	12	121	0,1508	1,972	0,84094
13	121	0,0009	0,156	0,06400	13	121	0,1411	2,150*	0,72173
14	121	-0,0061	-1,174	0,05716	14	121	0,1355	2,164*	0,68891
15	121	-0,0183	-3,543*	0,05674	15	121	0,1051	1,987	0,58151
16	121	-0,0102	-1,952	0,05763	16	121	0,0889	1,926	0,50742
17	121	-0,0050	-0,951	0,05751	17	121	0,0796	1,889	0,46336
18	121	-0,0021	-0,425	0,05503	18	121	0,0889	1,884	0,51921
19	121	-0,0057	-1,184	0,05302	19	121	0,0794	1,823	0,47914
20	121	-0,0053	-1,130	0,05207	20	121	0,0688	1,662	0,45518
21	121	-0,0055	-1,183	0,05141	21	121	0,0589	1,498	0,43234

* %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır.



Şekil 1. İlk Kez Halka Arz Olan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Ortalama Anormal Getirileri (AR), 2008-2013



Şekil 2. İlk Kez Halka Arz Olan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Ortalama Kümülatif Anormal Getirileri (CAR), 2008-2013

2008 – 2013 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 121 firmaya ait hisse senetlerinin anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri Tablo 3’de verilmiştir. Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında hisse senetlerinin halka arz edildiği ilk gündeki anormal getirisi %1,30 olarak hesaplanmıştır. Bu getiri beşinci güne kadar belli oranda yükselmiş olup, en yüksek değere ikinci gün %2,29 ile ulaşmıştır. Beşinci gün %1,32

olarak tespit edilmiştir. Fakat ilk beş günde elde edilen avantaj diğer günlerde devam etmemiştir. Altıncı günden sonra sekizinci ve on üçüncü günlerde pozitif getiri elde edilse de bu getiri ilk altı güne göre çok düşüktür. Diğer günler ise negatif getiri elde edilmiştir. 21 işlem gününün 13’ünde anormal getiriler negatif değere sahipken sadece 8 işlem gününde anormal getiriler pozitif değer almıştır.

Hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların kısa dönemde nasıl bir getiri elde ettiğini kümülatif anormal getirilere bakarak anlayabiliriz. İlk işlem gününden sonra kümülatif anormal getiriler, beşinci işlem gününde %13,79, onuncu günde %15,43, yirmi bir günlük kısa dönem de ise %5,89 olarak hesaplanmıştır. İlk halka arzdan sonraki yirmi bir günlük kümüla-

tif anormal getirilerin en yüksek olduğu gün sekizinci işlem günüdür. Bu günkü kümülatif anormal getiri %18,18 olarak hesaplanmıştır. Bu günden sonraki kümülatif anormal getirilerde düzeltme gerçekleşmiş olup yirmi birinci işlem günü kümülatif anormal getiri %5,89 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 4. Yıllara göre Halka Arz Sayıları ve Performansları

Yıllar	Halka Arz Sayıları	İlk Gün Anormal Getiri	21 Günlük Kümülatif Anormal Getiri
2008	3	%0,83	%2,80
2009	4	-%0,83	-%5,97
2010	26	%0,67	%5,21
2011	27	%2,76	%13,90
2012	47	%0,84	%2,34
2013	14	%1,89	%7,65

İlk kez halka arz edilen 121 hisse senedinin yıllar itibariyle performansları Tablo 4'de sunulmuştur. Tablodan görüldüğü üzere ilk işlem gününde en yüksek getiri %2,76 ile 2011 yılında halka arz olan 27 hisse senedinde gerçekleşmiştir. 21 günlük kısa dönemde en yüksek getiri ise %13,90 ile yine 2011 yılı halka arzlarında gerçekleşmiştir. 21 günlük kısa dönemde en düşük getiri ise 2009 yılındaki halka arzlarında gerçekleşmiştir.

Ocak 2008 ile Temmuz 2013 yılları arasında halka arz edilen 121 hisse senedi 12 grupta incelenerek araştırma derinleştirilmiştir. Tablo 5'de kümülatif anormal getirilerin gruplara göre dağılımı verilmiştir. Halka arzların ilk gün anormal getirilerini sektörel bazda incelediğimizde sırasıyla idari ve destek hizmetleri

sektöründe %10,59, teknoloji sektöründe %8,01, tarım orman ve balıkçılık sektöründe %6,32, madencilik sektöründe %5,13, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantacılık sektöründe %3,45, ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe %1,84, mali kuruluşlar sektöründe %1,45, imalat sanayi sektöründe %0,41, eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe %0,01 oranında pozitif getiri tespit edilmiştir. Elektrik, gaz ve su sektöründe -%0,34, fon sektöründe -%1,49, inşaat ve bayındırlık sektöründe ise -%2,96 oranında negatif getiri elde edilmiştir. Ayrıca bu sektörlerin kısa dönem performanslarına bakıldığında sadece inşaat ve bayındırlık sektöründe piyasanın üzerinde bir getiri elde edilemediği, diğer sektörlerin tamamında pozitif getiri elde edildiği görülmektedir.

Tablo 5. Kısa Dönem Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) 2008-2013 (Sektörel Dağılım)

GÜNLER	Bütün His. n:121	İmalat Sanayi n:39	Mali Kur. n:33	Toptan ve Per. Tic. Otel ve Lok. n:15	Fon n: 11	Ulaş. Haber. Ve Depo. n:7	İnşaat Ve Bay. n:6
1	0,0130	0,0041	0,0145	0,0345	-0,0149	0,0184	-0,0296
2	0,0393	0,0250	0,0557	0,0762	-0,0206	0,0422	-0,0662
3	0,0682	0,0403	0,1187	0,1290	-0,0154	0,0282	-0,0943
4	0,1028	0,0620	0,1987	0,1618	-0,0105	0,0204	-0,1437
5	0,1379	0,0859	0,3086	0,1554	-0,0094	0,0189	-0,1748
6	0,1370	0,0931	0,2816	0,2017	-0,0077	0,0384	-0,1637
7	0,1458	0,0699	0,3371	0,2336	-0,0100	0,0458	-0,1577
8	0,1818	0,0364	0,4852	0,2603	-0,0063	0,0404	-0,1679
9	0,1617	0,0257	0,4082	0,2864	0,0029	0,0511	-0,1606
10	0,1543	0,0380	0,3255	0,3657	0,0044	0,0530	-0,1630
11	0,1541	0,0446	0,2666	0,4677	-0,0030	0,0584	-0,1600
12	0,1508	0,0259	0,2644	0,4986	-0,0009	0,0519	-0,1507
13	0,1411	0,0223	0,2672	0,3855	0,0056	0,0639	-0,1308
14	0,1355	0,0172	0,2942	0,2762	0,0077	0,0955	-0,1302
15	0,1051	0,0223	0,2288	0,1792	-0,0019	0,0944	-0,1368
16	0,0889	0,0323	0,1887	0,1228	0,0023	0,1013	-0,1291
17	0,0796	0,0355	0,1611	0,0820	0,0096	0,1096	-0,1034
18	0,0889	0,0458	0,1611	0,1246	0,0087	0,1086	-0,0943
19	0,0794	0,0440	0,1552	0,0802	0,0035	0,0814	-0,0755
20	0,0688	0,0469	0,1470	0,0275	0,0049	0,0518	-0,0773
21	0,0589	0,0277	0,1523	0,0041	0,0051	0,0496	-0,0954

Tablo 5. Kısa Dönem Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) 2008-2013 (Sektörel Dağılım)

GÜNLER	Bütün His. n:121	Tekno. n:3	İdari ve Des. Hiz. Faal. n:2	Tarım Orman ve Bahk. n:2	Maden. n:1	Elektrik Gaz ve Su n:1	Eğitim Sağlık Spor ve Diğer Sos. Hiz. n:1
1	0,0130	0,0801	0,1059	0,0632	0,0513	-0,0034	0,0001
2	0,0393	0,1493	0,1794	0,1836	0,0230	-0,0370	-0,0279
3	0,0682	0,1381	0,1514	0,3267	0,0599	-0,0123	-0,0488
4	0,1028	0,1701	0,1414	0,5041	0,0436	0,1037	-0,0773
5	0,1379	0,1304	0,1395	0,5360	0,0670	0,1134	-0,0792
6	0,1370	0,1148	0,1071	0,3837	0,0493	0,1450	-0,0988
7	0,1458	0,0854	0,1072	0,2715	0,0346	0,1038	-0,1298
8	0,1818	0,1206	0,1148	0,4324	0,0651	0,0956	-0,1584
9	0,1617	0,0858	0,1943	0,3409	0,0415	0,1311	-0,1273
10	0,1543	0,1012	0,1916	0,3978	0,0764	0,1239	-0,1556
11	0,1541	0,1417	0,1824	0,4270	0,0392	0,1699	-0,1695
12	0,1508	0,1417	0,1884	0,3721	0,0316	0,1701	-0,1647
13	0,1411	0,2830	0,1862	0,2717	0,0407	0,1661	-0,0969
14	0,1355	0,3537	0,1882	0,1797	0,0287	0,1715	-0,0926
15	0,1051	0,3247	0,1947	0,1595	0,0115	0,1937	-0,1040
16	0,0889	0,2561	0,1939	0,0957	-0,0043	0,1982	-0,0806
17	0,0796	0,2344	0,2196	0,0438	-0,0243	0,1832	0,0548
18	0,0889	0,1895	0,2192	0,1433	-0,0182	0,1846	0,0397
19	0,0794	0,1825	0,2448	0,0821	-0,0143	0,1630	0,0593
20	0,0688	0,1628	0,2279	0,0475	0,0219	0,1470	0,0673
21	0,0589	0,1357	0,2160	0,0372	-0,0047	0,1554	0,0584

İlk gün elde edilen pozitif getirinin kısa dönemde de devam ettiği görülmektedir. 21 günün sonunda kümülatif anormal getiriler İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri, Elektrik Gaz ve Su, Mali Kuruluşlar, Teknoloji, Eğitim Sağlık Spor ve Diğer Sosyal Hizmet,

Ulaştırma Haberleşme ve Depolama, Tarım Orman ve Balıkçılık, İmalat Sanayi, Fon, Toptan ve Perakende Ticaret Otel ve Lokanta sektörleri için sırasıyla %21,60, %15,54, %15,23, %13,57, %5,84, %4,96, %3,72, %2,77, %0,51, %0,41 olarak bulunmuştur.

Sonuç

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları dünyada birçok piyasada ve Borsa İstanbul'da araştırma konusu olmuştur. İlk halka arzların performanslarına ilişkin olarak yapılan çalışmaların sonuçlarına bakıldığında, kısa vadede piyasanın üzerinde bir getiri sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır (Ünlü ve Ersoy, 2008; Altan ve Hotamış, 2008; Kurtaran, 2012; Kıymaz, 2000; Sağlam, 2007; Kim, Krinsky ve Lee, 1995; Heerden ve Alagidede, 2012). Bu çalışmada, Ocak 2008 ile Temmuz 2013 yılları arasında ilk halka arzların kısa dönem performansları incelenmiş ve ayrıca diğer çalışmalardan farklı olarak araştırma derinleştirilerek sektörel bazda inceleme yapılmıştır.

Çalışmada analize konu olan 121 hisse senedinin ilk gün getirisi %1,16, anormal getiri ise %1,30 olarak hesaplanmıştır. Bu değer istatistiksel olarak anlamlıdır. Halka arzların ilk gün anormal getirilerini sektörel bazda incelediğimizde sırasıyla idari ve destek hizmetleri sektöründe %10,59, teknoloji sektöründe %8,01, tarım orman ve balıkçılık sektöründe %6,32, madencilik sektöründe %5,13, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantacılık sektöründe %3,45, ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe %1,84, mali kuruluşlar sektöründe %1,45, imalat sanayi sektöründe %0,41, eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründe %0,01 oranında pozitif getiri tespit edilmiştir. Elektrik, gaz ve su sektöründe -%0,34, fon sektöründe -%1,49, inşaat ve bayındırlık sektöründe ise -%2,96 oranında negatif getiri elde edilmiştir. Ocak 2008 ile Temmuz 2013 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların kısa dönem fiyat performansları 21 işlem günü baz alınarak hesaplanmıştır. Buna göre, hisse senetlerinin kısa dönem kümülatif anormal getiri oranı %5,89 olarak tespit edilmiştir. İlk halka arzdan sonraki yirmi bir gün boyunca kümülatif anormal getirilerin en yüksek olduğu gün %18,18 ile sekizinci işlem günüdür. Yatırımcılar ilk halka arzda verdikleri aşırı tepkiyi 8. günden sonra düzeltme yoluna gitmişlerdir. Sektörel bazda incelendiğinde; 21 günlük kısa dönem kümülatif anormal getirilerde en yüksek getiri %21,60 ile idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe elde edilmiş olup, en düşük getiri ise -%9,54 ile inşaat ve bayındırlık sektöründe gerçekleşmiştir.

Çalışma kapsamında ilk işlem gününde elde edilen %1,30 oranındaki anormal getiri literatürle benzerlik göstermektedir. Ünlü ve Ersoy (2008) çalışmasında ilk işlem günü anormal getiriyi %6,52, Altan ve Hotamış (2008) %6,78, Teker ve Elit (2003) %10,42 ve Kurtaran (2012) ise ilk işlem gününde anormal getiriyi %8,89 olarak hesaplamıştır. Kısa dönem için elde edilen %5,89 oranında kümülatif anormal getiri literatürle benzerlik göstermektedir. Oltu ve Ölmez (2011) kısa dönem kümülatif anormal getiriyi %8,6, Ünlü ve Ersoy (2008) %5,35 ve Kurtaran (2012) %7,24 olarak hesaplamıştır.

Ocak 2008 ile Temmuz 2013 dönemini kapsayan bu çalışmanın sonuçlarına bakıldığında, Türkiye'de halka arzların her geçen yıl arttığı görülmektedir. Fakat düşük fiyatlama düzeyinin ülkemizde daha önce yapılan çalışmalara göre biraz daha azaldığı görülmektedir. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin genellikle ilk işlem gününde ve kısa dönemde yüksek performans göstermesi, yatırımcılar açısından piyasanın üzerinde getiri elde edebilme adına alım stratejisi olarak kullanılabilir. Son olarak ilk işlem günü ve kısa vadede elde edilen pozitif getirilerin sonraki aylarda devam edip etmediği ile hangi sektörlerde uzun vadede daha fazla pozitif getiri elde edildiği bir başka çalışmaya konu olabilir. Ayrıca düşük fiyatlamasının nedenleri araştıran çalışmalarda yapılabilir.

Kaynakça

- Aggarwal, R., Ricardo, L., Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in latin america, *Financial Management*, 1, 42-53.
- Altan, M., Hotamış, T. N., (2008). Türkiye'de halka ilk arzı yapılan hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansı analizi (2000-2006). *Kahramanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 14, 150-185.
- Bilgiç, F. (2008). *Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB'de 2006-2007 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.

- Dağlı, H., Kurtaran A. (2008). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Unsurlar, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği*, 39, <http://journal.mufad.org/index.php/arsiv/914-sayi-39-temmuz-2008/288-ilk-halka-arzlarda-dusu-k-fiyatlandirmayi-etkileyen-unsurlar-turkiye-orne-gi> (15.12.2013).
- Daştan, D. (2008). *Halka Arzlarda Fiyatlandırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Firth, M. (1997). An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand. *Pacific-Basin Finance Journal*. 5, 63-85.
- Heerden, G. V., Alagidede, Paul. (2012). Short run underpricing of initial public offerings (IPOs) In The Johannesburg Stock Exchange (JSE). *Review of Development Finance*, 2, 130-138.
- Kıymaz, H. (1997). İMKB'de halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin performanslarını etkileyen faktörlerin incelenmesi. *İMKB Dergisi*. 2. 69-90.
- Kıymaz, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from İstanbul stock exchange. *The Journal of Multinational Financial Management*. 10. 213-227.
- Kim, J., Krinsky I., Lee J. (1995). The Aftermarket Performance Of Initial Public Offerings In Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*. 3. 429-448.
- Kooli, M., Suret J. M. (2004). The aftermarket performance of initial public offerings in Canada. *Journal of Multinational Financial Management*, 14. 47-66.
- Kurtaran, A. T. (2012). Türkiye'de ilk halka arzların fiyat performanslarının sektörler itibariyle karşılaştırmalı analizi. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Kurtaran, A. T., (2013). Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*. 11. 185-210.
- Küçükkoçaoğlu, G., Aalagöz, A. (2009). İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 2. 65-86.
- Lyn, E. O., Zychowicz E. J. (2003). The performance of new equity offerings in Hungary and Poland. *Global Finance Journal* 2.(12) 157-169.
- Oltu, F. Ölmez, S., (2011). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Fiyat Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB'de Bir Uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi* 14. 181 – 195
- Ritter, J. R. (2009). Some Factoids About The 2008 IPO Market. *Cordell Professor of Finance University of Florida*, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2008Factoids.pdf> (10.01.2014)
- Sağlam, Y., G. (2007). *Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB'de Bir İnceleme*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Sevim, Ş., Akkoç, S. (2006). İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16. 107-123.
- Teker, S., Ekit, Ö. (2003). The Performance of İpon İn İstanbul Stock Exchange İn Year 2000. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 117-128
- Ünlü, U., Ersoy, E. (2008). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2 (23) 243-258.
- Yalçınar, K. (2006) Düşük Fiyatlandırma Olgusu İle Halka Arz Şekilleri Ve Halka Arz Fiyatı Arasında İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait İnceleme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, ss. 145-158.
- Yu, T., Tse, Y.K. (2005). An Empirical Examination Of Ipo Underpricing İn The Chinese A-Share Market. *Chine Economic Review*, 17. 363-382.