



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe Finansman Bilim Dalı

**BORSADA İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ
DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

Ezgi TUNÇAY

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2019

BORSADA İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA
İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Ezgi TUNÇAY

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe Finansman Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2019

KABUL VE ONAY

Ezgi TUNÇAY tarafından hazırlanan "Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama" başlıklı bu çalışma, 12.06.2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

[İ m z a]



[Prof. Dr. Semra KARACAER] (Başkan)

[İ m z a]



[Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN] (Danışman)

[İ m z a]



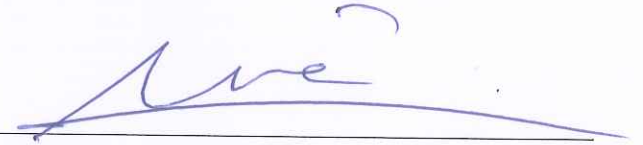
[Prof. Dr. Ayhan KAPUSUZOĞLU]

[İ m z a]



[Doç Dr. Göknur BÜYÜKKARA]

[İ m z a]



[Doç. Dr. Mine ÖMÜRGÖNÜLŞEN]

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Musa Yaşar SAĞLAM
Enstitü Müdürü

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

Enstitü Müdürü

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinleri yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan "**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**" kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. ⁽¹⁾
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ay ertelenmiştir. ⁽²⁾
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. ⁽³⁾

12.06.2019

Ezgi TUNÇAY

¹"*Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge*"

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü tezle ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir *. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.
Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

* Tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu, **Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.



Ezgi TUNÇAY

ÖZET

TUNÇAY, Ezgi. *Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2019.

Şirketler büyümek ve kendilerini geliştirmek için finansal kaynağa ihtiyaç duyarlar. Finansal kaynak sağlama yöntemlerinden bir tanesi, şirketlerin halka açılarak kendi hisse senetlerini halka arz etmesidir. Ancak literatürdeki çalışmalara göre, ilk kez halka arz olan şirketlerde düşük fiyatlama söz konusudur. Özellikle ilk gün düşük fiyatlaması küresel çapta kabul edilmiş bir olgudur.

Bu çalışmanın amacı, 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatlamasında ilk gün ve kısa vadeli düşük fiyatlamasının var olup olmadığını ve Borsa İstanbul'un etkinlik düzeyini ölçmektir. Çalışmada, 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilmiş olan 109 şirketin hisse senetlerinin ilk gün ve kısa vadeli anormal getirileri olay etüdü yöntemiyle incelenmiş, bu getirilerin anlamlılık düzeyleri t-test yöntemiyle test edilmiştir. Bu kapsamda ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ve kısa vadeli (15 işlem günü boyunca) performansı incelenmiştir. Çalışmada ele alınan toplam 109 şirket; yıllar, sektörler, halka arz yöntemleri, halka arza aracılık yöntemleri, şirketlerin piyasa değerleri, işlem gördüğü pazarlar ve sıcak/soğuk piyasalarda halka arz olmalarına göre ayrı ayrı incelenmiş, bu farklılıkların ilk gün anormal getirileri ve kısa vadeli anormal getirileri üzerindeki etkisi test edilmiştir.

Çalışmanın sonucunda, 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz edilen tüm şirketlerin ortalama ilk gün anormal getirisi %1,59, 15. gün sonundaki kümülatif anormal getirisi %4,59 olarak bulunmuştur ve her iki getiri istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla ilgili yıllar arasında ilk kez halka arz olan hisse senetleri için hem ilk gün düşük fiyatlaması hem de kısa vadeli düşük fiyatlama mevcuttur. Ayrıca ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin, yukarıda belirtilen alt kategoriler bazında da ilk gün ve kısa vadeli performansları birbirinden farklılık göstermektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda, ilk kez halka arz olan hisse senetlerine yatırım yaparak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde etmek mümkün olduğu için Borsa İstanbul'un yarı-etkin formda bir piyasa olduğunu söylemek mümkün değildir.

Anahtar Sözcükler

İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlama, BİST

ABSTRACT

TUNÇAY, Ezgi. *Evaluation of Initial Public Offerings on the Bourse : An Application on Stock Exchange Istanbul*, Master's Thesis, Ankara, 2019.

Companies need financial resources to grow and improve themselves. One of the methods to provide financial resources for companies is to offer their shares to the public. However, according to the literature, there is underpricing in the initial public offerings (IPOs). Especially the initial day underpricing is a globally accepted phenomenon.

The aims of this study are to measure whether there is initial day or short-term underpricing in IPOs stocks in Borsa Istanbul after the 2008 Global Financial Crisis and to measure the level of activity of Borsa Istanbul. In the study, the initial day and short term abnormal returns of 109 companies, offered to the public for the first time between 2010 and 2017 were examined by using the 'event study' method and the significance levels of these returns were tested. Within this scope, the initial day and short term (over 15 trading days) of the IPO stocks were examined. Additionally, these 109 companies were tested on the basis of years, sectors, intermediation for public offerings, public offering methods, market values of the companies, stocks traded in the hot / cold markets.

As a result of the study, the average initial day return of all companies is 1.59%, the cumulative abnormal return at the 15th day is 4.59% and both returns are statistically significant at 1%. Therefore, both the initial day and short-term underpricing are available for the stocks. In addition, the first-day and short-term performances of the publicly traded shares differ from each other on the basis of the sub-categories mentioned above. The results indicate that Borsa Istanbul is not a semi-efficient market as it is possible to obtain a return above the market return by investing in the IPO stocks.

Keywords

Initial Public Offering (IPO), Underpricing, Borsa Istanbul

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI	ii
ETİK BEYAN	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar DİZİNİ	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ	x
KISALTMALAR DİZİNİ	xii
GİRİŞ	1
1.BÖLÜM: İLK HALKA ARZ	7
1.1. HALKA ARZ VE İLK HALKA ARZ TANIMI	7
1.2. HALKA AÇILMANIN AVANTAJLARI	8
1.2.1. Finansal Kaynağa ve Sermaye Piyasalarına Kolay Erişim.....	8
1.2.2. Likidite.....	9
1.2.3. Kurumsallaşma	9
1.2.4. Ticari Şöhret, İtibar, Reklam ve Kredibilite Olanığı	10
1.2.5. Şirket Değerinin Yükselmesi.....	10
1.3. HALKA AÇILMANIN DEZAVANTAJLARI	10
1.3.1. Halka Açılmanın Yüksek Maliyeti ve İşlem Uzunluğu.....	10
1.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Yükümlülüğü	11
1.3.3. Yüksek Performans Baskısı	11
1.3.4. Prestij Kaybı Korkusu	11
1.3.5. Vergisel Avantajın Olmaması	11
1.3.6. Şirket Hisselerinin Ele Geçirilme İhtimali	11
1.4. HALKA AÇILMADA ARACILIK YÖNTEMLERİ	12
1.4.1. En İyi Gayret Aracılığı	12
1.4.2. Aracılık Yüklenimi.....	13
1.5. HALKA AÇILMADA SATIŞ YÖNTEMLERİ	14
1.5.1. Talep Toplama Yöntemi	14
1.5.2. Borsada Satış Yöntemi.....	14
1.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	14

1.6. HALKA AÇILMA YÖNTEMLERİ.....	15
1.6.1. Yeni Payların Satılması Yoluyla Halka Arz (Sermaye Artırımı)	15
1.6.2. Mevcut Payların Satılması Yoluyla Halka Arz (Portföyden Satış)	15
1.6.3. Karma Yöntem	15
1.7. HALKA ARZLARDA ZAMANLAMA	16
1.7.1. Yükselen/Sıcak Piyasalarda Halka Arz.....	16
1.7.2. Düşen/Soğuk Piyasalarda Halka Arz.....	17
1.8. İLK HALKA ARZDA FİYATLANDIRMA	17
1.8.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi.....	18
1.8.2. Piyasadaki Benzer Firmaların Oranlarından Faydalanma Yöntemi.....	18
1.9. BORSA İSTANBUL VE İLK HALKA ARZ	20
1.9.1. Borsa İstanbul Öncesi Dönem.....	20
1.9.2. Borsa İstanbul Dönemi	21
1.9.3. BİST Pazarları.....	21
1.9.4. BİST'te Halka Arz Seferberliği	22
2.BÖLÜM: İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMA	27
2.1. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMAYA İLİŞKİN TEORİLER.....	27
2.1.1. Bilgi Asimetrisi.....	27
2.1.2. Sinyal Teorisi.....	29
2.1.3. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi.....	31
2.1.4. Sigorta Hipotezi.....	32
2.1.5. Pazarlama Hipotezi	32
2.1.6. Sahiplik, Kontrol ve Aracılık Maliyetleri Hipotezi	33
2.2. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMAYA İLİŞKİN LİTERATÜR	
TARAMASI.....	36
2.2.1. Uluslararası Çalışmalar	36
2.2.2. Ulusal Çalışmalar	41
3.BÖLÜM: BİST'TE İLK KEZ HALKA ARZ OLMUŞ HİSSE SENETLERİNİN	
PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ	49
3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	49
3.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	49
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLAMALARI.....	49
3.4. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ.....	50
3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUMLANMASI	51

3.5.1.	Yöntem ve Kapsam (Metodoloji)	51
3.5.2.	Formüller.....	51
3.5.3.	Hipotezler	53
3.5.4.	Veriler	54
3.5.5.	Bulgular.....	54
SONUÇ		113
KAYNAKÇA.....		120
EK 1. ORJİNALLİK RAPORU.....		125
EK 2. ETİK KURUL MUAFİYET FORMU.....		126

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: 1990-2009 yılları arasında halka arz olan şirket sayıları ve toplanan fon miktarları	23
Tablo 2: 2010-2017 yılları arasında halka arz olan şirket sayıları ve toplanan fon miktarları	26
Tablo 3: İlk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	55
Tablo 4: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ilk gün ve 15 günlük kısa dönem performansları	57
Tablo 5: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ortalama günlük anormal getirileri	57
Tablo 6: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ortalama günlük kümülatif anormal getirileri	58
Tablo 7: Sektörel bazda ilk kez halka arz edilen şirket sayıları	67
Tablo 8: Sektörler bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	68
Tablo 9: Sektörler bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	69
Tablo 10: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	80
Tablo 11: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	81
Tablo 12: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	86
Tablo 13: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	87
Tablo 14: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	91
Tablo 15: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	92
Tablo 16: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	98
Tablo 17: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	99
Tablo 18: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	104
Tablo 19: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	105
Tablo 20: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri	108
Tablo 21: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	109

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: 1990-2009 yılları arasında halka arz olan şirket sayısı	24
Şekil 2: 1990-2009 yılları arasında şirketlerin halka arz olması nedeniyle toplanan fon miktarı	24
Şekil 3: İlk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	55
Şekil 4: 2010 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	59
Şekil 5: 2011 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	60
Şekil 6: 2012 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	61
Şekil 7: 2013 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	62
Şekil 8: 2014 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	63
Şekil 9: 2015 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	64
Şekil 10: 2016 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	65
Şekil 11: 2017 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	65
Şekil 12: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif anormal getirileri	66
Şekil 13: Sektörler bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	70
Şekil 14: Elektrik, gaz ve su sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	71
Şekil 15: İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	72
Şekil 16: İmalat sanayi sektörü'nde ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	73
Şekil 17: İnşaat ve bayındırlık sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	74
Şekil 18: Mali kuruluşlar sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	75
Şekil 19: Tarım, ormancılık ve balıkçılık sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	76
Şekil 20: Teknoloji sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	77
Şekil 21: Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	78
Şekil 22: Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri.....	79
Şekil 23: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	82

Şekil 24: Sermaye artırımını yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	83
Şekil 25: Ortak satışı yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	84
Şekil 26: Sermaye artırımını ve ortak satışı yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	85
Şekil 27: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	88
Şekil 28: Piyasa değeri büyük şirketlerin hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	88
Şekil 29: Piyasa değeri küçük şirketlerin hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	89
Şekil 30: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	93
Şekil 31: Bakiyeyi yüklenim yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	94
Şekil 32: En iyi gayret aracılığı yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	95
Şekil 33: Kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	96
Şekil 34: Aracı kullanmaksızın ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	97
Şekil 35: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri	100
Şekil 36: Yıldız Pazar'da işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	100
Şekil 37: Ana Pazar'da işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	101
Şekil 38: Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	102
Şekil 39: Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	103
Şekil 40: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	106
Şekil 41: Halka arz sayısına göre sıcak piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	106
Şekil 42: Halka arz sayısına göre soğuk piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	107
Şekil 43: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri	110
Şekil 44: Halka arz tutarına göre sıcak piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	110
Şekil 45: Halka arz tutarına göre soğuk piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri	111

KISALTMALAR DİZİNİ

AR:	Anormal Getiri (Abnormal Return)
BİST:	Borsa İstanbul
CAR:	Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return)
GİP:	Gelişen İşletmeler Pazarı
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TOBB:	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB:	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
VOB:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

GİRİŞ

Küreselleşme ve teknolojik gelişmelerle beraber sermaye dünya çapında çok daha rahat ve hızlı şekilde hareket edebilmeye başlamıştır. Küreselleşmenin artması, uluslararası piyasaların birbiriyle daha çok etkileşim içinde olmasına ve herhangi bir piyasada meydana gelen bir olayın diğer piyasalara da hızla etki etmesine neden olmaktadır. Şirketler, içinde buldukları küreselleşme ve bunun sonucunda maruz kaldıkları rekabet ortamından dolayı ayakta kalabilmek adına kendilerini geliştirmek ve büyümek zorundadırlar. Şirketin büyümesi, kendisini geliştirmesi ise daha fazla fon kaynağına ihtiyaç duyması anlamına gelir. Bir şirket finansman ihtiyacını ya kendi iç finansman kaynaklarından ya da dış finansman kaynaklarından sağlayabilir. Ancak iç finansman kaynakları belli bir noktaya kadar yeterli olmaktadır, iç finansman kaynaklarının yetersiz hale gelmesi durumunda şirket dış finansman kaynaklarına başvurmak zorundadır ve bu dış finansman kaynakları ya şirketin bankalar vb. aracılığıyla borçlanması ya da halka arz olması anlamına gelmektedir. Şirketin borçlanması şirkete faiz yükünü yüklerken, kendi hisselerini halka arz etmesi şirkete yeni ortakların girişine neden olur ancak şirkete bu şekilde nakit sermaye girişi sağlanır.

Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler hem cari açık, hem de uzun vadeli finansman sorunu yaşamaktadır (Karan, 2013, s. 19). Gelişmekte olan bu ülkelerde sermaye birikiminin az olması nedeniyle fon açığı bulunmakta ve şirketler genellikle kısa vadeli ve yüksek maliyetli borçlanabilmektedirler. Ancak sermaye piyasaları, şirketlerin uzun vadeli kaynak temin etmesine imkân sağlamaktadır. Sermaye piyasaları, para piyasalarının aksine, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır ve bu piyasalarda şirketler kendi hisse senetlerini halka arz ederek, borçlanarak vb. uzun vadeli kaynak temin edebilirler. Böylece şirketler bir taraftan halka açılarak kendi fon ihtiyaçlarını sağlarken, diğer taraftan da sermaye piyasalarının daha çok gelişmesini ve derinleşmesini desteklemektedir (Çakır & Akkoç, 2015).

Bir ülkede sermaye piyasalarının gelişmesi ülkenin ekonomik gelişimini destekler. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasalarını ele alırsak, bu ülkelerdeki sermaye piyasaları diğer ülkelere nazaran çok daha fazla yatırımcının işlem yaptığı, çok daha fazla finansal ürün çeşitliliğinin olduğu, sermaye piyasasında çok daha büyük aktiflerin yer aldığı, daha derin piyasalardır (Teker & Özer, 2012). Yapılan çalışmalarda ülkelerin

ekonomik gelişmişlik düzeyleri ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyleri arasında yakın ilişki olduğu ve bu iki olgunun birbirlerinden ayrı ele alınamayacağı değerlendirilmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere, ülke dışından sermaye akımlarının gelmesi her ne kadar ani sermaye akımları nedeniyle finansal yapısı sağlam olmayan ülkelerde finansal krizlere neden olsalar da, o ülkenin büyümesine, makroekonomik dengelerinin gelişmesine neden olur (Altun & Mutan, 2007).

Hisse senetleri, şirketin bir kısmını temsil eden menkul kıymetlerdir. Şirketler, sermaye piyasalarında kendi paylarını halka arz ederek hem şirket büyümesi vb. için kaynak temin etmiş olurlar hem de halka arz olan bu şirketlere daha çok kişinin paydaş olarak katılmasıyla sermaye ve mülkiyet tabana yayılmış olur. Mülkiyetin tabana yayılmasıyla beraber gelir ülke ekonomisinde daha dengeli yayılır ve ekonomik büyüme hedeflerinin gerçekleştirilmesi için yarar sağlar (Sayılğan, 2013, pp. 88-89).

Ancak halka açılıp açılmama kararı bir şirket için zor bir karardır. Halka açılmanın yukarıdaki makroekonomik yararlarının ve şirkete fon girişi sağlamasının yanı sıra birçok avantajı ve dezavantajı bulunmaktadır. Finansal kaynağa ve sermaye piyasalarına kolay erişim, likidite, kurumsallaşma, ticari şöhret, itibar, reklam ve kredibilite olanağı, şirket değerinin yükselmesi halka açılmanın avantajları arasında yer alırken; kurumsal yönetim ilkelerine uyum yükümlülüğü, halka açılma işlemlerinin yüksek maliyeti ve uzunluğu, şirketin üzerine yüklenen yüksek performans baskısı, prestij kaybı korkusu vb. ise halka açılmanın dezavantajları arasındadır. Tüm bu unsurlar göz önüne alındığında aslında halka açılma kararı şirketler için oldukça zor bir karardır ve aslında bir zorunluluk değil bir seçenektir. Eğer şirket yaptığı değerlendirmeler sonucu halka açılma kararı verirse bir sonraki önemli adım şirketlerin halka açılmada belirleyeceği pay fiyatı ve halka açılma zamanlamasıdır. Özellikle hisse senedi fiyatlarının belirlenmesi oldukça zor ve önemlidir çünkü daha önce sermaye piyasalarında işlem görmeyen ve dolayısıyla herhangi bir borsa/piyasa fiyatı bulunmayan ilk kez halka arz olacak hisse senetlerinin fiyatlarının gerçeğe uygun belirlenmesi önem arz etmektedir. Hisse senedi fiyatını etkileyecek birçok faktör ve belirsizlik vardır. Şirketler paylarını ilk kez halka arz ederken belirli bir fiyat üzerinden piyasaya sunarlar ve bu hisse senetleri piyasada/borsada işlem gördükten sonra gerçek fiyatları belirlenir. Çünkü piyasa/borsa fiyatı gerçek bir arz-talep dengesi sonucunda oluşan bir fiyattır. Ancak borsada işlem gördükten sonra halka arz fiyatının doğru belirlenip belirlenmediği anlaşılabilir.

Hem ulusal hem de uluslararası literatürde ilk kez halka arz olan hisse senetlerinin fiyatlamasının doğru yapıp yapılmadığı fazlaca çalışılan konulardandır. Fama'nın Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre etkin bir piyasada herhangi bir şekilde piyasadan fazla getiri elde etmek mümkün değildir. Çünkü bu hipotez, hisse senedi fiyatlarının tüm piyasa bilgilerini yansıttığını ve herkesin eşit oranda aynı bilgiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Ancak gerek ulusal gerek uluslararası alanda, piyasada her zaman tüm bilginin eşit oranda dağılmadığı, herkesin her bilgiye aynı düzeyde sahip olmadığı ve piyasanın üzerinde getiri elde etmenin mümkün olduğu görülmüştür.

Düşük fiyatlandırma veya diğer adıyla ucuz fiyat etkisi literatürde kendisine oldukça yer bulmuş ve üzerinde çokça çalışma yapılmış bir anomali türüdür. Düşük fiyatlandırma; hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyata satılması anlamına gelmektedir. Bunun tam tersi yüksek fiyatlandırma ise hisse senedinin gerçek değerinden daha yüksek bir fiyattan satılmasıdır. Düşük fiyatlandırma, halka arz olan hisse senetlerinin gerçek değerinin altında fiyatlandırılması sebebiyle, yatırımcıların kısa vadede piyasa üstünde anormal getiri elde etmelerine neden olur ve piyasa üstü getiri elde etmek mümkün olduğu için düşük fiyatlamamanın olduğu piyasalar yarı güçlü formda dahi etkin piyasa sayılmazlar. Düşük fiyatlandırma, gelecekteki belirsizliklerin ve teoriler kısmında detaylandırılacak birçok faktörün sonucunda ortaya çıkabilir. Yurtiçi - yurtdışı belirsizlikler, aracı, ihraççı ve yatırımcının kendi çıkarları doğrultusunda fiyat belirleme davranışları birçok faktörden sadece bir kaçıdır (Cihangir & Kandil, 2009).

Finans sektöründe ilk halka arzlarda düşük fiyatlama genellikle kısa ve uzun vadede olmak üzere iki ayrı dönem bazında incelenmektedir. Ulusal ve uluslararası alanda yapılan çalışmalarda ilk gün düşük fiyatlaması ülke, piyasa ve zaman ayırt etmeksizin genel olarak kabul edilen bir olgudur. Ancak uzun vadeli çalışmalarda farklı sonuçlar ortaya çıkmakta; bazı çalışmalarda pozitif fiyat performansı görülürken, bazı çalışmalarda negatif fiyat performansı görülmektedir. Bu durumun nedeni olarak çalışmanın yapıldığı ülke/piyasa, çalışmanın ele aldığı dönem, çalışmanın yöntemi gibi birçok faktör gösterilebilir. Tüm bu faktörler uzun vadede fiyat performansının farklılaşmasına neden olmaktadır.

Düşük fiyatlama ile ilgili literatürde birçok teori bulunmaktadır. Bu teoriler farklı sınıflandırmalar altında incelenmiştir. Teoriler arasında, düşük fiyatlamamanın en önemli

nedeni olarak bilgi asimetrisi gösterilmektedir. Bilgi asimetrisi; Baron&Holmström'ün belirttiği üzere ihraççı-aracı kurum arasında olabilirken, Rock'ın belirttiği üzere farklı yatırımcı grupları arasında da olabilmektedir. Rock'a göre bilgi sahibi yatırımcılar düşük fiyatlanmış hisse senetlerini satın alırlar, bu durumda bilgi sahibi olmayan yatırımcıların talebi hisse senetleri için yeterli talebi oluşturamayacağı için bilgi sahibi yatırımcıları piyasaya çekmek ve hisse senetlerinin satın almasını sağlamak adına düşük fiyatlama yapılır. Bilgi asimetrisinden sonra düşük fiyatlama ile ilgili bir diğer önemli teori sinyal teorisidir. Sinyal teorisine göre şirketler hisse senedi fiyatlarını kullanarak yatırımcılara ve piyasaya kendi firmalarıyla ilgili beklentilerine dair sinyal verebilirler. Welch'in yatırımcıların kendilerinden önceki yatırım davranışlarını bir sinyal olarak algıladıkları çağlayan etkisi(cascade effect) ve Ibbotson'nın daha sonraki halka arzlar için 'yatırımcının ağızında iyi bir tat bırakmak' adına düşük fiyatlama yapıldığını belirttiği modeller de sinyal teorileri altında yer alır. Düşük fiyatlamaya dair öne sürülen diğer başlıca teoriler ise riskten kaçan aracı kurum hipotezi, sigorta hipotezi, pazarlama hipotezi ve son olarak sahiplik kontrol ve aracılık faaliyetleri hipotezleri örnek gösterilebilir. Söz konusu hipotezlere çalışmanın ikinci bölümünde detaylı olarak yer verilecektir.

Çalışmada ele alınan Borsa İstanbul, önemli ve gelişmekte olan bir borsadır. Türkiye diğer gelişmekte olan ülkeler gibi sermaye açıkları olan bir ülkedir, dolayısıyla fon ihtiyacı bulunmaktadır. Borsa İstanbul ise bir yandan ülke ekonomisine ihtiyaç duyduğu bu kaynağı sağlarken, diğer yandan şirketleri küresel rekabette hazırlamaktadır. Bir finans merkezi, içinde bulunduğu ülke ekonomisine katkı sağlar, istihdamı artırır, ülkeye uluslararası sermayeyi çeker. Gerek stratejik konumu gerek büyüme potansiyeli ile İstanbul bir finans merkezi olmak için uygundur ve öncelikle bölgesel daha sonra küresel bir finans merkezine dönüştürülmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda İstanbul Finans Merkezi kurulmaktadır ve bu yapının sermaye piyasası ayağını da Borsa İstanbul oluşturmaktadır (Gündoğdu & Dizman, 2013). Tüm bu nedenlerle Borsa İstanbul önemli bir gelişen piyasadır ve bu çalışmada incelenmektedir.

Türkiye'de gelişmekte olan bir piyasa olan İstanbul Borsası 1985 yılında İMKB'nin kuruluşunun ardından 1990'lı yıllarda büyük miktarda halka arzlara sahne olmuştur. Ancak 1990'ların sonunda ve 2000-2001 yıllarında meydana gelen krizler nedeniyle İMKB'de birçok yatırımcı büyük kayıplar yaşamıştır. Yaşanan bu finansal krizlerin ardından 2004'te bir toparlanma sürecine girilmiş fakat bu sefer de İMKB küresel

piyasaların durumundan etkilenmiştir. 2007 yılında ABD'de başlayan Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmeler ve 2008'de Lehman Brothers'ın iflası birden bire tüm dünyaya yayılmış ve küresel bir kriz halini almıştır. Bu kriz başta gelişmiş piyasalar olmak üzere tüm sermaye piyasalarında etkisini göstermiştir. Tam bu dönemde, 2008 yılında İMKB'de Halka Arz Seferberliği başlatılmış; ancak küresel krizin piyasaları etkilemesinden dolayı 2008-2009 yıllarında hedeflenen etkiyi göstermemiştir (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2010).

2009 yılından itibaren Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara oranla daha hızlı bir şekilde iyileşme sürecine girmiş ve 2010 yılından itibaren İMKB'deki halka arzlar artmıştır. 2008 yılında başlatılan Halka Arz Seferberliği'nin sonuçları 2010 yılında alınmaya başlanmıştır. Bu sebeple, 2010 yılı Türkiye'nin küresel krizi atlama ve Halka Arz Seferberliği'nin sonuçlarını almaya başlaması adına önemli bir yıldır. Son yıllarda Borsa İstanbul'la ilgili yapılmış çok fazla çalışmanın olmaması nedeniyle bu çalışmada, 2008 Küresel Finans Krizi sonrası yıllarda Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen ilk halka arzların fiyatlamasının gerçeğe uygun şekilde yapılıp yapılmadığının ve BİST'in etkin olup olmadığının ölçülmesi hedeflenmiştir. Ayrıca bu çalışma, literatürde BİST ile ilgili olarak yapılan çalışmalara göre çok daha kapsamlı ve düşük fiyatlama olgusunu birçok alt başlık altında inceleyen bir çalışmadır.

Bu çalışmanın amacı; 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatlamasının gerçeğe uygun yapılıp yapılmadığını yani halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlamasının varlığını ve Borsa İstanbul'un etkinlik düzeyini ölçmektir. Bu kapsamda ilk kez halka arz edilen hisse senetleri ilk gün getirisi ve kısa vadeli (15 işlem günü) performansı incelenecektir. Çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılarak hisse senetlerinin anormal günlük getirisi (AR) ve birikimli anormal getirisi (CAR) hesaplanacaktır. Çalışmada Ho hipotezine göre; ilk kez halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin halka arz edildiği gün ortalama anormal getirilerinin ve günlük kümülatif anormal getirilerin sıfıra eşit olduğu ve piyasa üstü getiri elde etmenin mümkün olmadığı varsayılmaktadır. Elde edilen bu getirilerin anlamlılık düzeyleri t-test ile ölçülecektir. Çalışmada ele alınan toplam 109 şirket yıllar, sektörler, halka arz yöntemleri, halka arza aracılık yöntemleri, şirketlerin piyasa değerleri, işlem gördüğü pazarlar ve sıcak/soğuk piyasalarda halka arz olmalarına göre ayrı ayrı incelenmekte ve bu farklılıkların ilk gün anormal getirileri

üzerindeki etkisi test edilmektedir. Olay tarihi üzerinden geçen sürenin uzaması, hisse senedi fiyatlarının başka birçok faktörden etkilenmesine neden olduğu için toplam süre 15 iş günü ile sınırlandırılmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde; ilk halka arz kavramı, halka arz olmanın avantajları ve dezavantajları, halka açılmada aracılık yöntemleri, halka açılmada satış yöntemleri, halka açılma yöntemleri, halka arz zamanlaması ile BİST ve halka arz başlıklarına yer verilmektedir. İkinci bölümde; ilk halka arzlarda ortaya çıkan düşük fiyatlama kavramı üzerinde durularak, düşük fiyatlama ile ilgili teorilerden ve hem ulusal hem de uluslararası alanda yapılmış çalışmalardan bahsedilmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde; 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin performansları olay etüdü yöntemine göre ölçülmekte, ayrıca elde edilen ilk gün anormal getirileri ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılık düzeyleri t-test ile ölçülerek elde edilen sonuçlar yorumlanmaktadır. Sonuç bölümünde ise çalışmada elde edilen bulgulara dair genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

1.BÖLÜM

İLK HALKA ARZ

1.1. HALKA ARZ VE İLK HALKA ARZ TANIMI

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan tanıma göre; *'Halka arz: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı'* (Sermaye Piyasası Kanunu(6362), 2015) ifade etmektedir. Bir diğer tanıma göre ise;

'Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması veya halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi veya hisse senetlerinin borsalar veya organize olmuş diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi veya Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı anlamlarına gelmektedir.'
(Sayılğan, 2013, s. 119)

Kısaca ilk halka arz; borsada daha önce işlem görmeyen bir şirketin hisse senetlerinin ilk defa borsada alım satımına konu olmasıdır.

Halka arz ve halka açılma kavramları sıklıkla birbirinin yerine kullanılsalar da bu kavramları birbirlerinden ayırt etmek gerekmektedir. Eğer bir şirket daha önce halka arz edilmiş bir şirketsen ve ek kaynak için tekrar hisse senetlerini ihraç ediyorsa; bu durumda şirket (ikincil) halka arz yapmaktadır. Yani şirket hali hazırda borsada işlem gören hisselerine ek olarak yeni hisse senetlerini arz etmektedir. Ancak bir şirket daha önce paylarını halka arz etmemişse ve halka kapalı bir şirketsen bu durumda hisse senetlerini birincil sermaye piyasasına sunarak halka açılma yani ilk halka arzı gerçekleştirir. Ayrıca bu iki kavram arasındaki bir diğer önemli bir fark, bu çalışmada asıl üzerinde durulacak fiyatlama konusudur. İkincil halka arz yapan bir şirket hisse senetlerini fiyatlandırırken daha önceden arz ettiği ve borsada belli bir fiyattan işlem gören pay senedi fiyatlarını temel alırken, halka açılan bir şirket için fiyat belirleme konusu çok daha zor ve önemli bir konudur.

Genel olarak bakarsak, halka arzın birçok nedeni vardır ve halka arz ülke ekonomisinin gelişmesi açısından çok büyük önem taşır. Aşağıda detaylarına değinileceği üzere, şirketler finansman ihtiyacı duymaktadır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde hem cari açık hem de uzun vadeli finansman sorunu yaşanmaktadır. Bu açıdan halka arz; yerli ve yabancı yatırımcıların çekilmesi, yastık altındaki birikimlerin değerlendirilmesi vb. açısından büyük önem taşımaktadır. Şöyle ki; bir ülkede halka arz edilen şirketlerin sayısı arttıkça sermaye piyasaları derinleşir, şirketler paylarını halka arz ederek bir gelir/kaynak sağlarken tasarruf sahiplerinin yatırımları da reel sektöre aktarılır, dolayısıyla reel sektör gelişimi desteklenir. Ayrıca şirketlerin halka açılması yani ilk halka arz ile şirketler üzerindeki denetim mekanizmaları artacağı için kayıt dışı ekonomi azaltılır ve devletin vergi gelirleri artar. Tüm bu sebeplerden dolayı ülke kalkınması hızlanır ve ekonomi güçlenir.

Ancak halka açılma kararı bir şirket için kolay bir karar olmayıp, birçok avantaj ve dezavantaja sahiptir.

1.2. HALKA AÇILMANIN AVANTAJLARI

Halka açılmanın birçok avantajı bulunmaktadır. Genel olarak halka arz olmanın başlıca avantajları şunlardır;

1.2.1. Finansal Kaynağa ve Sermaye Piyasalarına Kolay Erişim

Şirketler hem kendi günlük faaliyetlerini yürütmek, hem de yeni yatırımlar yapabilmek için finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu finansal kaynakları iki şekilde sağlayabilirler; birincisi yabancı kaynaklar iken ikincisi ise kendi öz kaynaklarıdır.

Yabancı kaynaklar; şirketin borçlanma yoluyla elde edebileceği kaynaklar iken öz kaynaklar; ya şirketin ortaklarından elde ettiği sermaye ya da kendi faaliyetleri dolayısıyla elde ettiği geliri ifade etmektedir. Borçlanma şirkete bir faiz yükümlülüğü getirirken, öz kaynak ile finansal kaynak sağlamak şirkette ortakların kar beklentisini yüklemektedir. Her ne kadar ortakların beklediği getiri, borçlanma yoluyla şirket üzerine binen faiz getirisinden daha yüksek olsa da borçlanma şirket riskini artıracığı için öz kaynak yolu ile finansal kaynak elde etmek şirketler için çoğu zaman avantajlı bir

durumdur. Zira yabancı kaynağın aksine öz kaynak ile finansman şirkete bir geri ödeme yükümlülüğünü yüklememektedir. Şirketler halka arz olarak hem kolaylıkla öz kaynak elde ederler hem de faiz ödemek durumunda kalmadıkları için şirket riskini azaltabilirler. Böylelikle şirketler hem büyümelerini finanse edebilir hem de borçlarını azaltarak sermaye yapılarını optimize edebilirler.

Ayrıca halka arz olmuş şirketler diğer şirketlere oranla çok daha rahatlıkla sermaye piyasalarına erişim sağlayabilmektedirler. Sermaye piyasalarına kolay erişim sağlaması şirketlerin ekstra finansman ihtiyacı duyması halinde öz kaynakları veya borçlanma yoluyla finansman sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Eğer bir şirket öz kaynak finansmanı istiyorsa 2. halka arz (sermaye artırımı) yoluyla rahatlıkla finansman ihtiyacını sağlayabilmektedir veya yine halka açık şirketler diğer şirketlere nazaran daha detaylı denetimlere tabi olması ve dolayısıyla şirket risklerinin diğer şirketlerden daha düşük olması nedeniyle çok daha kolay ve ucuz bir şekilde borçlanabilmektedirler.

1.2.2. Likidite

Halka açık şirketler diğer şirketlere nazaran çok daha likitlerdir. Halka açık şirketlerinin pay değerleri, halka kapalı şirketlere nazaran çok daha kolay bir şekilde tespit edilerek şirket değerinin çok daha açık bir şekilde değerlendirilebilmektedir.

Likit olmak; eğer bir halka açık şirketin pay sahibi elindeki hisse senetlerini satmak veya yeni hisse senetleri almak isterse diğer şirketlerin pay sahiplerinden çok daha rahat, hızlı ve piyasa değeri üzerinden bu işlemleri gerçekleştirebileceği anlamına gelmektedir.

1.2.3. Kurumsallaşma

Halka açık şirketler sermaye piyasalarında işlem görmesi sebebiyle SPK ve Borsa kural ve denetimlerine tabidirler. Ayrıca halka arz olan şirketlerin mali tabloları belirli periyodlarla bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Söz konusu bu denetimler sayesinde, borsada işlem gören şirketlerin ve borsanın güvenilirliği, şirketlerde şeffaflık ve hesap verebilirlik sağlanır, kurumsal yönetim ilkelerine uyulur. Böylece şirket

faaliyetleri ülkemizde de son derece yaygın olan aile şirketi yapısından çıkarak kişilerin varlığından ziyade kurumsal süreçlere bağlı olur.

1.2.4. Ticari Şöhret, İtibar, Reklam ve Kredibilite Olanığı

Halka açılan bir şirketin şeffaflık ilkesi gereği verilerini kamuoyuna duyurması, onun ulusal ve uluslararası piyasalarda tanınırlığını arttırmaktadır. Ayrıca bir şirketin paylarının borsada işlem görmesi, bu şirketin yukarıda belirtildiği üzere ekstra denetimlerden geçtiğinin göstergesidir. Halka açık bir şirketin diğer şirketlere nazaran çok daha fazla denetimden geçmiş olması onu çok daha güvenilir bir şirket haline getirir. Bu şekilde hem müşteriler hem kredi verenler (bankalar vb.) hem de tedarikçiler nezdinde şirketin tanınırlığı, itibarı vb. dolayısıyla kredibilitesi artar.

1.2.5. Şirket Değerinin Yükselmesi

Halka açılma bir şirkete yeni öz kaynak sağlamak demektir. Dolayısıyla şirketin bir taraftan öz kaynakları artarken diğer taraftan üzerine bir faiz yükü vb. binmemiş olur. Bu durum şirket değerini artırır. Ayrıca yukarıda bahsettiğimiz likidite yani hissedarların paylarını piyasa değeri üzerinden kolay ve hızlı yolla satabilmesi, şirketin kurumsallaşmasından dolayı diğer şirketlere göre daha deneyimli ve bilgili görünmesi, şirket ile ilgili bilgilere daha rahat ulaşılabilmesi vb. nedenlerle hissedarlar gözünde şirketin değeri artmaktadır (Elmas, 2012, p. 15).

1.3. HALKA AÇILMANIN DEZAVANTAJLARI

Şirketler için halka açılma birçok avantajı olduğu gibi birçok dezavantajı da bulunmaktadır. Aslında genel olarak halka açılmada ele aldığımız avantajlar şirketler için bazen dezavantajlara dönüşebilmektedir. Şöyle ki sırasıyla dezavantajları ele alırsak;

1.3.1. Halka Açılmanın Yüksek Maliyeti ve İşlem Uzunluğu

Halka açılma işlemleri sırasında prosedürlerin uzun olması ve bu prosedürleri yüksek maliyetinin olması şirketler için bir dezavantajdır.

1.3.2. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Yükümlülüğü

Halka açılmak şirketlere kamuoyunu aydınlatma, adillik, şeffaflık ve sorumluluk yükümlülükleri getirir. Bu kapsamda şirketlere getirilen mali tablolarda ve raporlarda bağımsız denetim zorunluluğu, periyodik olarak bu raporların yayınlanma zorunluluğu, izahname ve sirküler düzenleme sorumluluğu, kar dağıtım sorumluluğu ve normal şirketlere nazaran çok daha ciddi ve ağır koşulları olan genel kurul düzenleme zorunluluğu gibi diğer zorunluluklar şirketlerin maliyet ve giderlerini arttırmaktadır.

Ayrıca şirketler, kamuoyunu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirirken aslında ticari sınırlarını ve kendilerine rekabet gücü sağlayan çeşitli unsurları kamuoyu ile paylaşma endişesi yaşamaktadırlar.

1.3.3. Yüksek Performans Baskısı

Pay sahipleri hisse senedi alarak temettü getirisi ve bunun yanı sıra hisse senedi değerindeki artışı hedeflerler. Dolayısıyla bu durum halka açık şirketler üzerinde daha yüksek bir performans gösterme baskısı yaratmaktadır.

1.3.4. Prestij Kaybı Korkusu

Şirketler paylarını halka arz ettikleri zaman yeterli talep olmamasından, bu nedenle düşük fiyatlandırma olabileceğinden veya borsada hisse senetlerinin fiyatlarının gerçekçi bir şekilde yansıtılmamasında çekinmektedirler.

1.3.5. Vergisel Avantajın Olmaması

Yukarıda belirtilen birçok ekstra yükümlülüğün yanı sıra halka açık şirketlerin diğer şirketlerden ayrı olarak herhangi bir vergisel avantajı bulunmamaktadır.

1.3.6. Şirket Hisselerinin Ele Geçirilme İhtimali

Şirket ortakları halka açılma sonrasında şirket üzerinde kullandıkları yönetim ve denetim haklarının kısıtlanma ihtimalinden çekinmektedirler. Ayrıca şirketin hisse

senetlerinin başka şirketler tarafından ele geçirilme ihtimali yani yönetimdeki kontrolün tamamen kaybedilmesi de şirket ortakları için ayrı bir tehdittir (Elmas, 2012, p. 17).

1.4. HALKA AÇILMADA ARACILIK YÖNTEMLERİ

Şirketler, kendileri doğrudan ya da bir aracı kurum vasıtasıyla halka açılabilirler. Şirketlerin kendi hisse senetlerini her hangi bir aracı kurum kullanmadan doğrudan halka arz etmesi aracı kurum maliyetlerini, aracı kurum kaynaklı düşük fiyatlamayı vb. azaltabilir. Ancak şirketlerin aracı kurumlar vasıtasıyla dolaylı bir şekilde paylarını halka arz etmeleri de mümkündür. Dolaylı ihraçta her ne kadar aracılık maliyetleri ve düşük fiyatlama ihtimali daha yüksek olsa da, halka açılan şirketler aracı kurumların halka arz ve piyasa ile ilgili konulardaki tecrübelerinden faydalanmak adına aracı kurum vasıtasıyla halka açılmayı tercih edebilirler.

Halka açılmada aracılık yöntemlerine değinmeden önce aracı kurum tanımı incelenmelidir. Şirketlerin halka açılmasına yardımcı olan kurumlara aracı kurum denilmektedir. Aracı kurumlar, sermaye piyasalarında fon sunan yatırımcılar ile fon ihtiyacı olan ve fon talep eden şirketler arasında bir köprüdür. Aracı kurumlar, fonların fon fazlası olan kesimden fon ihtiyacı olan kesime aktarılmasını sağlar (Sayılğan, 2013, p. 66).

Aracı firmalar hem halka açılan şirketin hisse senedi fiyatını belirlemede hem de bu hisse senetlerinin borsada satılmasında ilgili şirkete yardımcı olur.

Halka arza aracılık yöntemleri ise şöyledir;

1.4.1. En İyi Gayret Aracılığı

En iyi gayret aracılığı yönteminde, aracı firma ihraççı firmaya izahnamede belirtilen süre içinde hisse senetlerini satmayı, süre sonunda satılmayan hisse senetlerini ihraççı firmaya iade etmeyi taahhüt eder. Bu aracılık yönteminde aracı firma sadece satışa aracı olur, bunun dışında başka bir sorumluluk üstlenmez.

1.4.2. Aracılık Yüklenimi

Aracılık yükleniminde ise aracı firma yine satışa aracılık eder ancak bu aracılığın yanı sıra ihraççı firmaya satışın bir kısmını veya tamamını taahhüt eder. Dolayısıyla aracı firma satışa aracılık dışında hisselerin bir kısmının veya tamamının alım sorumluluğu üstlenmektedir.

1.4.2.1. Bakiyeyi Yüklenim

Bu yöntemde aracı firma hisse senetlerinin satışına aracılık eder, satış süresinin sonunda eğer satılmayan hisse senetleri varsa bu senetlerin tutarının tamamını ihraççı firmaya öder.

1.4.2.2. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

Bu yöntemde de aracı firma hisse senetlerinin satışına aracılık eder, ancak satış süresinin sonunda eğer satılmayan hisse senetleri varsa bu senetlerin bir kısmını ihraççı firmaya öder.

1.4.2.3. Tümünü Yüklenim

Tümünü yüklenim yönteminde henüz satış süreci başlamadan hisse senetlerinin tamamını aracı firma ihraççı firmadan satın alır ve bedelini firmaya öder. Daha sonra bu hisse senetlerinin satışını gerçekleştirir.

1.4.2.4. Kısmen Tümünü Yüklenim

Kısmen tümünü yüklenim yönteminde ise henüz satış süreci başlamadan hisse senetlerinin bir kısmını aracı firma ihraççı firmadan satın alır ve bedelini firmaya öder. Daha sonra hisse senetlerinin satışını gerçekleştirir.

1.5. HALKA AÇILMADA SATIŞ YÖNTEMLERİ

Halka arzlarda genel olarak 3 satış yöntemi bulunmaktadır;

1.5.1. Talep Toplama Yöntemi

- Sabit fiyatla talep toplama yöntemi: Halka arz edilen hisse senedi için ihraççı tarafından sabit bir fiyat belirlenir.
- Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi: Halka arz edilecek hisse senetleri için ihraççı minimum bir fiyat belirler ve bunun üzerindeki fiyat tekliflerini alır.
- Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi: İhraççı taban ve tavan fiyatı (tavan fiyatı taban fiyatının en çok %20 fazlası olacak şekilde) belirleyerek bir fiyat aralığında talepleri toplar.

1.5.2. Borsada Satış Yöntemi

Bir şirketin hisse senetlerinin doğrudan Borsa birincil piyasada halka arzıdır. Diğer talep toplama yöntemleri borsa dışında uygulanan yöntemlerdir.

1.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Halka arz edilecek hisse senetleri için belirli bir fiyat tespit edilir ve daha önceden herhangi bir talep toplamaksızın hisse senetleri halka arz edilir. Bu yöntem, borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerde veya daha önce talep toplanmış ancak yeterli satış yapılamamış hisse senetlerinin kalan paylarının satılması için kullanılır.

İlk kez halka arz edilecek şirketlerde yukarıdaki üç yöntemden sadece ikisi; talep toplama yöntemi veya borsada satış yöntemi kullanılabilir. Gelişen İşletmeler Pazarı'nda ise yalnızca borsada satış yöntemi kullanılarak şirketler halka açılabilir (Borsa İstanbul).

1.6. HALKA AÇILMA YÖNTEMLERİ

Halka açılma kararı vermiş olan şirketler 3 şekilde halka açılabilirler; mevcut payların satışı, sermaye artırımını ve ilk iki yöntemin bir arada kullanılması.

1.6.1. Yeni Payların Satılması Yoluyla Halka Arz (Sermaye Artırımı)

Şirketlerin ilk halka arzında genellikle kullanılan yöntem sermaye artırımını yani yeni payların çıkarılması yöntemidir. Sermaye artırımını yapan şirketler, ortakların yeni pay alma hakkını kısmen veya tamamen sınırlayabilirler. Bu yöntemin portföyden satış yöntemine göre avantajı; nominal bedelin üzerinde halka arz edilen hisse senetlerinden gelen tutarın doğrudan şirketin kasasına girmesi, şirkete doğrudan finansman kaynağı sağlanmasıdır. Şirket bu yöntemle elde ettiği geliri şirketle ilgi istediği finansman ihtiyacında kullanabilmektedir.

1.6.2. Mevcut Payların Satılması Yoluyla Halka Arz (Portföyden Satış)

Şirketin pay sahipleri, sahip oldukları hisselerin bir kısmını veya tamamını borsada veya borsa dışında satabilirler. Bu yöntemde, nominal değeri üzerinde satılmasından kaynaklanan prim dahil hisse senedinin satışından sağlanan gelir, ilk halka arz işlemi gerçekleştiren gerçek/tüzel kişi olan pay sahibine kalır. Pay sahipleri elde ettikleri bu geliri kendi tasarrufları doğrultusunda kullanırlar, elde edilen gelirin şirkete geri dönmesi(şirket sermayesine konulması, şirkete borç verilmesi vb.) zorunlu değildir.

1.6.3. Karma Yöntem

Karma yöntemde halka arz olacak şirketler yukarıdaki iki yöntemi bir arada kullanırlar. Böylece hem mevcut paylarının satışından pay sahipleri gelir elde ederler, hem de yeni çıkarılan payların satışından şirket gelir elde eder.

1.7. HALKA ARZLARDA ZAMANLAMA

İlk kez halka arz olan bir şirketin hangi piyasa koşulları içerisinde halka arz edileceği önem taşımaktadır. Şirketin kendi özellikleri, halka açılma yöntemleri, satış yöntemleri kadar içerisinde bulunduğu sektörün durumu ve genel olarak da sermaye piyasalarının koşulları da önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarının durumu her ne kadar halka arz başarısı için tek belirleyici etken olmasa da, genel olarak halka arzın başarısını ya da halka arzdan firmanın elde edeceği yarar düzeyini etkilemektedir (Başpınar, 2008, p. 22).

Genel olarak sermaye piyasaları yükselen/sıcak ve düşen/soğuk piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Ancak bazı çalışmalarda piyasalarda herhangi bir yükseliş/düşüş trendi mevcut olmadığında bu piyasalara üçüncü bir ayırım olarak normal piyasalar denilmektedir. Bu çalışmada piyasalar genel olarak yükselen/sıcak ve düşen/soğuk piyasalar olarak ele alınacaktır.

1.7.1. Yükselen/Sıcak Piyasalarda Halka Arz

Sıcak piyasalar genel olarak sermaye piyasalarının yükselme trendi içerisinde olduğu, halka arz olan şirket sayısının yüksek olduğu ve bu arz olan şirketlere yüksek talebin bulunduğu piyasalardır. Bazen tüm sermaye piyasası yerine bir sektörde de söz konusu durum gerçekleşebilmektedir.

Halka açılan şirketin performansını etkileyen birçok faktör vardır. Ancak bu faktörlerin dışında bir şirketin sıcak piyasalarda halka arz olması mantıklıdır. Zira hem şirketin halka açıldığı gün hem de halka arzı takip eden kısa dönemde piyasa tarafından talep görmesi önemli bir unsurdur.

Sıcak piyasalarda hem ekonomik koşulların iyi olması, hem de şirketlerin birbirleri üzerindeki etkisiyle bir halka arz furyası başlayabilir. Bu durum hem daha fazla getiriye neden olurken hem de düşük fiyatlı söz konusu olabilir.

1.7.2. Düşen/Soğuk Piyasalarda Halka Arz

Soğuk piyasalar ise piyasa koşullarının daha olumsuz olduğu, beklenen nakit akışlarının azaldığı, daha az şirketin halka arz olduğu, daha az talebin gerçekleştiği ve daha az düşük fiyatlamanın olduğu piyasalardır.

Sıcak piyasalarda olduğu gibi, halka arz olan şirketin özel koşullarından bağımsız olarak soğuk piyasalarda bir şirketin halka arz edilmesi başarısızlık ihtimalini artırır ve halka arz sonucu elde edilecek faydanın azalmasına neden olabilir. Zira piyasadaki kötü koşullar, kötü beklentiler halka arz olan hisse senetlerine olan talebin azalmasına neden olmaktadır.

1.8. İLK HALKA ARZDA FİYATLANDIRMA

İlk halka arzda en önemli ve en zor karar verilen karar halka arz edilecek hisse senedinin fiyatlandırmasıdır. Yukarıda da belirtildiği üzere, ilk halka arzın birçok tarafı vardır. İhraççı firma, aracı kurum ve yatırımcılar birbirlerinden farklı beklentilere sahiplerdir ve bu farklı beklentiler çıkar çatışmasına neden olmaktadır. İhraççı firma hisselerini ihraç ederken mümkün olan en yüksek fiyattan ihraç etmek ister, böylelikle en yüksek hasılatı elde etmeye çalışır. Yatırımcı ise mümkün olan en düşük fiyattan hisse senetlerini almak, böylelikle kısa vadede yüksek getiri elde etmek ister. İlk halka arzın üçüncü tarafı olan aracı şirketin durumu ise ihraççı ve yatırımcı kadar net değildir. Aracı şirket ihraççı ile yatırımcı arasında bir köprü vazifesi gördüğü için her iki tarafı da memnun etmeye çalışmaktadır. Eğer ihraççı firmayı memnun etmek için hisse senedi fiyatlarını yüksek tutarsa yatırımcılar tarafından yeterli alım olmayabilir, bu durumda ihraç başarısız olur ayrıca firmanın elde ettiği komisyon azalır. Eğer yatırımcıyı memnun etmek için hisse senedi fiyatını düşük tutarsa, ihracatçı firma ihraçtan vazgeçebilir veya bir sonraki halka arz sürecinde başka bir aracı firmayı tercih edebilir. Bu yüzden aracı kurumların hem her iki tarafı memnun edecek, hem de kendi karını maksimize edecek bir fiyat belirlemesi gerekmektedir. Ancak yapılan çalışmalarda genel olarak bu fiyat belirlemede aracı kurumların düşük fiyat belirleme eğiliminde olabildikleri görülmüştür (Elmas, 2012, p. 69).

İlk halka arzda hisse senedi fiyatları genel olarak iki yöntemle belirlenmektedir;

1.8.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Net bugünkü değer(indirgenmiş nakit akımları) yöntemi, gelecekteki nakit akımlarının belirli bir iskonto oranını kullanarak günümüzdeki değerinin bulunmasıdır. Bu yöntemde şirketin hem gelecekteki nakit akımlarını tahmin etmesi hem de hangi iskonto oranını kullanacağına karar vermesi gerekmektedir. Bu yöntem paranın zaman değerini göz önüne alan bir yöntemdir. Mantığı basit olan bu yöntemde gelecek nakit akımları ile kullanılacak iskonto oranını doğru tahmin edebilmek kolay değildir. Şirket gelecekteki nakit akımlarını tahmin etmek için hem içinde bulunduğu yılın hem de geçmiş yılların nakit akımlarını kullanarak geleceğe dair bir nakit akım tablosu oluşturması gerekmektedir. Ayrıca iskonto oranına da karar vermek zor olup genellikle ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır.

1.8.2. Piyasadaki Benzer Firmaların Oranlarından Faydalanma Yöntemi

Hisse senetlerinin fiyatlarını belirlemek için bir diğer yol ise piyasada yer alan benzer firmaların oranlarından faydalanarak şirketlerin kendi hisse fiyatlarını belirlemesidir. Bu kapsamda; fiyat kazanç oranı yöntemi, fiyat nakit akım oranı yöntemi, piyasa değeri defter değeri yöntemi kullanılabilir.

Halka açılan şirketin hisse senetlerinin fiyatlandırmasının doğru yapıp yapılmadığı ilk işlem gününün sonunda anlaşılabilir. Eğer halka ilk kez arz edilen bu hisse senedinin halka arz fiyatı doğru belirlenip piyasaya sunulursa, hisselerin bir gün sonunda elde ettiği getiriler piyasa getirilerine yakın olur. Ancak hisse senetlerinin gün sonu getirisi piyasa getirisinden farklılaşıyorsa, yüksek ya da düşük fiyatlama yapılmış demektir. Hisse senedi düşük fiyatlandırılırsa, birinci gün sonunda piyasadaki çok daha yüksek getiri getirir; eğer hisse senedi yüksek fiyatlandırılırsa gün sonunda ihraç edildiği fiyatın altına düşerek yatırımcılara zarar ettirir. Uluslararası alanda yapılan birçok çalışma ilk kez halka arz olan hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında genellikle düşük fiyatlama anomalisinin ortaya çıktığını koymuştur ve yine yapılan araştırmalarda bu düşük fiyatlandırmanın büyük oranda aracı firmalardan kaynaklandığı tespit edilmiştir.

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen ve düşük fiyatlamaya neden olan en önemli faktör genel olarak geleceğe dair belirsizliktir. Eğer gelecekteki belirsizlik azaltılırsa

düşük fiyatlama eğilimi de azalır. Dolayısıyla aşağıda yer alan düşük fiyatlamayı etkileyen faktörleri bu açıdan ele alabiliriz.

Kıymaz (Kıymaz, 1997) ilk halka arzda düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler olarak şu faktörleri göstermiştir;

✓ aktif büyüklüğü

Bir firmanın aktif büyüklüğü ne kadar fazla ise geleceği ve gelecekteki performansı hakkında belirsizliği o kadar azalır. Dolayısıyla firmanın aktif büyüklüğünün düşük fiyatlama ile ters yönlü bir ilişkisi vardır.

✓ firma yaşı

Bir firmanın halka açılmadan önce ne kadar süre faaliyet gösterdiği firma ile ilgili belirsizlikleri azaltacağı için firma yaşının düşük fiyatlama ile ters yönlü bir ilişkisi vardır.

✓ halka açılma oranı

Halka açılma oranı çift yönlü ele alınabilecek bir faktördür; şöyle ki birinci durumda eğer halka açılma oranını firma düşük çaplı tutarsa bu durum firma sahiplerinin firmalarına olan güvenini gösterir ve piyasa tarafından olumlu algılanır. Dolayısıyla bu durumda halka açılma oranı, düşük fiyatlama ile ters yönlü bir ilişki içerisinde olur.

İkinci durumda ise, firmanın halka arz oranının düşük tutulması firma sahiplerinin hisselerini satamama korkusundan kaynaklandığı şeklinde algılanırsa, ortaya çıkan belirsizlik düşük fiyatlamayı tetikleyecek, dolayısıyla düşük fiyatlama ile halka açılma oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olacaktır (Kıymaz, 1997).

✓ halka arz yöntemi

Yukarıda da bahsedildiği üzere iki türlü halka arz yöntem vardır. Bunlardan birincisi mevcut payların halka satışı, ikincisi ise sermaye artırımını ile yeni payların ihracıdır. Mevcut payların halka satışında halka arz edilen hisselerin gelirleri firmaya değil

hâlihazırdaki pay sahiplerine kalmaktadır. Dolayısıyla halka arzdan sağlanan gelir firmanın istediği gibi kullanılamaz, yatırım amaçlarına yönlendirilmez. Bu durum hisse senetlerinin performansı üzerinde belirsizliğe yol açtığı için düşük fiyatlandırma ile pozitif yönlü bir ilişki içerisindedir. İkinci yöntem olan sermaye artırımını ile yeni payların ihracı yönteminde ise halka arzdan elde edilen gelir firmaya kalmakta ve firmanın istediği gibi kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu gelir sayesinde firmanın mali durumu güçlenmektedir ve hisse senetlerinin belirsizliği azalacağı için düşük fiyatlandırma ile ters yönlü bir ilişki içerisindedir.

- ✓ toplam halka arz tutarı

Küçük çaplı halka arzlar daha büyük çaplı halka arzlarla oranla daha spekülâtif olabilmektedir. Bu nedenle eğer firmanın halka arz ettiği hisseleri artarsa belirsizlik azalacaktır, dolayısıyla düşük fiyatlandırma ile toplam hasılat ters yönlü bir ilişki içindedir.

- ✓ standart sapma

Rock'un bahsettiği yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisine göre farklı yatırım sınıfları hisse senetlerine dair farklı bilgi düzeylerine sahiplerdir. Bu durum iki grup arasındaki bilgi asimetrisini çoğaltacağı için beklenen getirileri yükseltecektir yani düşük fiyatlamayı tetikleyecektir. Dolayısıyla standart sapma ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır (Kıymaz, 1997).

1.9. BORSA İSTANBUL VE İLK HALKA ARZ

1.9.1. Borsa İstanbul Öncesi Dönem

Türk Sermaye Piyasalarının geçmişi 1873 Dersaadet Tahvilat ve Ethem Borsası'na kadar dayanmaktadır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, ardından 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Daha sonra 1984 yılında temelleri atılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın(İMKB) 1986 yılında açılışı yapılmıştır.

İMKB döneminde genel olarak önemli tarihlere göz gezdirecek olursak; 1987 yılında borsa endeksleri haftalık yerine günlük olarak hesaplanmaya başlanmıştır, 1989 yılında

yabancı yatırımcılara imkan sağlanmıştır, 1993 yılında İMKB'de bilgisayarlı alım satım başlamıştır. 1994 yılında borsadaki seans sayısı 2'ye çıkarılırken, 1999 yılında Borsa'daki endekslerden 2 sıfır atılmış, 2001 yılında da Borsa'ya uzaktan erişim sağlanmıştır.

2012 yılında ise yeni Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, ardından 2013 yılında Borsa İstanbul kurulmuştur.

1.9.2. Borsa İstanbul Dönemi

30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle beraber Kanun'un 138. maddesi uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. borsacılık faaliyetleri yapmak üzere aynı tarihte kurulmuş, 3 Nisan 2013 tarihinde de faaliyet iznini almıştır.

Borsa İstanbul; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'ni kendi bünyesinde birleştirerek bir çatı borsa halini almıştır. Böylelikle Borsa İstanbul, menkul kıymet piyasalarının yanı sıra türev araç ve kıymetli maden piyasalarını da bünyesinde toplamıştır.

Önceki dönemde yalnızca VOB bir anonim şirket olarak yapılandırılmışken, İMKB ve İstanbul Altın Borsası kamuya aitti. Borsa İstanbul ise A.Ş. özelliği taşımakta olup tüzel kişiliğe sahiptir. Kuruluşunda Borsa İstanbul'a ait payların %51'i BİST AŞ, %49'u Hazine Müsteşarlığı(Hazine ve Maliye Bakanlığı) adına kaydedilmiş, her ne kadar Kanunda belirtilen 3 yıllık süre içerisinde gerçekleştirilemese de BİST AŞ'nin elinde bulunan payların süreç içerisinde devredilerek BİST'in daha özel bir yapıya kavuşması planlanmıştır.

1.9.3. BİST Pazarları

Borsa İstanbul altında ; (i)Pay Piyasası ,(ii)Borçlanma Araçları Piyasası, (iii)Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ve (iv) Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası olmak üzere dört piyasa bulunmaktadır.

Halka arzlar ile ilgili olarak bu çalışmada asıl ele alınacak olan ve Borsa İstanbul'da şirket paylarının işlem göreceği piyasa Pay Piyasası'dır. Pay Piyasası kendi içinde; Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı, Yakın İzleme Pazarı, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı, Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı, Piyasa Öncesi İşlem Platformu olarak ayrılmaktadır.

Genel olarak inceleyecek olursak; halka açık şirket değeri 100 Milyon TL'den fazla olan veya BİST 100 kapsamında yer alan şirketler Yıldız Pazar'da; halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde olan ancak 100 Milyon TL'ye ulaşamayan dolayısıyla Yıldız Pazar kapsamına girmeyen şirketler Ana Pazar'da; piyasa değeri 25 Milyon TL'nin altında yer alan ancak gelişme potansiyeline sahip şirketler de Gelişen İşletmeler Pazarı(GİP)'nda işlem görmektedir. GİP'de SPK tarafından kayda alınmış ancak Borsa'ya kote olamayan şirket payları işlem görmektedir. GİP'de yer alan bu şirketleri seçerken gözetilen esas kriter; her ne kadar kotasyon şartlarını sağlayamamaları da şirketlerin gelişme potansiyelidir. Bu sayede henüz kotasyon şartlarını sağlayamayan ancak gelişme potansiyeline sahip şirketlerin ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem gördüğü ayrı bir piyasa (GİP) oluşturulmuştur (Borsa İstanbul).

1.9.4. BİST'te Halka Arz Seferberliği

İMKB'nin 1986 yılında açılmasının ardından yasal düzenlemelerin yapıldığı 1990 yılına kadar ilk halka arzlar istenilen düzeyde gerçekleşmemiştir. Ancak 1990 yılından itibaren yasal düzenlemeler ile birlikte artan ilk halka arzlar, 2001 kriziyle birlikte azalmıştır (Elmas, 2012, p. 33). İMKB döneminde halka arz olan şirketlerin sayısı aşağıdaki tablodaki gibidir;

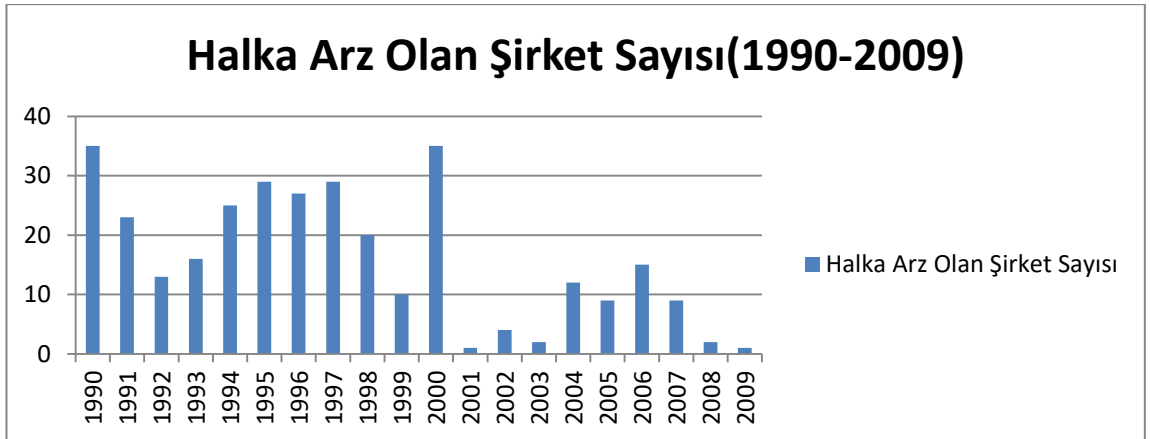
Tablo 1¹:1990-2009 yılları arasında halka arz olan şirket sayıları ve toplanan fon miktarları

YILLAR	HALKA ARZ OLAN ŞİRKET SAYISI	TOPLANAN FON MİKTARI (₺)	TOPLANAN FON MİKTARI(\$)
1990	35	2.575.000	-
1991	23	1.477.000	-
1992	13	644000	-
1993	16	1.784.000	-
1994	25	7.684.000	-
1995	29	10.698.432	246.782.515
1996	27	14.700.796	167.921.616
1997	29	63.569.337	420.376.566
1998	20	94.318.287	383.348.401
1999	10	46.472.933	90.722.366
2000	35	1.720.621.999	2.806.222.339
2001	1	385875	242.654
2002	4	76.618.450	56.467.358
2003	2	18.395.343	11.252.273
2004	12	713.936.043	482.575.185
2005	9	2.362.053.076	1.743.964.256
2006	15	1.239.651.968	930.501.524
2007	9	4.364.058.982	3.298.307.170
2008	2	2.372.637.841	1.876.920.161
2009	1	10.240.000	6.908.183

Yukarıdaki tabloda, 1990-2009 yılları arasında halka arz olan şirketlerin sayısı ve toplanan fon miktarları verilmiştir.

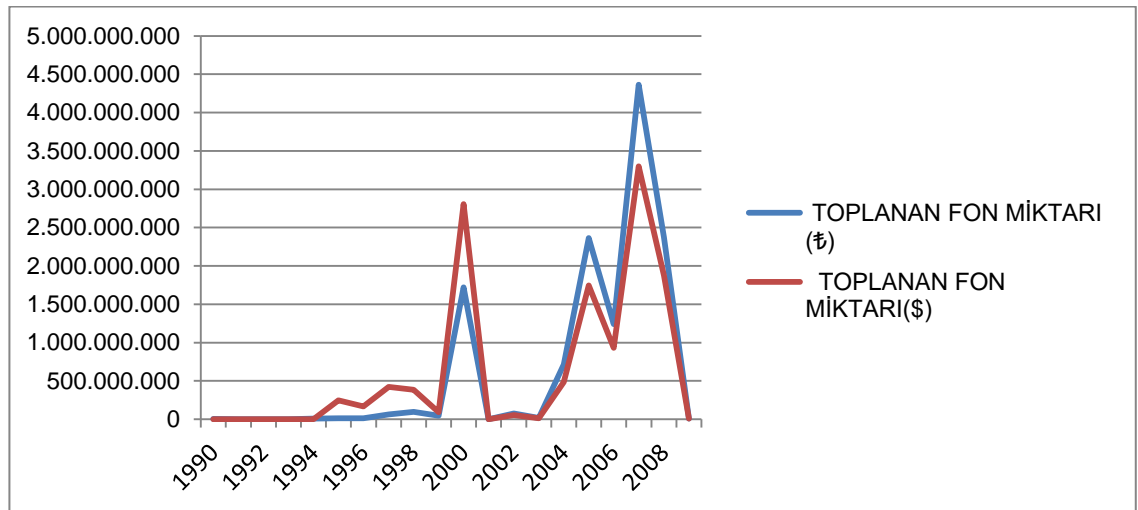
¹ 1990-1995 yılları arasında halka arz olan şirketlere dair toplanan fon miktarının Dolar bazında değeri bulunamadığı için tabloda belirtilmemiştir.

Şekil 1: 1990-2009 yılları arasında halka arz olan şirket sayısı



Şekil 1’de görüldüğü üzere; halka arz olan şirket sayıları yıllar içinde dalgalanma göstermektedir. Bu dalgalanmanın önemli sebeplerden bir tanesi olarak da makro ekonomik faktörler gösterilebilir. 1990’dan itibaren İMKB’deki yasal düzenlemelerin ardından gelen halka arz sayıları 2001 yılına kadar giderek artmış ancak 2001 Bankacılık Krizi nedeniyle neredeyse tam bir çöküş yaşamış ve halka arz edilen şirket sayısı 1 şirkete düşmüştür. 2004 yılından itibaren bu krizin etkileri halka arzlar üzerinde azalmaya başlamıştır. Ancak 2008 yılında yaşanan Küresel Kriz ile tekrar Borsa etkilenmiş ve halka arz olan şirket sayısını 2 şirkete düşürerek tekrar çöküş yaşamıştır.

Şekil 2: 1990-2009 yılları arasında şirketlerin halka arz olması nedeniyle toplanan fon miktarı



Şekil 2'de ise 1990-2009 yıllarında ilk halka arzlarda elde edilen toplam hasılat ₺ ve \$ bazında gösterilmiştir. Bu gösterimde \$ bazında en yüksek hasılatın 2007 yılında gerçekleştiği, onu 2000 ve 2008 yıllarında gerçekleşen hasılatın takip ettiği görülmektedir. Şekil 1 ve Şekil 2 bir arada incelendiğinde halka arz olan şirket sayısının en yüksek olduğu yıllarla toplanan fon miktarının en yüksek olduğu yılların örtüşmediği görülmektedir. Bu durumun sebebi olarak toplanan fon miktarının yüksek olduğu yıllarda Türkiye'nin büyük şirketlerinin halka açıldığı görülmektedir (2008-Türk Telekom, 2007-Türkiye Halk Bankası, 2000-Turkcell, 2005-Türkiye Vakıflar Bankası) (Elmas, 2012, s. 93).

Her ne kadar 2008 Küresel Finans Krizi nedeniyle Borsa'da kötü etkiler yaratsa da 2008 yılı, aslında halka arzlar açısından önemli bir yıldır. 07.08.2008 tarihinde SPK-TOBB-İMKB-TSPAKB arasında halka arz seferberliğine yönelik olarak bir İşbirliği Protokolü (Sermaye Piyasası Kurumları- TOBB İşbirliği Protokolü) imzalanmıştır.

Bu Protokol'ün amacı, sermaye piyasasının sunduğu imkanlardan daha çok şirketin, daha etkin bir şekilde faydalanmasını sağlamak olarak belirtilmiştir. Bu doğrultuda da halka arzların nitelik ve nicelik bakımından geliştirilmesi, Borsa'da işlem gören hisse senedi sayısının artırılması ve Borsa'nın küresel ölçekte güçlendirilmesi amaçlanmıştır. (Sermaye Piyasası Kurumları- TOBB İşbirliği Protokolü, 2008) Ayrıca Protokol ile 2023 yılına kadar borsada işlem gören şirket sayısının 1000 şirkete çıkarılması hedeflenmektedir.

Yapılan bu Protokol'ün en görünen hedefi borsada işlem gören şirket sayısını arttırmak olsa da aslında halka arzlardan önce şirketleri daha sağlıklı hale getirmek, böylece düzenlenen bu Halka Arz Seferberliği'ni daha kalıcı ve sağlam temeller üzerine oturtmak da önemli hedeflerinden bir tanesidir.

Bu kapsamda, 2010 yılından itibaren Halka Arz Seferberliği adına başta İstanbul olmak üzere birçok ilde konuyla ilgili 'Halka Arz Seferberliği Zirveleri' düzenlenmiştir, düzenlenen bu zirvelerde başta şirketler olmak üzere halka arz sürecine dahil olan bütün tarafları bir araya getirmek, birbirleriyle buluşturmak amaçlanmıştır.

2008 yılında imzalanan Protokol sonrasında Küresel Ekonomik Kriz küresel çapta etkilerini göstermiş, bu nedenle 2009 yılında Halka Arz Seferberliği başarılı olamamış ve yalnızca 1 halka arz gerçekleştirilmiştir. Ancak hem Küresel Ekonomik Kriz'in etkilerinin hafiflemesi, hem de Halka Arz Seferberliği kapsamında düzenlenen zirveler, seminerler vb. ile 2010 yılından itibaren halka arz faaliyetleri hızlanmıştır. Henüz hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen ancak ISO Birinci 500 veya ISO İkinci 500 kapsamına giren en az 5 şirketin bulunduğu il/ilçelerdeki odalar Borsa'ya davet edilmiş, Sermaye Piyasası Kurumları-TOBB İşbirliği toplantısı düzenlenmiştir. Ayrıca odalar bünyesinde Borsa'ya açılmayı düşünen şirketlere hizmet vermesi için destek birimleri kurulmuştur (Elmas, 2012, p. 34).

Tablo 2'de görüleceği gibi özellikle 2010, 2011 ve 2012 yıllarında ilk defa halka arz olan şirket sayıları geçmiş yıllara göre oldukça yükselmiştir. 2001 krizinden 2010 yılına kadar halka açılan şirket sayısı toplamda 55 iken, 2010-2012 yılları arasında yalnızca 3 yılda toplamda 73 şirket halka açılmıştır.

Tablo 2²: 2010-2017 yılları arasında halka arz olan şirket sayıları ve toplanan fon miktarları

YILLAR	HALKA ARZ OLAN ŞİRKET SAYISI**	TOPLANAN FON MİKTARI(₺)	TOPLANAN FON MİKTARI(\$)
2010	22	3.136.534.402	2.129.715.545
2011	25	1.329.316.002	842.076.702
2012	26	618.628.780	342.632.197
2013	18	1.374.591.070	760.666.920
2014	13	2.181.043	1.750.000
2015	6	119.345.000	45.040.719
2016	1	37.000.000	12.716.525
2017	3	1.407.444.100	400.339.342

**Şirketlerin Borsa'da işlem görme tarihlerine göre düzenlenmiştir.

² SPK tarafından hazırlanan "Payların İlk Halka Arzı" tabloları kaynak olarak kullanılmıştır.

2.BÖLÜM

İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMA

2.1. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMAYA İLİŞKİN TEORİLER

Dünya çapında yapılan araştırmalarda ilk kez halka arz olan hisse senetlerinde genel olarak %10'dan fazla düşük fiyatlama olduğu görülmektedir (Başpınar, 2008). Bu durum düşük fiyatlamanın piyasa ve ülke koşullarından bağımsız olarak ortaya çıktığını göstermektedir. Düşük fiyatlamanın nedenleri ile ilgili olarak birçok çalışma yapılmış olup, birçok teori ortaya konmuştur.

Ancak uluslararası alanda düşük fiyatlamanın nedeni üzerine ortaya konulan teorilerin sınıflandırmaları farklılıklar göstermekte, yapılan çalışmalar farklı başlıklar altında sınıflandırılmaktadır. Ljunqvist (2007)'in yaptığı sınıflandırmaya göre düşük fiyatlandırma teorileri; eksik bilgi modelleri, kurumsal nedenler, kontrol mekanizması ve davranışçı yaklaşımlar olarak dört başlık altında incelenmektedir.

Khurshed (2011)'in yaptığı sınıflandırmaya bakacak olursak, düşük fiyatlandırma teorileri; riskten kaçınan aracı kurum hipotezi, firmanın kalite sinyali, asimetric bilgi ve kazananın laneti hipotezi, sigorta hipotezi, pazarlama ve sahiplik, kontrol ve aracılık maliyetleri hipotezi olarak sınıflandırılmıştır.

Bu çalışmada ilk halka arz teorilerine dair genel olarak Khurshed'in yaptığı sınıflandırmaya benzer bir sınıflandırma kullanılacak olup, uluslararası platformda ortaya konan diğer hipotez ve teorilere de bu sınıflandırmanın altında yer verilecektir.

2.1.1. Bilgi Asimetrisi

Bilgi asimetrisi ilk halka arza ilişkin teoriler arasında en önemli teori olarak görülebilir. Literatürdeki çalışmaların çoğunda ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamanın öncelikli sebebi olarak bilgi asimetrisi yer almaktadır. Birçok yazar, farklı açılardan bilgi

asimetrisini incelemiştir. Bilgi asimetrisi literatürde genel olarak ihraççı-aracı, ihracı-yatırımcı ya da farklı yatırımcı sınıfları arasında görülebilmektedir.

Baron ve Holmström (1980), bilgi asimetrisi ile ilgili olarak vekil/acente sorununu ortaya koymuş, ihraççı ve aracı arasında bilgi asimetrisi olduğunu iddia etmişlerdir. Yazarlara göre aracılar, ihracı yapan şirkete nazaran piyasa hakkında daha çok bilgi sahibidirler. Ayrıca aracı şirketler halka arz sırasında kendi dağıtım çabalarını azaltmak adına ihraç edilen hisse senetlerinin fiyatını düşünebilirler. İhraççı ve aracı firmanın yapıları gereği birbirinden farklı amaçları vardır; ihraççı firmanın amacı hisse senetlerini mümkün olduğunca yüksek fiyattan satmak iken, aracı firmanın amacı bu hisse senetlerini mümkün olan en az çaba ile satabilmektir. İhracatçı firma aracı firmaya göre piyasa hakkında daha az bilgiye sahip olduğu için bu düşük fiyatlamayı kabul etmektedir. Bu durum vekil/acente sorunu olarak adlandırılır.

Rock (1986) ise farklı yatırımcı sınıfları arasındaki bilgi asimetrisinden bahseder. Rock'ın teorisinde Baron'da olduğu gibi ihraççı ile aracı firma arasında herhangi bir acente sorunu yoktur. Rock, ihraççı ve aracı firmayı bir ve aynı kabul eder; yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinden bahseder. Yatırımcılar için (genel olarak) bilgiyi elde etmek hem maliyetli hem de güçtür. Kurumsal yatırımcılar ölçek ekonomileri nedeniyle bu maliyeti katlanabilirken, bireysel yatırımcılar için bu durum nispeten daha zordur. Yatırımcılar için bilgi hem pahalı ve zor elde edilir hem de kısıtlıdır. Yatırımcılar bu koşullarda mümkün olan maksimum bilgiyi elde etmeye çalışır, ancak söz konusu yüksek maliyetlere de katlanmak istemezler. Rock yatırımcıları ikiye ayırır; bilgilendirilmiş yatırımcılar ve bilgi sahibi olmayan yatırımcılar. Bilgilendirilmiş yatırımcılar ölçek ekonomileri nedeniyle bilgi edinmenin maliyetine katlanabilen kurumsal yatırımcılardır. Bilgilendirilmiş yatırımcılar, halka arz edilen hisse senedinin arz fiyatını geçerek onlara getiri sağlayacağını düşündüklerinde bu hisse senetlerini alan yatırımcılardır. Bilgi sahibi olmayan yatırımcılar ise halka arz edilmiş hisse senetleri arasındaki ayrımın çok farkında olmayan yatırımcılardır ve diğerlerine nazaran daha pahalı hisse senetlerini satın alacaklardır. Bu yatırımcıların hisse senetlerini yüksek fiyattan satın almasına, kazananın lanetini denir.

Beatty ve Ritter (1986), halka arza dair tahmin edilen belirsizlik ne kadar yüksekse, düşük fiyatlamanın da o kadar yüksek olacağını; bu iki değişken arasında pozitif ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

2.1.2. Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi ise bilgi asimetrisinden sonra en sık değinilen teorilerdendir. Bu teoriye göre paylarını halka arz eden şirketler, temettülerinde meydana gelen değişiklikler ile firmaların gelecekte elde edecekleri kazançlar ile ilgili piyasaya bilgi vermektedir (Kılıç, Buğan, & Özbezek). Payları halka arz olmuş şirketin yöneticileri veya sahipleri, temettülerdeki bu değişiklikleri kullanarak yatırımcılara şirketin karlılığı, gelecekteki nakit akış beklentileri vb. hakkında bilgi verebilirler. Örneğin, eğer bir şirket gelecekteki kazançlarının yüksek olacağını bekliyorsa bugünden yüksek kar payı dağıtabilir, bu durumda hisse senedi fiyatlarını artırabilir.

Aslında burada da yöneticiler hem piyasaya hem de yatırımcılara göre çok daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu bilgilerini kullanarak temettüler aracılığıyla yatırımcılara işaret vermeye çalışırlar. Bilgi düzeyindeki farklılığa bakılacak olursa sinyal teorisiyle asimetric bilgi teorisi birbirlerinden çok da uzak olmayan teorilerdir. Sinyal teorisi ile alakalı literatürde birçok çalışma bulunmaktadır; genel olarak yapılan çalışmalarda temettü ve hisse senedi fiyatı arasında olumlu bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Tabi aksini ortaya koyan veya hiçbir ilişki kurulamayan çalışmalar da mevcuttur (Kılıç, Buğan, & Özbezek).

Welch'e (1992) göre, aracı kurumların potansiyel yatırımcılara ulaşması dağıtım kanallarının kısıtlı olması nedeniyle zaman almaktadır. Bundan dolayı yatırımcılar kendilerinden önce gelen yatırımcılara bakarak onların davranışlarından bilgi çıkarma ve onları taklit etme eğilimindedirler. İlk halka arz edilen hisse senetleri satıldığında, bu hisse senetlerini alacak potansiyel yatırımcılar daha önceki yatırımcıların kararlarını bakarak bilgi elde edebilir, onları taklit edebilir ve bunu yaparken de kendi bilgilerini göz ardı edebilirler.

Modelin genel varsayımları şunlardır;

- Halka arzlar hızlı bir şekilde başarılı ya da başarısız olurlar.
- Talep o kadar esnek olabilir ki riske duyarsız yatırımcılar bile başarısızlıktan kaçınırlar.
- Kendi hisse senetlerini fiyatlandırmak için iyi bilgi sahibi ihraççı firmalar bazen başarısız olurlar .
- Aracı firma, satış çabalarını bölümlere ayrılmış piyasalara yayarak yatırımcılar arası iletişimi azaltmak isteyebilir.

Welch'in teorisi bu çalışmada sinyal etkisi altında değerlendirilirken, Ljungqvist'in yaptığı sınıflandırmada davranışsal finansın altında değerlendirilebilir.

Eğer ilk yatırımcılar hisse senetleri fiyatlarını ucuz bulursa ya da ihraç ile ilgili olumlu bir tutuma sahiplerse, kendilerinden sonraki yatırımcıları da olumlu bir şekilde etkilerler ve ihraççı firma daha çok gelir elde eder. Ancak ilk yatırımcılar ihraç fiyatının fazla olduğuna inanırlarsa, kendilerinden sonra gelen yatırımcıların sahip olduğu bilgileri değiştirebilir ve ihracı başarısızlıkla sonuçlanmasının neden olabilirler. Bu durum çağlayan etkisi(cascade effect) olarak adlandırılmaktadır. Çağlayan etkisinde, hisse senedi alımlarının aynı anda değil sıralı olarak gerçekleştiği varsayılır. Bu modelde ilk yatırımcıya bakarak bir teklifin başarılı ya da başarısız olacağını tespit edebileceğiniz iddia edilir. Dolayısıyla ilk halka arzlardaki düşük fiyatlama olgusunu açıklamaktadır.

Çağlayan etkisi aslında ihraççı firma için çok da kötü bir şey değildir; çünkü sonradan gelen yatırımcılar kendi bilgilerini görmezden gelerek önceki yatırımcılar gibi davranırlar bu durumda da yatırımcılar arası bilgi birikimi azalır ve ihraççı daha az bilgi dezavantajı altında kalır. Dolayısıyla yatırımcıların kendilerinden önceki yatırımcıları takip etmesi ihraççının gelirini artırabilir.

Katti ve Phani'ye (2016) göre, nitelikli firmalar firma kalitelerini göstermek için düşük fiyatlama yaparlar, ancak düşük nitelikli firmalar düşük fiyatlamının maliyeti onlar için daha yüksek olacağından düşük fiyatlama yapmaktan kaçınırlar. Düşük fiyatlama ile firma niteliği arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. İlk halka arz hem bilgi yaratmak hem de bilgi vermek için kullanılır. Dolayısıyla ilk halka arz hem firma kalitesinin belirlenmesi hem de erken yatırımcıların bilgi sahibi olması açısından önemlidir.

Ibbotson (1975)'a göre ilk halka arzda düşük fiyatlamamanın amacı yatırımcının ağızında iyi bir tat bırakmaktır; ilk kez halka arz olan şirket düşük fiyatlama yapar ancak buradaki zararını ikincil halka arz da fazlasıyla kapatır. Dolayısıyla bir şirketin iki aşamalı bir satış stratejisi izlemesi durumunda ilk halka arzdaki düşük fiyatlama yatırımcıların ikincil halka arza da ilgi duymalarını sağladığı için ilk halka arzda elde edilen zarar ikincisinde fazlasıyla kapatılır.

Sinyal etkisi ile ilgili çalışmalarda, ihraççı firma ile aracı firma aynı kabul edilmiştir, dolayısıyla ihraççı-aracı arasında bilgi asimetrisinden söz edilemez. Ayrıca ihraççı firmanın yatırımcıya göre daha bilgili olduğu varsayımı üzerinden hareket edilmiştir. Genel olarak, sinyal etkisi ilk halka arz performansını, ihracın başarısını ve gelecekteki ihraçların başarısını etkiler.

2.1.3. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi

Riskten kaçınan aracı kurum hipotezine göre ilk kez halka arz olacak hisse senetlerinde aracı kurumlar bu halka arzın başarısız olmasını engellemek adına bilinçli olarak düşük fiyatlandırma yapabilirler. Çünkü halka arz, satışların başarılı olup olmayacağı, hızlı gerçekleşip gerçekleşmeyeceği, hisse senedinin gerçek değerinin belirlenip belirlenmemesi gibi içinde birçok belirsizlik barındıran bir süreçtir. Burada amaç hem aracılık maliyetlerini hem de riski düşürmektir. Ayrıca aracı kurumlar bu belirsiz süreçte düşük fiyatlama yoluyla hisse senedine daha fazla yatırımcının talebini çekmeyi planlar.

Ancak Khurshed'in (2011) çalışmasında belirttiği üzere bu teoriye bazı karşı çıkışlar vardır. Zira aracı kurumun riskten kaçınma teorisine göre en iyi gayret aracılığında fiyatın daha doğru belirlenmesi gerekir; çünkü en iyi gayret aracılığında aracı kurum minimum riski üstlenmektedir. Ancak yapılan çalışmalar bu hipotezin geçerliliğini sorgulanmasına neden olmaktadır. Khurshed de 1989-1990 yılları arasında İngiltere'de ilk halka arzları incelemiş ve çalışmasında düşük fiyatlamamanın tahsisli satışlarda %11, halka arzlarda %9 oranında gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Bulunan bu sonuçlar aracı kurumun riskten kaçınma hipotezi ile çelişmektedir.

2.1.4. Sigorta Hipotezi

Sigorta hipotezinde Khurshed (2011) hisse senetlerinin düşük fiyatlandırmasının nedeni olarak ihraççı ve aracı firmanın düşük fiyatlandırma yoluyla kendi yasal yükümlülüklerine karşı bir sigortalama yaptığından bahsetmektedir. Bu durumda aslında halka arzın üç tarafını oluşturan ihraççı, aracı ve yatırımcı arasında gizli bir anlaşma vardır ve düşük fiyatlandırma yoluyla yüksek gelirler elde eden yatırımcılar hisse senetleri ile alakalı durumlarda (kamuyu aydınlatma yükümlülüğü vb.) yasal süreçlere başvurmada isteksiz olurlar. Ayrıca bu hipotez, ihraççıların ve yatırım bankalarının yasal yükümlülüklerinin düşük olduğu durumlarda halka arz fiyatlarının daha doğru (düşük fiyatlandırmanın daha az) olması gerektiğini de öngörmektedir. Hipotezi test etmek amacıyla 1933 yılında Amerika'da yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Yasası öncesindeki ve sonrasındaki ilk halka arz fiyatları incelenmiş olup Menkul Kıymetler Yasasının yürürlüğe girdiği tarihten itibaren ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinde öncekilere nazaran daha fazla düşük fiyatlama olduğu ortaya konmuştur. Menkul Kıymetler Yasası öncesinde düşük fiyatlama %5 iken, Yasa sonrası düşük fiyatlama %11'dir. Aynı çalışmada Menkul Kıymetler yasası sonrasında prestijli aracı kurumların görece daha spekülasyon küçük ilk halka arzlardan kaçındığı sonucuna varılmıştır (Khurshed, 2011).

Ancak yukarıda belirtilen çalışmanın aksine benzer yasalar çıkarılan başka piyasalarda yasa öncesi ve sonrası arasında düşük fiyatlamada herhangi bir değişiklik görünmeyen piyasalarda bulunmaktadır. Bu çalışmalar sigorta hipotezinin geçerliliğini sorgulanmasına neden olmaktadır.

Ayrıca bu hipotez ihraççı firmaların ve aracılardan yasal ve finansal sorumluluklarını aşırı basitleştirdiği gerekçesiyle de eleştirilmektedir (Khurshed, 2011, s. 94).

2.1.5. Pazarlama Hipotezi

Khurshed (2011)'in pazarlama hipotezine göre, hisselerini halka ilk kez arz edecek bir firma pazarlama problemi ile karşı karşıya kalır ve bu durum pazarlama hipotezinin temelini oluşturur. Halka ilk kez arz olan şirketler bu pazarlama problemini çözmek için aracı firma kullanırlar. Aracı firma yatırımcılardan ön talep toplar, toplanılan bu ön talepler ilk kez halka arz olacak hisse senetlerinin fiyatlarının belirlenmesine yardımcı

olur. Bu modele göre aracı firmalar, yatırımcılardan ön talep toplama yöntemiyle ilk kez halka arz olacak hisse senetlerinin piyasadaki etkinliğini artırarak düşük fiyatlamının azaltmasını sağlarlar. Aracı firma hisse senedi ile ilgili olumlu bir bilgi vermek için düşük fiyatlama yapabilir veya gelecekteki kar beklentilerini düşük fiyatlamayı azaltmak için kullanabilir. Eğer hisse senedi hakkında pozitif bir bilgi varsa hisse senedinin fiyatlanması ön talepte ortaya çıkacak fiyat aralığının üst sınırına oldukça yaklaşacaktır. Yine de yatırımcıların her zaman doğru bilgiyi vermeme ihtimali olduğu için bir miktar da olsa düşük fiyatlama ihtimali her zaman bulunmaktadır. Bu durumda aracı firmalar kısmi düzeltme yapabilirler. Kısmi düzeltmede, aracı şirket tüm bilgiyi yansıtacak şekilde fiyatı arttırmaz, fiyat artırımını kısmen yapar. Böylece yatırımcıların düşük fiyatlama getirisi elde etmelerine bir nebze olsun izin verilir.

Habib ve Ljunqvist (1999)'e göre düşük fiyatlama bir nevi pazarlama politikasıdır ve ihraççılar tarafından tercih edilebilir. 1991-1995 yıllarında Amerika'da ilk kez halka arz olan şirketleri inceleyen yazarlara göre düşük fiyatlamının azaltılması maliyetlidir, ihraççılar düşük fiyatlamının maliyetleri ve faydaları arasında bir ödünleşme/değiş tokuş olabileceğini iddia etmektedirler. İhraççılar halka açılma esnasında çok boyutlu problemler ile yüzleşirler. Şöyle ki; şirketi ilk kez halka arz ederken ihraçlar pahalı pazarlama seçimleriyle düşük fiyatlama seviyesini etkileyebilirler ancak pazarlama ve düşük fiyatlama birbirinin ikamesidir. Pazarlama faaliyetleri, düşük fiyatlama miktarını azaltmaktadır ve tam tersi olarak da düşük fiyatlama pazarlama maliyetlerini azaltmaktadır. Düşük fiyatlama aynı zamanda içeriden satışları da azaltmaktadır. Dolayısıyla düşük fiyatlama diğer pazarlama politikalarına göre daha az maliyetli olması sebebiyle ihraçlar tarafından tercih edilebilir.

2.1.6. Sahiplik, Kontrol ve Aracılık Maliyetleri Hipotezi

Şirketler halka arz olduktan sonra sahiplik ve kontrol mekanizmaları birbirlerinden çok daha net bir şekilde ayrılır. Daha önce olabileceği gibi özellikle halka arz sonrasında şirketlerde yönetim faaliyetleri şirket sahiplerinden profesyonel yöneticilere devredilir ve şirket yöneticileri şirket sahipleri adına yönetsel, yatırımsal vb. kararları verirler. Literatürde acente sorunu, temsil sorunu veya vekalet sorunu olarak ortaya çıkan sorun ise işletmenin sahipleri ile yöneticileri arasında ortaya çıkan çıkar çatışmasıdır. Şirketlerde bu vekil sorununu ortadan kaldırmak için iç denetim faaliyetleri, bağımsız dış denetim faaliyetleri vb. bir takım önlemler alınmaktadır ve bu önlemlerin uygulaması

içinde acente maliyetleri olarak adlandırılan bir takım maliyetlere katlanılmaktadır (Sayılğan, 2013, s. 14).

Şirket sahiplerinin amacı ile yöneticilerin amacı her zaman aynı olmamaktadır. Şirket sahiplerinin amacı, şirket değerini maksimize etmek iken; yöneticilerin amacı kendi faydalarını maksimize etmektir ve bu amaçlar her zaman şirket çıkarları ile uyuşmamaktadır. Söz konusu bu durumda ortaya çıkan acente problemi /vekalet sorununu çözmek için literatürde iki zıt görüş ortaya atılmıştır. Birinci görüşe göre düşük fiyatlama yoluyla hissedarları dağıtmak yani bir veya birkaç yatırımcının elinde hisse senetlerinin blok olarak toplamasını engellemek ve şirketin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesinin sağlamak amaçlanır. İkinci görüş ise dış yatırımcılara bir hisse senedi bloğunu tahsis etmek, böylece acente maliyetlerini azaltmaktır. Bu hisse senedi bloğu yöneticilerin kontrol edilmesini sağlayarak acente maliyetlerini düşürecek kadar büyük ancak tüm kontrolü etkilemeyecek kadar küçüktür. Ayrıca yatırımcılara göre bu hisse senedi bloklarının yatırımcıları çekmesi için düşük fiyatlanması gerekmektedir (Woloszyn & Zarzecki, 2013, s. 127).

Khurshed'e göre vekil çatışması genellikle daha büyük şirketlerde ortaya çıkmaktadır. Çünkü küçük firmaların aksine büyük şirketlerde yönetim ile şirket sahipleri arasında daha büyük bir ayrım söz konusudur.

Şirketi kontrol altına almak için düşük fiyatlamanın kullanıldığı ilk model Brennan&Franks tarafından ortaya konulmuştur. Brennan&Franks (1997), 1986-1989 yılları arasında İngiltere'de ilk kez halka arz olan 69 şirket üzerine bir inceleme yapmışlardır. Bu çalışmada düşük fiyatlama ile aşırı talep arasında bir bağlantı bulunmuştur. Şöyle ki, düşük fiyatlamanın şirket içi kontrolü elde tutmak için içeridekiler tarafından nasıl kullanıldığının gösterildiği bir model düzenlenmiştir. Bu modele göre şirket öncelikle düşük fiyatlama yapmaktadır ve bu düşük fiyatlama aşırı talebe neden olmaktadır. Aşırı talep nedeniyle şirket kendi hisselerini tahsisat usulü hisselendirmekte ve küçük parçalara ayırmaktadır. Böylece büyük oranda hisse senedinin bir yatırımcının veya bir kurumun elinde birikmesi önlenmektedir. Şirketin yaptığı bu rasyolama büyük başvuru sahiplerinin aleyhine iken daha küçük çaptaki başvuru sahiplerinin lehinedir. Ayrıca bu çalışmada düşük fiyatlama ile ilk kez halka arz olan

hisse senetlerinin tek veya az yatırımcının elinde blok halinde bulunma ihtimalini arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Shleifer& Vishy (1986) yukarıdaki çalışmaya benzer bir şekilde çalışmasında eğer bir şirketin hisse senetlerinin birçok küçük yatırımcının elinde bulunması durumu söz konusuysa bu durumda bu küçük çaplı yatırımcıların şirket yöneticilerinin izleme/monitoring olasılığının düşük olduğunu bulmuştur. Çünkü küçük çaplı yatırımlardan herhangi birisine bu izleme faaliyeti için ödeme yapılamayabilir; yani yine düşük fiyatlama ile hisse senetlerinin tek veya az sayıda yatırımcının elinde bloklaşması arasında negatif yönde bir ilişki bulunmaktadır.

Stoughton&Zechner (1998)' in ise vekil maliyetini düşürmek için bahsedilen bu çalışmaların tam tersini iddia eden bir çalışması vardır. Bu çalışmaya göre eğer şirketin yönetimi kendilerini izleyebilecek büyük çaplı yatırımcılara hisse senetlerinin satarlarsa, şirket değeri artar. Çalışmaya göre halka ilk kez arz edilen bir firmanın değeri, teklif mekanizmasından kaynaklanan bir sahiplik yapısı sonucu ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar ilk kez halka arz olan şirketleri izleme/monitoring konusunda aynı düzeyde yetenekli değillerdir. Büyük çaplı yatırımcılar küçük yatırımcılara nazaran kurumsal yapılarından dolayı izleme faaliyetlerinde daha iyilerdir ve bu büyük çaplı yatırımcılar katılımcı ilişkilerinden daha çok faydalanırlar. Fakat izleme faaliyetleri üzerinde anlaşılması zordur ve bedavacılık sorunu söz konusu olabilir. Bu vekil sorunu risk paylaşımı ve bilgi üretimi konusunda taraflar arasında gerilim yaratabilmektedir. Sonuç olarak optimal teklif, düzenlemelerin izin verdiği ölçüde büyük yatırım sınıfına avantajlı ya da ayrıcalıklı bir muamele sağlayacaktır. Bu çalışmada aracı kuruma, kurumsal yatırım topluluğu ile sürekli ilişki içinde olan bir broker gibi değer verilmektedir. Bu ilişki ihraççıya fayda sağlamaktadır. Öncelikle aracı firma izleme ve katkı sağlama konusunda ihraççı firmaya hangi yatırımcı yarar sağlayacak onu belirleyebilir. İkinci olarak da (tekrarlanan ilişkiden dolayı) aracı firma(yatırım bankası) doğrudan büyük yatırımcılar ile müzakere edebilir ve fazla ihraç sağlayarak ihraççı firmaya artı bir yarar sağlayabilir. Tezin ampirik bulguları şöyledir; büyük hissederler lehine rasyo yapabilme becerisi ile düşük fiyatlama arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır yani daha oranlı bir tahsisat yapılması durumunda daha az bir düşük fiyatlama olur. İkinci olarak modelde ayrıca belirli bir düzenleyici ortamda düşük fiyatlama ile stratejik rasyolama arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir. Üçüncü olarak düşük fiyatlama teknoloji yoğun şirketler gibi izleme faaliyetleri için yüksek yarar/maliyet oranına sahip şirketler için daha büyük

olmalıdır. Gerçek süreçte ise pazarlık söz konusudur. Eğer büyük yatırımcı daha yüksek bir katılımla izleme faaliyetlerini yürütmek isterse daha büyük bir düşük fiyatlama olur.

2.2. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMAYA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI

İlk kez halka arz edilen hisse senetlerindeki düşük fiyatlama, bu hisse senetlerinin ilk gün performansı, kısa ve uzun vade performansları literatürde oldukça ilgi çeken ve incelenen konular arasında yer almaktadır. İlk kez halka arz edilen hisse senetleri ile ilgili olarak hem uluslararası hem de ulusal alanda birçok çalışma bulunmaktadır. Uluslararası alandaki çalışmalar gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının incelenmesiyle beraber 1970'li yıllarda başlarken, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları 1990'lı yıllarda incelenmeye başlamıştır (Çimen, 2018).

Konu ile ilgili çalışmalar uluslararası çalışmalar ve ulusal çalışmaları olmak üzere iki başlık halinde incelenecektir.

2.2.1. Uluslararası Çalışmalar

McDonald ve Fisher (1972) 1 Ocak 1969-31 Mart 1970 yılları arasında Amerika'da 1 milyon \$'dan büyük değerinde olan ve ilk kez halka arz edilmiş 142 hisse senedini 5 ayrı dönem altında incelemiştir. İlk olarak hisse senetlerinin 1.haftadaki performansları incelenmiş ve ilk kez halka arz olan hisse netlerinin 1. haftada anormal getirisi %29 olarak bulunmuştur. İkinci olarak hisse senetlerinin anormal getirileri 1.haftadan sonra 1 yıla kadar olan süre içinde incelenmiş ve hisse senetlerinin anormal getirisi -%18 olarak bulunmuştur. Üçüncü olarak hisse senetlerinin 1.ay sonundaki performansı incelenmiş elde edilen anormal getiri %35 olarak bulunmuştur. Dördüncü olarak 1. ayın sonundan 1 yıla kadar olan süre içinde hisse senetlerinin anormal getirisi -%20 bulunmuştur. Son olarak, çalışmada 1. yılın sonundaki hisse senetlerinin anormal getirisi -%3 olarak bulunmuştur. Bu çalışmaya göre hisse senedinin ilk baştaki fiyat davranışı, sonraki dönemdeki fiyat davranışını tahmin etmek için bir imkan sağlamamaktadır. McDonald ve Fisher çalışmalarında ilk kez halka arz edilen şirketlerin kısa vadede anormal getiri sağladığını ancak bu getirinin zaman içinde eridiğini dolayısıyla çalışmanın etkin piyasalar hipotezini desteklediğini söylemektedir.

Ibbotson (1975) 1960-1969 yıllarında New York borsasında ilk kez halka arz edilen şirketleri incelemiş, oluşturduğu örnekleme 10 yıllık süre içerisinde her ay halka arz olan bir hisse senedini örnekleme katarak toplamda 120 hisse senedinin performansını değerlendirmiştir. Hisse senetlerinin ilk gün getirisi çalışmada yaklaşık olarak %11,4 olarak bulunmuş ve düşük fiyatlamanın varlığı ortaya konmuştur. Bu çalışmada ayrıca hisse senetlerinin uzun dönem performansı incelenmiş, hisse senetlerinin 1 yıl sonundaki performansı pozitif, 4 yıl sonundaki performansı negatif ve 5 yıl sonundaki performansı yine pozitif olarak sunulmuştur.

Ritter (1991) 1975-1984 yılları arasında Amerika'da ilk kez halka arz olan 1.526 şirketin ilk gün ve 36 aylık (uzun dönem) performansını incelemiştir. Ritter çalışmasında ilgili şirketler için hem aylık olarak kümülatif düzenlenmiş getiri (CAR) hem de 3 yıl boyunca al ve elde tut stratejisine göre elde edilen getirileri hesaplamıştır. Bu çalışmada zamana ve sektöre bağımlı olarak şirketlerin uzun dönemli performansını incelemiştir. Çalışma sonucunda ilk gün anormal getirisi yaklaşık olarak %14'tür ve ilk gün elde edilen bu anormal getiri uzun vadede erimiştir. 36 aylık süreçte 31 ay için kümülatif düzenlenmiş getiri (CAR) negatiftir, 36 ayın sonunda ise CAR -%29'dur. Ritter çalışmasında birinci gün sonunda halka arz olan hisse senedini alıp 3 yıl boyunca elinde tutan yatırımcının, her 1\$ için elinde 0.83 Cent kalacağını söyler. Ayrıca bu tutarın görece daha genç olan şirketlerde ya da daha büyük miktarlarda halka arz edilmiş olan şirketlerde daha da az olacağını belirtir. Halka arz fiyatının çok düşük ve ilk işlem günü sonundaki fiyatın çok yüksek olduğunu belirten yazar bu durumun nedenlerinden bir tanesi olarak yatırımcıların aşırı iyimser olmasını gösterir. Kısaca Ritter uzun vadede yani 3 yılın sonunda şirketlerin düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşır ancak Ibbotson (5.yıl sonunda düşük performans bulmaz) ve Rao (3.yıl sonundaki düşük performans 4. ve 6.yıl sonunda kaybolur)'nun bulgularında olduğu gibi düşük performansın 3 yıldan fazla sürmeyeceğini düşünür.

Barry ve Jennings (1993) Amerika'da Aralık 1988 - Aralık 1990 yılları arasında ilk kez halka arz edilen şirketleri incelemiştir. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada sadece borsaya kote şirketler değil aynı zamanda tezgâh üstü şirketlerde ele alınmıştır. Toplamda 229 ilk kez halka arz olan şirket çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada ilk işlem gününde hisse senetlerinin % 35'inin el değiştirdi ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca çalışmada 1. ve 2. gün için ayrı ayrı olarak teklif fiyatı ile kapanış fiyatı arasındaki getiri, teklif fiyatı ile ilk gün açılış fiyatı arasındaki getiri ve gün içi getiri

hesaplanmış toplamda 6 ayrı periyotta hisse senetlerinin getirisi incelenmiştir. İlk işlem gününde teklif fiyatı ile kapanış fiyatı arasındaki getiri yaklaşık olarak %7 bulunurken, teklif fiyatı ile birinci gün açılış fiyatı arasındaki getiri %6,16 olarak bulunmuştur. Genel olarak çalışmada incelenen firmaların yarıdan fazlasının düşük fiyatlandırmaya maruz kaldığı ancak yarıdan daha azının ilk gün getirisinin pozitif olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca çalışmada halka arzlarda ki düşük fiyatlamalardan da kimin yararlandığı sorusu sorulmuş ve diğer çalışmalarla uyumlu bir şekilde düşük fiyatlandırmadan sağlanan faydanın neredeyse tamamen hisse senetlerini alan yatırımcılara kaldığı belirlenmiştir.

Lee, Taylor ve Walter (1996), 1976-1989 yılları arasında Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk kez halka arz edilen 266 şirketi incelemişlerdir. Araştırmacılar ilk kez halka arz olan hisse senetlerini hem kısa hem de uzun vadede ele almışlardır. İlk gün ham düşük fiyatlama %16,4 olarak bulunmuştur. Çalışmanın başında beklenen belirsizlikler ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif yönlü bir ilişki olacağı, düşük fiyatlandırma ile nihai listeye geç girmenin arasında da negatif bir ilişki olacağı beklemiştir. Bu iki değişkenin birleşik etkisini araştırmak için çok değişkenli regresyon kullanılmıştır. Belirsizlik düzeyi ve bilgiye dayanan talep bağımsız değişken, pazar düzeltilmiş getirisi bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Ayrıca aynı spekülasyon balonları ya da tematik fazla değerlendirme de olduğu gibi artan talep ve düşük fiyatlandırma arasında pozitif bir ilişki olduğu da ortaya çıkmıştır. Kısa dönemin haricinde uzun dönem için araştırmada ayrıca 3 yıllık incelemelerde yapılmıştır ve ilk halka arz olan hisse senetlerinin düşük fiyatlandırmasının olup olmadığı incelenmiştir. Bu kapsamda başta belirttiğimiz gibi 266 ilk kez halka arz olmuş hisse senedi ele alınmış ve uzun dönem performansını ölçmek için satın al ve elde tut stratejisi uygulanmıştır. 36 ay sonundaki toplam anormal getiri -%51.25'dir. Bu da çalışmada belirtildiği üzere ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinden hisse senetlerine yatırım yapan bir kişinin yatırımının neredeyse yarısını kaybetmesi anlamına gelmektedir. Çalışma Avustralya Menkul Kıymetler Borsası üzerine yapılan diğer uzun dönem olay etüdü çalışmalarına göre uzun vadeli performansın çok daha kötü olduğunu göstermektedir. Ayrıca çalışmanın başında ele alınan 266 şirket 3 yıllık periyotta 169 şirkete düşmüştür. Bunun nedeni 52 firmanın 36 ay boyunca fiyat değerlerine ulaşamaması, 45 firmanın ise listeden kaldırılmasıdır. Söz konusu durum çalışmada elde edilen uzun dönem performansın kötülüğünü teyit etmektedir. Çalışmada ilk kez halka arz olan hisse senetlerinin kötü performansı yalnızca 1 yıla sınırlı kalmayıp 3 yıl boyunca devam etmektedir.

Houge ve Loughran (1999), 1983-1991 yılları arasında ilk kez halka arz olan 393 bankanın hem ilk gün hem de 5. yıl sonu getirisini incelemiştir. Çalışmada ilk gün getirisi yaklaşık olarak %6 bulunmuştur ve uzun vadede elde edilen bu getirinin eridiği ve halka arz edilen hisse senetlerinin düşük performans gösterdiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca daha muhafazakar büyüme oranlarına sahip olan daha küçük bankaların, daha geniş pazarlarda diğer firmalara oranla daha iyi performans gösterdiği görülmüştür.

Gounopoulos, Merikas ve Nounis (2009) diğer çalışmalardan farklı olarak tek bir borsada değil farklı ülkelerde ve farklı borsalarda gerçekleşen nakliye şirketlerinin ilk halka arzlarını ele almışlardır. 1984-2007 yılları arasında küresel olarak halka arz olan toplam 143 nakliyat firmasını incelemiştir. Çalışmada ortalama ilk gün getirisi %18 bulunurken, ilk liste gününde hisse senedini alıp elde tutma stratejisini izleyen yatırımcının 3. yılın sonunda %16 zarar ettiğini ortaya koymuşlardır. Çalışmanın uzun vadeli sonucu Ritter'ın sonucu ile uyumludur. Ayrıca çalışmada firma yaşı, firmanın kote olduğu borsanın itibarı ve firmanın halka açıldığı dönemde piyasa durumu ne kadar iyiye, firmanın hisse senetlerinde o kadar az düşük fiyatlamaya görülmüştür. Ancak aracı firma itibarı ne kadar yüksekse, hisse senetlerinde de o kadar düşük fiyatlamaya yapıldığı görülmüştür. Bunun yanı sıra sıcak dönemde halka arz edilen nakliye şirketlerinde, soğuk dönemde halka arz edilenlere nazaran daha çok düşük fiyatlamaya yapıldığı ortaya konulmuştur. Ek olarak düşük fiyatlamaya benzer bir şekilde, uzun vadeli getiriler ile şirketin halka arz olmadan önce geçirdiği süre arasında pozitif, saygın aracı kurum ile arasında negatif bir ilişki vardır.

Alvares ve Gonzales (2011), 1987-1997 yılları arasında Madrid Borsası'nda halka ilk kez arz olmuş 56 şirketin hem ilk gün hem de 1.,3.,5. yıl sonu getirilerini incelemiştir. Yıllar bazında ilk gün getirisi genel olarak pozitif ve toplamda 56 şirketin düzeltilmiş ilk gün getirisi yaklaşık olarak %12'dir. 12. ayın sonunda yaklaşık %5'e düşen anormal getiriler, 36.ayın sonunda -%24, 60. ayın sonunda ise -%23'e düşerek anormal götürü halini almıştır. İstatistiksel olarak genellikle anlamlı olmayan bu anormal getiriler hem ilk gün getirisinin pozitif olması hem de uzun vadedeki getirinin negatif olmasıyla literatürdeki çoğu çalışma ile uyumludur.

Kumar (2015), 2007-2012 yılları arasında Hindistan'da ilk kez halka arz olmuş 211 hisse senedinin kısa ve uzun dönem performansını incelemiştir. İlk gün düzeltilmiş anormal getiri 2012 yılı hariç her yıl pozitif çıkmıştır, yani düşük fiyatlama bulunmuştur. Genel olarak bakıldığında ise, 211 hisse senedinin 173 tanesinde düşük fiyatlama, 38 tanesinde yüksek fiyatlama yapıldığı belirtilmiştir. Kumar, 1., 6., 12., 24. ve 36. ay getirilerini ise göreceli refah düzeyi ve satın al ve elde tut stratejisi ile değerlendirmiştir. 2008, 2009 ve 2011 yıllarında ilk gün göreceli refah seviyesi piyasanın üzerindedir, ancak 1. aydan itibaren uzun dönemde göreceli refah seviyesi düşmüş ve ilk kez halka arz olmuş hisse senetleri piyasanın altında performans sergilemişlerdir. Aynı şekilde al ve elde tut stratejisine göre de uzun vadede ilk kez halka arz olmuş hisse senetleri piyasadan daha iyi bir performans sergilememiştir. Çalışmanın sonucunda, ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin fiyat performans anomalisine yeni kanıtlar bulunduğu söylenmiş ve düşük fiyatlamayı düşük performansın takip ettiği belirtilmiştir.

Mumtaz, Smith ve Ahmed (2016), Pakistan'da Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda 2000-2013 yılları arasında ilk kez halka arz olan 80 şirketi 3 ay boyunca incelemiştir. Tüm şirketler için ilk gün %22 oranında düşük fiyatlama bulunurken, 3.ayın sonunda düşük fiyatlama seviyesi %17,40'a düşmüştür. Çalışma 2000-2006 ve 2007-2013 yılları olarak ikiye ayrılmış; 2000-2006 yıllarında ilk gün getirisi %29, 3. ay sonunda getiri %23, 2007-2013 yıllarında ilk gün getirisi %15, 3. ay sonunda getiri %11 bulunmuştur. Sektörler bazında bakıldığında tekstil sektörü hariç her sektörde pozitif ilk gün getirisi elde edilmiştir. En yüksek ilk gün getirisi %53 ile bankacılık sektöründe elde edilirken, en düşük ilk gün getirisi -%8 ile tekstil sektöründedir. Ayrıca çalışmada, kendilerinden önce yapılan çalışmalarla uyumlu şekilde daha prestijli aracı firmalar ile gerçekleştirilen halka arzlarında, daha az düşük fiyatlama yapıldığı tespit edilmiştir. Bunun nedeni olarak prestijli aracı firmaların hisse senedi fiyatlarını belirlemede daha düşük prestijli aracı firmalara nazaran tüm risk faktörlerini göz önünde bulundurarak hisse senedi fiyatı belirlemek için daha çok kaynağa sahip olmaları gösterilmiştir.

Literatürde uluslararası alanda bu konuda birçok çalışma yapılmıştır. Yukarıda verilen çalışmalara ek olarak Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994), 54 ülke ayrı ülkede gerçekleştirilen halka arzların ilk gün ortalama getirilerini incelemiş ve hepsini pozitif bulmuştur. Bu çalışmanın da teyit ettiği üzere, ilk gün hisse senetlerindeki düşük fiyatlama uluslararası alanda geçerliliği olan bir olgudur ve ülke veya piyasaya özgü bir anomali değildir.

2.2.2. Ulusal Çalışmalar

Literatürde uluslararası alanda yapılan çalışmalara ek olarak birçok ulusal çalışma yapılmıştır. Yapılan ulusal çalışmalarda da aynı uluslararası alanda olduğu gibi ilk gün düşük fiyatlama olgusu ile karşılaşılmıştır.

Güzelhan ve Ağar (1991) bu alanda ulusal literatürdeki ilk çalışmayı yapan isimlerdir. 1991 yılında yapılan bu çalışmada Ocak 1989 - Mart 1991 döneminde İMKB'de ilk kez halka arz olan toplam 36 şirket ele alınmıştır. İlk kez halka arz olan bu şirketlerin kısa dönem performansının incelendiği çalışmada ilk gün getirisi %2,6, ilk hafta ve ilk ay getirisi ise %9,5 olarak bulunmuştur. Tüm bu sonuçlar uluslararası alanda yapılan çalışmalara uygun şekilde kısa dönemde İMKB'de düşük fiyatlama olgusunun varlığını göstermektedir.

Kıymaz 1997 yılında konu ile ilgili 2 ayrı araştırma yapmıştır. İlk çalışmasında (Kıymaz, 1997a) 1990-1995 yılları arasında İMKB'de işlem görmeye başlayan 39 finansal kuruluşu incelemiştir. Bu çalışmasında Kıymaz diğer çalışmaları destekler nitelikte Türkiye'de hisse senetlerinin halka ilk arz edilmiş günü düşük fiyatlama olgusunun varlığını tespit etmiştir (ham % 14.6, düzeltilmiş %15.3). Finans sektöründe ilk gün meydana gelen bu anormal getirinin nedeni olarak hisse senetlerinin düşük fiyatlanması gösterilmiştir. Bunun yanı sıra Kıymaz çalışmasında düşük fiyatlamayı etkileyen diğer faktörleri de araştırmış; standart sapmanın(düşük fiyatlama ile aynı yönlü), halka arz olan firmanın topladığı fon büyüklüğünün(düşük fiyatlama ile ters yönlü) düşük fiyatlamayı açıklayan önemli faktörlerden biri olarak belirtmiştir.

Kıymaz, ikinci çalışmasını (Kıymaz, 1997b) imalat sektörü üzerinde yapmıştır. 1990-1995 yılları arasında imalat sektöründe halka ilk kez arz olan 88 şirketin performansını 36 aylık süreyle takip etmiş, ilk ay anormal getirisini % 4,35 olarak bulunmuştur. Yalnız uzun dönem performansına bakıldığında şirketlerin ilk ayda elde ettiği anormal getirinin takip eden 6 ay boyunca eridiğini, 8. aydan itibaren tekrar piyasa performansının üzerinde yer aldığını belirtmiştir. İmalat sektörü altındaki alt grupları ayrıca inceleyen Kıymaz, uzun vadede en iyi performansın kimya/petrol grubu tarafından gösterilirken, en düşük performansın makine/gereç grubu tarafından gösterildiğini belirtmiştir. İlk gün düşük fiyatlama olgusunun yanı sıra Kıymaz 36 aylık dönemde tüm sanayi kuruluşları

%41.33 lük bir anormal getiri elde ettiğini ortaya koymuştur. Ayrıca uzun dönemdeki performansları etkileyen faktörleri bu çalışmada da incelemiş, belirsizliği fazla olan firmaların uzun dönemde diğer firmalara nazaran daha iyi performans gösterdiklerini söylemiştir. Ek olarak ilk işlem günü iyi performans gösteren firmaların uzun dönemde performanslarının zayıfladığını ve daha zayıf bir performans ortaya koyduklarını belirtmiştir.

Karan ve Ayden (2000), 1992-1995 yılları arasında İMKB'de yer alan ilk kez halka arz edilmiş 70 şirketi 36 ay süreyle incelemiştir. Çalışmalarında olay etüdü ve göreceli refah göstergesi kullanılmıştır. Olay etüdü yöntemini kullanırken, AR ve CAR değerleri dikkate alınmıştır. AR yalnızca 11. ayda istatistiksel anlamda anlamlı bir sonuç çıkarken geri kalan ayların hiçbirinde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç çıkmamıştır. CAR değerleri ise hiç bir ayda istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Yani, yapılan bu çalışmada yalnızca 11. ayda İMKB'de ucuz fiyat olgusunun varlığı söz konusuken bunun dışındaki hiçbir ayda ucuz fiyat olgusu tespit edilmemiştir. Yine çalışmanın 2. kısmında gerçekleştirilen göreceli refah göstergesi değerlendirilmesinde de net bir sonuç elde edilememiş yalnızca son 6 ayda bu oran bir değerinin altında çıkmış yani pahalı hisse senedi olgusu ortaya çıkmıştır. Çalışmanın sonuç kısmında İMKB'deki ilk kez halka arz olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde etme şansı olmadığı ortaya konmuş ve bu anlamda ki yatırım stratejilerinin çok anlamlı olmadığı yazarlar tarafından belirtilmiştir. Yani İMKB ilk kez halka arz olan şirketlerin uzun vadeli performansları açısından etkin bir pazar olarak değerlendirilmiştir.

Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003), İMKB'de 1992-2000 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş 190 şirketi 15 gün boyunca olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. Yaklaşık olarak 1.gün %9, 7.gün %14, 15.gün %12 oranında getiri elde edilmiştir. Bulunan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır.

Sevim ve Akkoç (2006), 1990-1999 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş 185 şirketin 36 ay boyunca incelemiştir. 1. ay sonunda ortaya çıkan ortalama anormal getiri %10,69 iken bu getiri 2. aydan itibaren erimeye başlamış; kısa vadede her ne kadar ucuz fiyat olgusu olsa da uzun vadede ucuz fiyat olgusu ortadan kalkmış, ilk ayda elde edilen anormal getiri uzun vadede aşmıştır. Çalışmada 185 şirket, yıllar ve gruplara

göre de ayrıca sınıflandırılmıştır. 1.ayın sonunda 10 yıldan 8'inde anormal getiri pozitif iken 16 gruptan 13'ünde anormal getiri pozitif çıkmıştır. Uzun dönemde ise 10 yılın 7'sinde kümülatif anormal getiri negatif çıkmaktadır. Toplam kümülatif getiri 3 yılın sonunda -%15,26 olarak bulunmuş, bu sonuçta %1'de anlamlı bulunmuştur. Çalışmanın sonucunda gerek yıl gerek sektör bazında yapılan gruplandırmalara göre uzun vadede herhangi bir şekilde piyasadan fazla bir getiri elde etmenin mümkün olmadığı sonucuna varılmıştır. Yani çalışmada belirtildiği üzere kısa vadede ortaya çıkan avantaj uzun vadede erimektedir.

Altan ve Hotamış (2008) 2000-2006 yılları arasında İMKB'de ilk kez halka arz olmuş ve defter değeri üzerinden değil değerlendirme sonucunda fiyatları belirlenen toplam 67 şirketin kısa vadeli performansını yıl ve sektör bazında incelemiştir. Çalışmada inceleme dönemleri günlük, haftalık, aylık ve üç aylık olarak belirlenmiştir. Düzeltilmiş ilk gün getirisi %6,78, düzeltilmiş ilk hafta getirisi 1,49, düzeltilmiş ilk ay getirisi %6,64, düzeltilmiş ilk üç ay getirisi %15,65'dir. Çalışmada hisse senedi getirileri yıl bazında incelendiğinde en yüksek düzeltilmiş ilk gün ve hafta getirisi 2003 yılında, en yüksek düzeltilmiş ilk ay getirisi 2000 yılında ve en yüksek düzeltilmiş ilk 3 ay getirisi 2005 yılında bulunmuştur. Ayrıca çalışmada hisse senedi getirileri 17 sektör bazında incelenmiş; en yüksek düzeltilmiş ilk gün getirisi yaklaşık olarak %23 ile kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektöründe, en yüksek düzeltilmiş ilk hafta getirisi %20 ile holdingler ve yatırım sektöründe, en yüksek düzeltilmiş ilk ay getirisi %31 ile dokuma, giyim eşyası ve deri sektöründe, en yüksek düzeltilmiş ilk 3 ay getirisi %91 ile gıda, içki ve tütün sektörüne aittir. Çalışmanın sonucunda bulunan yaklaşık %7 civarındaki düzeltilmiş ilk gün getirisi aslında diğer çalışmalarla uyumludur ve ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olduğunu göstermektedir. Ancak Altan ve Hotamış, aslında Avusturya, Kanada ve Danimarka'dan sonra en düşük ilk gün getirisinin Türkiye'de olduğunu, dolayısıyla Türkiye'deki ilk halka arzlarda kısa dönem için görece daha isabetli bir fiyatlama olduğunu, bu isabetli fiyatlamının da İMKB'de uygulanan fiyat marjının bir sonucu olarak ortaya çıktığını belirtmişlerdir.

Bildik ve Yılmaz (2008) 1990-2000 yılları arasında İMKB'de halka ilk kez arz edilen 234 şirketi 36 ay süreyle incelemiştir. Çalışmada satın al elde tut stratejisi kullanılmıştır. Analiz sonucunda hem ilk gün düşük fiyatlama hem de uzun vadede düşük performans yani negatif anormal getiri bulunmuştur. Yaklaşık olarak % 6 ilk gün anormal getirisi bulunmuştur. Bunun yanı sıra 36 aylık sürede ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin

düşük performans gösterdiği, özellikle küçük şirketlerde bu düşük performansın çok daha büyük boyutta olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmada birçok faktörün (aracının itibarı, firma büyüklüğü, ihraç edilen hisse senedi miktarı, yabancı sahipliği, piyasaların durumu vb.) hisse senedi performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Özellikle uzun vadede soğuk piyasalarda yapılan halka arzlarda düşük performansın söz konusu olmadığı ortaya konulmuştur. Ayrıca aracının itibarı, firma büyüklüğü ve ihraç edilen hisse senedi miktarının uzun vadeli hisse senedi performansı ile arasında pozitif ilişki olduğu görülürken, yabancı sahipliği ile hisse senedinin uzun vadeli performansı arasında negatif bir ilişki görülmektedir. Daha küçük parçalara bölünmüş hisse senedi tahsisi ise uzun vadeli performans düşüklüğünü ve ilk gün düşük fiyatlamayı azaltmaktadır. Bu çalışmanın diğer çalışmalardan farklı olarak ortaya koyduğu bir sonuç ise düşük performans diğer çalışmalara nazaran çok daha önce (1. ayın sonunda) ortaya çıkmaktadır. Çalışmada bu durumun nedeni olarak yatırımcıların kısa vadeli getiri arayan miyobik davranışları gösterilmiştir.

Cihangir ve Kandil (2009), 2003-2008 yılları arasında İMKB'de ilk kez halka arz edilen 46 şirketi 30 iş günü boyunca incelemiştir. Bu şirketlerin kısa dönem performansı ölçülürken olay etüdü yöntemi altında pazara göre düzeltilmiş artık getiri kullanılmıştır. Yıllar bazında düşük fiyat anomalisinin olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada yalnızca 2003 ve 2006 yıllarında düşük fiyatlama olgusu ortaya çıkmış, bunun dışındaki yıllarda halka ilk kez arz edilen şirketlerin getirisi piyasa getirisinden düşük kalmıştır. Dolayısıyla çalışmada 2003 ve 2008 yılları arasında genel olarak düşük fiyatlama olgusundan bahsedilemeyeceği sonucuna varılmıştır.

Kırkulak, (2010) 1995-2004 yılları arasında İMKB'de ilk kez halka arz olmuş 50 şirketin hem ilk gün getirilerini hem de 60 aylık uzun dönem getirilerini incelemiştir. Çalışmada İMKB'de gerçekleştirilen diğer çoğu çalışma ile benzer şekilde ilk gün getirileri yıllar bazında (2002 ve 2004 yılları hariç) pozitif çıkmıştır, yani ilk gün düşük fiyatlama olgusu söz konusudur. Genel olarak 1995-2004 yılları arasında çalışmaya dâhil edilen 150 şirketin ilk gün getirisi %8,26'dır. Sektörel bazda ise en yüksek ilk gün getirisi sırasıyla diğer sektör (%58,08), elektrik sektörü (%11,46) ve mali kurum (%10,66) sektörüne aittir. Ancak çalışmanın ikinci bölümünde uzun vadeli getiriler al ve tut yöntemi ile incelenmiş, kısa vadeli pozitif getirilerin uzun vadede azaldığı ve negatife dönüştüğü görülmüştür. Sektörel bazda ise en yüksek uzun vadeli getiri toptan ve perakende sektörü (%1415,12) ait iken, en düşük uzun vadeli getiri imalat (-%793,84) ve mali

kurumlar(-%597,83) sektörüne aittir. Çalışmanın ortaya koyduğu bir diğer sonuca göre büyük ölçekli şirketler, küçük ölçekli şirketlere nazaran uzun vadede daha çok getiri sağlamışlardır. Ayrıca Kırkulak, ilk gün getirisi yüksek olan şirketlerin uzun vadede de diğer şirketlere nazaran daha yüksek getiri elde ettiğini ortaya koymuştur.

Otlu ve Ölmez (2011) Ocak 2006 - Haziran 2011 tarihleri arasında İMKB'de ilk kez halka arz edilen 53 hisse senedinin kısa dönemli performansını incelemişlerdir. Bu çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılmış ve hisse senetlerinin anormal getiri ve birikimli anormal getirileri hesaplanmıştır. İlk gün düzeltilmiş anormal getiri yaklaşık olarak % 7 bulunmuştur ve bu sonuç %1'de anlamlıdır. 21.günün sonunda birikimli anormal getiri ise %8,6 olarak bulunmuştur ve bu sonuç %5 de anlamlıdır. 21 gün boyunca en yüksek getiri ilk gün elde edilmiştir. Çalışmada ayrıca düşük fiyatlamaya neden olan faktörler ile ilgili olarak regresyon analizi yapılmıştır ve regresyon analizi sonucunda hisse senetlerinin fiyat performansını etkileyen en önemli bağımsız değişken olarak standart sapma ve ilk gün getirisi bulunmuştur. Bu iki değişken %1 düzeyinde anlamlıdır. Otlu ve Ölmez'in çalışmalarında belirttikleri üzere standart sapmanın anlamlı olması asimetrik bilgi hipotezinin geçerli olduğunu göstermektedir. Ayrıca düşük fiyatlandırmanın daha yüksek olduğu hisse senetlerinde fiyat performansının da daha yüksek olduğu görülmüştür.

Elmas(2012), 1995-2010 tarihleri arasında Borsa'da ilk kez halka arz edilmiş olan toplamda 227 şirketin kısa dönem(15 gün) performansını tüm şirketler, sektör ve alt sektör bazında incelemiştir. Çalışmada ilk gün ortalama anormal getiriler %8,8'dir ve sonuç %1 düzeyinde anlamlı olarak bulunmuştur. Sektör bazında ise Elmas, finans sektörü için %10, bilişim sektörü için %6,7, sanayi sektörü için %8,8, diğer sektörler için %5,9 oranında ilk gün ortalama anormal getiri elde edildiğini belirtmiştir. Ayrıca 25 alt sektörün 23'ünde de yine pozitif ilk gün ortalama anormal getirisi bulunmuştur. Çalışmada ilk günden sonra ortalama anormal getirilerin giderek piyasa ortalamasına yaklaştığı ve istatistiki anlamlılığının giderek azaldığı belirtilmiştir. 1. ve 2. günde düşük düzeyde de olsa anormal getiri elde etmek mümkünken, 3. günden itibaren bu ihtimal giderek azalmaktadır.

Kaya (2012), Borsa İstanbul'da Ocak 2010-Haziran 2011 tarihleri arasında ilk kez halka arz olan 32 şirketi 6 ay süreyle olay etüdü yöntemi ile incelemiştir. 1. gün sonunda 15

şirket negatif getiri sağlamıştır. Yaklaşık olarak %2 olan 1. gün anormal getirisi 3 ay boyunca artarak 3. ayın sonunda %11 olmaktadır. Daha sonra düşüşe geçen anormal getiri 6. ayın sonunda %0,4 olmaktadır. Çalışmada 3. gün haricinde hiçbir gün getirisi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Ayrıca çalışmada hisse senedinin kısa vadeli performansı ile firma yaşının, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün, firma büyüklüğünün ve yabancı yatırımcılara satılan hisselerin arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Elmas ve Amanianganeh (2013) 1995-2010 yılları arasında İstanbul Borsası'nda ilk kez halka arz edilen 227 şirketi, tüm şirketler, sektörler ve alt sektörler için ayrı ayrı analiz etmiştir. Halka arzlarda öncelikle halka açılma yöntemlerine göre şirketler incelenmiştir. Halka açılma yöntemine göre en yüksek ilk gün anormal getirisi yaklaşık %10 ile sermaye artırım yönteminde ve halka açılma yöntemlerine göre elde edilen anormal getiriler birbirlerine yakındır ancak sektör bazında çok büyük farklılıklar bulunmaktadır. Ardından şirket hisselerinin yabancı yatırımcı tarafından alınıp alınmamasına göre şirketler incelenmiştir. Yabancı yatırımcılara satıldığında ilk gün anormal getiri % 8,3 iken, yabancı yatırımcıya satılmayan hisselerinin ilk gün anormal getirisi % 9.9 bulunmuştur ve bu anormal getiriler halka açılma yöntemlerinde olduğu gibi çalışmada birbirine yakın olarak değerlendirilmiştir. Yine sektör bazında çok büyük farklılıklar bulunmaktadır. Çalışmada ayrıca hisse senetlerinin halka arz edildiği piyasaların sıcak, soğuk ve normal olmasına göre de anormal getiriler hesaplanmıştır. Sıcak ve soğuk piyasaların getirileri sırasıyla %5,71 ve %5,87 ile birbirine yakınken, normal piyasaların % 13,17 ile farklılaştığı görülmüştür.

Çakır ve Akkoç (2015) Borsa İstanbul'da Ocak 2008 - Temmuz 2013 yılları arasında ilk kez halka arz olan 121 hisse senedinin ilk gün ve 21 günlük kısa vadeli performansını incelemişlerdir. Bu hisse senetlerinin ilk gün getirisi %1,16 iken, ilk gün anormal getirisi %1,3'tür ve bu getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. 21 günlük performans incelendiğinde ise anormal getiri yaklaşık olarak %6 civarında bulunmuştur. Çalışmanın sonucunda BİST'teki hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı ve bu nedenle de kısa sürede yüksek performans gösterdikleri kanısına varılmıştır. Çalışmada ilk kez halka arz olan şirketler yıl ve sektör bazında incelenmiş olup kümülatif anormal getiri(CAR) yöntemi kullanılmıştır. Yıl bazında bakıldığında 2009 yılı hariç tüm yıllarda kümülatif anormal getiri pozitifdir. Sektör bazında bakıldığında ise hisse senetleri 12 sektöre ayrılmış ve 21 günlük süre sonunda en yüksek kümülatif anormal getiri yaklaşık % 22 ile idari ve destek hizmetleri faaliyetleri sektörünün, en düşük kümülatif anormal getiri

ise yaklaşık -%10 ile inşaat ve bayındırlık sektörünüdür. Ayrıca tüm hisse senetleri için hesaplanan kümülatif anormal getiri 8. günde en yüksek seviyeye ulaşmış ve bundan sonra düzelmeye gösterdiği görülmüştür.

Yıldırım ve Dursun (2016), 2004-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilen 110 firmayı halka arz tarihinden itibaren 15 gün analiz etmiş, ilk gün düşük fiyat anomalisi olup olmadığını incelemişlerdir. Bu analizde ilk gün ortalama anormal getirisi %6 olarak bulunmuş, ikinci günde de anormal getirinin azalsa da devam ettiği ancak daha sonraki süreçte bu anormal getirinin yok olduğu görülmüştür. Yıldırım ve Dursun, 110 firmayı ayrıca sektör, halka arz şekilleri ve aracılık şekilleri olarak üç ayrı grupta değerlendirme ile de incelemişlerdir. Sektör bazında %8,2 ile ilk gün ortalama anormal getiriler arasında en yüksek getiriye sahip olan sektör mali kuruluşlar sektörü iken, halka arz şekilleri bazında %6,9 ile ilk gün ortalama anormal getiriler arasında en yüksek getiriye sahip olan ortak satışı ve sermaye artırımını, aracılık şekilleri bazında ise %7,7 ile ilk gün ortalama anormal getiriler arasında en yüksek getiriye sahip olan kısmen bakiyeyi yüklenim aracılığı şeklidir. Genel olarak (toptan perakende ticareti ve diğer sektör grupları hariç) araştırmanın sonucu anlamlı bulunmuş, H_0 hipotezi reddedilmiş, yani ilk gün düşük fiyat anomalisinin varlığı tespit edilmiştir.

Kaderli (2016), 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da halka arz edilen toplamda 67 firmayı orta vadede (60 iş günü) ve uzun vadede (200 iş günü) incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda 2010 yılında halka arz edilen firmaların kısa bir süre sonra pozitif performans gösterse de orta ve uzun vadede performanslarının düştüğü; 2011 ve 2013 yıllarında ise halka arz edilen firmaların orta vadede pozitif performans göstermesine rağmen uzun vadede bu pozitif performansı kaybettiği; 2012 ve 2014 yıllarında ise hem orta hem de uzun vadede negatif performans gösterdikleri görülmüştür. Kısaca çalışmanın sonucunda, çalışma kapsamına alınan 5 yıl boyunca halka arz edilen firmalar incelendiğinde uzun vadede negatif performans gösterdiği ortaya konmuştur. Çalışmaya göre halka arz edilen hisse senetlerini alarak yatırımcıların orta veya uzun vadede pazardan daha çok getiri elde etmesi mümkün değildir, tam tersine bu hisse senetlerini alan yatırımcıların zarar ettiği ortaya konulmuştur.

Kaya (2017), 2002-2006 yılları arasında BİST'te ilk kez halka arz edilen 38 şirketin uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Çalışmada olay etüdü yöntemi, satın al

elde tut yöntemi ve anormal getirinin hesaplanmasında CAPM yöntemi kullanılmıştır. Elde tutma yöntemine göre, 1.yılın sonunda 38 hisse senedinin 27 tanesi negatif getiri getirmiştir ve yaklaşık olarak 1.yıl sonundaki anormal getiri $-%13$ 'tür. 3.yıl sonundaki anormal getiri $%19$, 5.yıl sonundaki anormal getiri $%79$ olarak bulunmuştur. 1.yıl sonunda ortaya çıkan yüksek fiyatlama ile 3.yıl sonunda ortaya çıkan düşük fiyatlama istatistiksel olarak anlamlı bulunmazken, 5.yıl sonunda ortaya çıkan düşük fiyatlama istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani çalışmanın sonuçlarına göre, 2002-2006 yıllarında ilk kez halka arz edilen hisse senetlerine yatırımcıların 5 yıllık yatırım yapması halinde, hisse senetleri yatırımcılara olağanüstü getiri sağlanacaktır. Bu çalışmada genel olarak literatürdeki çalışmaların aksine ilk halka arz olan hisse senetlerini elde tutma süresi arttıkça pozitif anormal getiri de artmaktadır.

3. BÖLÜM

BİST'TE İLK KEZ HALKA ARZ OLMUŞ HİSSE SENETLERİNİN PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Fama'nın Etkin Piyasalar Hipotezine göre etkin bir piyasada herhangi bir şekilde piyasadan fazla getiri elde etmek mümkün değildir. Dolayısıyla etkin bir piyasada anormal getiri söz konusu olamamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, 2008 Küresel Finans Krizi ve Halka Arz Seferberliği sonrasında 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz edilmiş şirketlerin hisse senedi fiyatlamalarının gerçeğe uygun şekilde yapılıp yapılmadığını ve düşük fiyatlamaların varlığını tespit etmektir. Elde edilen bu sonuçlar çerçevesinde aynı zamanda Borsa İstanbul'un yarı etkin formda bir piyasa olup olmadığı da test edilecektir.

3.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Araştırmanın amacı olarak belirtildiği üzere, bu çalışmada Küresel Finans Krizi ve Halka Arz Seferberliği sonrasında Borsa İstanbul'da hızlanan ilk halka arzlar döneminde herhangi bir anormal getiri elde etmenin mümkün olup olmadığı incelenecektir. Dolayısıyla bu çalışma, 2008 Küresel Finans Krizi ve Halka Arz Seferberliği sonrası dönemde Borsa İstanbul'un etkinliğini genel olarak ve birçok farklı kategori bazında ayrı ayrı test etmesi açısından önem arz etmektedir.

3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLAMALARI

Bu çalışmada 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilmiş hisse senetlerinin fiyatlandırılmasının gerçeğe uygun yapılıp yapılmadığı yani herhangi bir düşük/yüksek fiyatlama olup olmadığı incelenecektir. Çalışmada Küresel Finans Krizi'nin etkilerinin hafiflediği ve Halka Arz Seferberliği'nin etkisini göstermeye başladığı

2010 yılından 2017 yılına kadar olan süreç ele alınmıştır. Çalışmamıza dair bir başka sınırlama ise; tüm halka arzlar değil yalnızca ilk halka arzlar incelenmiştir.

Hisse senedi fiyat verileri, sektör verileri ve piyasa endeksi vb. veriler Borsa İstanbul (<https://datastore.borsaistanbul.com/>) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinden (<https://www.kap.org.tr/tr/>) sağlanmıştır. Yıllar bazında hangi şirketlerin halka açıldığı bilgisi ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun (<http://www.spk.gov.tr/>) internet sitesinden sağlanmıştır.

3.4. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Fama'nın öne sürdüğü Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre bir menkul kıymetin fiyatı, içerisinde yer aldığı piyasada bulunan tüm bilgileri yansıtmaktadır. Bu hipoteze göre genel olarak üç tür piyasa vardır; güçlü formda etkin piyasa, yarı güçlü formda etkin piyasa ve zayıf formda etkin piyasa. Bir yatırımcı herhangi bir şekilde etkin bir piyasada piyasanın üzerinde getiri elde edememektedir; çünkü zaten etkin piyasada yer alan menkul kıymetin fiyatı kamuoyuna duyurulmuş, duyurulmamış tüm verileri içerisinde barındırmaktadır. Yarı güçlü formda etkin piyasalarda, piyasadaki hisse senedi fiyatı yalnızca geçmiş verileri ve kamuoyuna duyurulan bilgileri içermektedir. Zayıf formda etkin piyasalarda ise menkul kıymetler yalnızca geçmiş fiyat bilgilerini içermektedir.

Bu bilgilerden hareketle Etkin Piyasa Hipotezi 'ne göre eğer yarı güçlü formda etkin bir piyasada işlem yapılıyorsa bu piyasada kamuoyuna açıklanan bilgilerden dolayı yatırımcıların anormal gelir elde etmeleri mümkün değildir. Çünkü zaten bu piyasadaki hisse senedi fiyatları kamuoyuna açık bilgileri bünyesinde barındırır, herhangi yeni bir açıklamada bu yeni bilgi hızla hisse senedi fiyatlarına yansır ve yeni denge fiyatı oluşur.

Olay etüdü yöntemi; herhangi bir olayın o piyasada yer alan hisse senetleri üzerindeki etkisini ölçmeye yarar. Eğer herhangi bir piyasada kamuoyuna açıklanan bu bilgilerle anormal getiri elde etmenin mümkün olup olmadığı incelenecekse olay etüdü yöntemine başvurulabilir (Kaderli & Demir, 2009, s. 47). Bu sayede olay etüdü yöntemi ile piyasaların etkinliği de ölçülebilmektedir. Bu çalışmada kamuoyuna açıklanan bilgi olarak şirketlerin halka açılmaları ele alınacaktır.

3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUMLANMASI

3.5.1. Yöntem ve Kapsam (Metodoloji)

Çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılmıştır. Olay etüdü yönteminde, anormal getirinin hesaplanmasında ise piyasa modeli kullanılmış olup bu modelde bir hisse senedinin piyasanın ne kadar üzerinde/altında getiri(anormal getiri) elde ettiğini bulmak için hisse senedinin getirisi ile piyasanın o günkü getirisi arasındaki farka bakılmaktadır. İlk kez halka arz olan şirketlerin halka arz gününden önce herhangi bir hisse senedi fiyatı bilgisi bulunmadığı için Beta katsayısı 1 olarak kabul edilmektedir.

Olay tarihi olarak halka açılma yani şirketlerin hisse senetlerini ilk defa piyasaya sundukları gün ele alınacaktır. Her bir iş gününe ait hisse senedinin getirisi ve anormal getirisi hesaplanmıştır ve günlük getirilerin hesaplanmasında gün sonu kapanış değerleri alınmıştır. Düzeltilmiş getiri hesaplamalarında ise Borsa İstanbul'daki piyasa verilerini temsilen BİST 100 Endeks verileri kullanılmıştır. Araştırmada, olay tarihi sonrasındaki 15 iş günü şirketlerin hisse kapanış fiyatları ve BİST 100 Endeksi verileri kullanılmıştır. Olay tarihinin üzerinden geçen sürenin uzaması, hisse senedi fiyatlarının başka birçok faktörden etkilenmesine neden olduğu için toplam süre 15 iş günü ile sınırlı tutulmuştur.

3.5.2. Formüller

3.5.2.1. Hisse Senetlerinin Günlük Getirilerinin Hesaplanması

Öncelikle her hisse senedinin 't' günündeki getirisi ($R_{i,t}$) hesaplanmaktadır. Hisse senedinin getirisi ($R_{i,t}$), hisse senedinin gün sonundaki kapanış fiyatının ($P_{i,t}$) bir önceki gün sonu kapanış fiyatına ($P_{i,t-1}$) oranlanmasıyla hesaplanır;

$$R_{i,t} = (P_{i,t}/P_{i,t-1}) - 1$$

$R_{i,t}$ = Hisse senedinin "t" günündeki getirisi

$P_{i,t}$ = Hisse senedinin "t" günündeki kapanış fiyatı

$P_{i,t-1}$ = Hisse senedinin "t-1" günündeki kapanış fiyatı

3.5.2.2. Piyasa Getirisinin Hesaplanması

Piyasa getirisinin hesaplamasında piyasa verilerini temsilen BİST 100 endeks verileri kullanılmaktadır.

$$R_{m,t} = (P_{m,t}/P_{m,t-1}) - 1$$

$R_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin "t" günündeki getirisi

$P_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin "t" günündeki kapanış fiyatı

$P_{m,t-1}$ = BİST 100 endeksinin "t-1" günündeki kapanış fiyatı

3.5.2.3. Anormal Getirinin Hesaplanması

Anormal getiri ($AR_{i,t}$), bir hisse senedinin getirisinin piyasa getirisinden ne kadar farklılaştığını yani piyasa getirisinin ne kadar üzerinde veya altında getiri sağladığını gösterir. Dolayısıyla bir hisse senedinin herhangi bir gündeki ham getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark anormal getiriyi verir.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$R_{i,t}$ = Hisse senedinin "t" günündeki getirisi,

$R_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin "t" günündeki getirisi

Herhangi bir t gününde ise n tane hisse senedinin anormal getirisini bulmak için aşağıdaki formülasyon kullanılır;

$$\overline{AR}_t = (\sum_i^n AR_{i,t})/n$$

3.5.2.4. Birikimli/Kümülatif Anormal Getirinin Hesaplanması

Anormal getiri bir hisse senedi getirisinin günlük olarak piyasa getirisinden farkını gösterirken, birikimli anormal getiri hisse senedinin halka arz edildiği günden ilgili güne kadar olan toplam getiriyi vermektedir;

$$CAR_t = \sum_0^t AR_t$$

CAR_t = Hisse senedinin “t” gününe kadar olan toplam anormal getirisi

AR_t = Hisse senedinin “t” günündeki anormal getirisi

3.5.2.5. AR ve CAR Değerlerinin İstatistiksel Anlamlılıklarının Hesaplanması

Hisse senedi getirilerinin sıfırdan farklı olup olmadığını anlamak, yani H_0 hipotezini test etmek adına aşağıdaki formül ile “t değeri” hesaplanmaktadır. Bulunan bu t değeri, H_0 'ın reddedilip reddedilemeyeceğini, eğer reddedilebilirse hangi güven aralığında reddedilebileceğini gösterir.

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\frac{\sigma_{\overline{AR}_t}}{\sqrt{n}}}$$

t= t değeri

$\sigma_{\overline{AR}_t}$ = Anormal getirilerin standart sapması

n= Örnekleme dahil şirket sayısı

3.5.3. Hipotezler

Yarı güçlü formda etkin piyasalarda, piyasa geçmiş verilerin bilgisine ve kamuoyuna duyurulan bilgilere sahiptir. Dolayısıyla bu piyasalarda ilk kez halka arz olan bir şirketin hisse senetlerini alarak normalin üzerinde getiri elde etmek mümkün değildir. Piyasada anormal getiri elde etmek mümkün olup olmadığını aşağıdaki hipotezler doğrultusunda incelenmektedir;

H_0 : İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin halka arz edildiği gün ortalama anormal getirileri ve 15 günlük kümülatif anormal getirilerin sıfıra eşittir ve piyasa üstü getiri elde etmenin mümkün değildir.

H_1 : İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin halka arz edildiği gün ortalama anormal getirileri ve 15 günlük kümülatif anormal getirilerin sıfıra eşit değildir ve piyasa üstü getiri elde etmenin mümkündür.

$$H_0: \overline{CAR}_t = 0$$

$$H_1: \overline{CAR}_t \neq 0$$

3.5.4. Veriler

2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz olan 109 şirketin hisse senetleri olay etüdü yöntemi ile incelenmiştir. Ayrıca bu şirketler; yıl, sektör, halka arz yöntemleri, piyasa değerleri, aracılık yöntemleri, işlem gördükleri pazarlar, halka arz zamanlaması bazında ayrıca incelenmiştir.

3.5.5. Bulgular

Analize dahil edilen 109 şirketin halka arz edilmesi sonucunda hisse senetlerinin ilk gün getirisi %1,66, ilk gün anormal getiri ise %1,59 olarak bulunmuştur. İlk gün elde edilen anormal getiri, düşük fiyatlamanın var olduğunun göstergesidir ve bulunan bu sonuç literatür ile uyumludur. Ayrıca ilk gün elde edilen anormal getiri istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır.

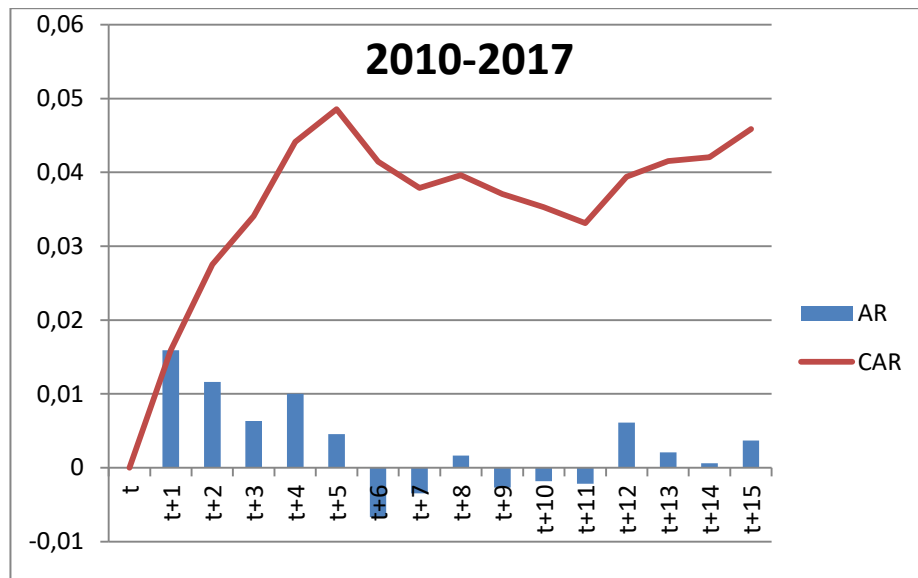
Analize dâhil edilen 109 şirketten 50 tanesinin hisse senetleri 15 gün sonunda pozitif getiri sağlarken, 59 tanesinin hisse senetleri negatif getiri sağlamıştır. Yani 50 şirketin hisse senedinde düşük fiyatlama söz konusuysen, 59 şirketin hisse senedinde yüksek fiyatlama söz konusudur.

Tüm hisse senetlerinin günlük olarak ortalama anormal getirileri ile ortalama kümülatif anormal getirilerine Tablo 3'de yer verilmiştir. En yüksek anormal getiri %1 düzeyinde anlamlı olarak t+1.gün(0,0159) elde edilirken onu %5 düzeyinde anlamlı olan t+2.gün anormal getirisi(0,0116) izlemiştir.

Tablo 3: İlk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri³

GÜN	AR	CAR
t+1	0,0159***	0,0159***
t+2	0,0116**	0,0275***
t+3	0,0063*	0,0341***
t+4	0,0100***	0,0441***
t+5	0,0046	0,0485***
t+6	-0,0067**	0,0415***
t+7	-0,0035	0,0379***
t+8	0,0016	0,0396***
t+9	-0,0027	0,0370**
t+10	-0,0018	0,0353**
t+11	-0,0021	0,0331*
t+12	0,0061**	0,0394**
t+13	0,0021	0,0415**
t+14	0,0006	0,0420**
t+15	0,0037	0,0459**

Şekil 3: İlk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



³ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Şekil 3'te görüldüğü üzere, anormal getiriler hisse senetlerinin halka arz olduğu günden sonraki ilk 5 gün boyunca pozitifdir, ancak 6. 7. ,9. ,10. ve 11. günlerde hisse senetleri negatif anormal getiri getirmiş yani yatırımcılara kaybettirmiştir. Toplamda ilk kez halka arz olmuş hisse senetleri 10 gün pozitif anormal getiri sağlarken 5 gün negatif anormal getiri sağlamıştır.

Kümülatif anormal getirinin en yüksek olduğu gün yaklaşık %5 getiri ile t+5. gündür ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. Sonraki günlerde negatif anormal getiriler nedeniyle kümülatif anormal getiri t+5.gündeki değerinden daha düşük olsa da hep pozitifdir ve t+15.gün sonunda %4,59 getiri sağlamıştır. Ayrıca tüm günler için kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş hisse senetleri için tüm günlerde anlamlı bir kümülatif anormal getiri elde edilmektedir.

Bu verilere göre 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka açılan şirketlerin hisse senetleri ilk gün yüksek performans göstermektedir ve yatırımcılara %1,59 piyasa üzeri getiri sağlamaktadır. Ayrıca kısa vadeli (15 günlük) satın al ve elde tut stratejisi uygulayan yatırımcılar da %4,59 oranında piyasa üzerinde getiri elde etmektedir. Ancak en yüksek kümülatif anormal getiri %4,85 ile 5. günde olduğu için ilk halka arz günü satın alınan hisse senetlerinin 5. gün sonuna kadar elde tutulması, bundan sonra satılması en mantıklı stratejidir.

3.5.5.1. Yıllara Göre Bulgular

Çalışma kapsamında ilk kez halka arz olan şirketlerin anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri yıllar bazında ayrıca incelenmiştir.

Tablo 4: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ilk gün ve 15 günlük kısa dönem performansları⁴

YIL	ANALİZ EDİLEN ŞİRKET SAYISI	İLK GÜN ELDE EDİLEN ANORMAL GETİRİ	15 GÜNLÜK KÜMÜLATİF ANORMAL GETİRİ
2010	21	0,0240*	0,0308
2011	24	0,0264**	0,0805*
2012	24	0,0132	0,0311
2013	17	0,0076	0,0627*
2014	13	0,0036	-0,0036
2015	6	0,0174	0,0959*
2016	1	0,0059	-0,0837
2017	3	-0,0031	0,0540

Tablo 5: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ortalama günlük anormal getirileri⁵

YIL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
t+1	0,0240*	0,0264**	0,0132	0,0076	0,0036	0,0174	0,0059	-0,0031
t+2	0,0158	0,0040	0,0172*	0,0203*	-0,0010	0,0261*	-0,0257	-0,0119
t+3	-0,0049	0,0134	0,0126	0,0042	0,0003	0,0158	-0,0232	0,0074
t+4	0,0092	0,0064	0,0091	-0,0015	-0,0034	0,0579**	0,0394	0,0689
t+5	0,0184**	0,0127	-0,0090	0,0083	-0,0032	-0,0191	-0,0203	0,0199
t+6	-0,0071	-0,0114**	-0,0071	-0,0099**	0,0004	-0,0082	0,0087	0,0237
t+7	-0,0132	-0,0086*	-0,0016	0,0171*	-0,0057	0,0012	-0,0168	-0,0204**
t+8	0,0038	0,0016	-0,0042	0,0019	0,0082***	0,0051	-0,0019	-0,0013
t+9	0,0007	0,0033	0,0011	-0,0111*	-0,0045	-0,0121	-0,0059	-0,0283
t+10	-0,0063	0,0146	-0,0061	-0,0070	-0,0061	0,0070	-0,0005	-0,0376
t+11	-0,0084**	0,0006	-0,0095	0,0075*	0,0016	0,0019	-0,0097	0,0021
t+12	0,0085	0,0140	0,0054	0,0019	-0,0007	0,0073	0,0063	-0,0151
t+13	-0,0062	0,0076	0,0018	0,0061	0,0025	0,0021	-0,0075	-0,0041
t+14	0,0014	0,0005	-0,0064	0,0081	0,0014	0,0011	-0,0136	0,0100
t+15	-0,0047	-0,0047	0,0147	0,0092*	0,0030	-0,0077*	-0,0186	0,0438

⁴ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

⁵ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Tablo 6: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin ortalama günlük kümülatif anormal getirileri⁶

YIL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
t+1	0,0240*	0,0264**	0,0132	0,0076	0,0036	0,0174	0,0059	-0,0031
t+2	0,0397	0,0304*	0,0304	0,0279	0,0026	0,0435	-0,0199	-0,0151**
t+3	0,0348	0,0439*	0,0439*	0,0321	0,0029	0,0594	-0,0430	-0,0077
t+4	0,0440	0,0503*	0,0532*	0,0306	-0,0005	0,1173**	-0,0036	0,0612
t+5	0,0624*	0,0631**	0,0435*	0,0389*	-0,0037	0,0982*	-0,0240	0,0811
t+6	0,0553*	0,0517*	0,0346	0,0290	-0,0033	0,0900	-0,0153	0,1048
t+7	0,0420	0,0431	0,0326	0,0461*	-0,0090	0,0912*	-0,0321	0,0844
t+8	0,0458	0,0446	0,0286	0,0479*	-0,0008	0,0963*	-0,0340	0,0831
t+9	0,0465	0,0479	0,0302	0,0368	-0,0053	0,0842*	-0,0399	0,0549
t+10	0,0403	0,0626	0,0243	0,0298	-0,0114	0,0912*	-0,0404	0,0172
t+11	0,0319	0,0632*	0,0147	0,0373	-0,0098	0,0931*	-0,0502	0,0193
t+12	0,0403	0,0771*	0,0208	0,0392	-0,0105	0,1004*	-0,0439	0,0043
t+13	0,0341	0,0847**	0,0227	0,0453	-0,0080	0,1025*	-0,0515	0,0002
t+14	0,0355	0,0851**	0,0160	0,0534	-0,0066	0,1036**	-0,0650	0,0102
t+15	0,0308	0,0805*	0,0311	0,0627*	-0,0036	0,0959*	-0,0837	0,0540

Tablo 6'da görüldüğü üzere en yüksek ilk gün anormal getirisi %2,64 ile 2011 yılındadır ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. İkinci en yüksek ilk gün anormal getirisi ise %2,4 ile 2010 yılına aittir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. 15 günlük en yüksek kümülatif anormal getiri ise %9,59 ile 2015 yılına aittir ve bu getiri istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlıdır. Bunu takip eden en yüksek ikinci ve üçüncü kümülatif anormal getiri ise sırasıyla %8,05 ile 2011 yılına ve %6,27 ile 2013 yılına aittir, bu getiriler de %10 düzeyinde anlamlıdır. 2017 yılı hariç tüm yıllarda ilk gün anormal getirisi pozitif ve yatırımcılara ilk gün piyasanın üzerinde bir getiri sağlamıştır. Ancak sadece 2010 ve 2011 yıllarında istatistiksel olarak anlamlı bir düşük fiyatlama mevcuttur. 2014 ve 2016 yılları hariç diğer yıllarda ise 15 günlük kısa dönem kümülatif anormal getirisi pozitifdir.

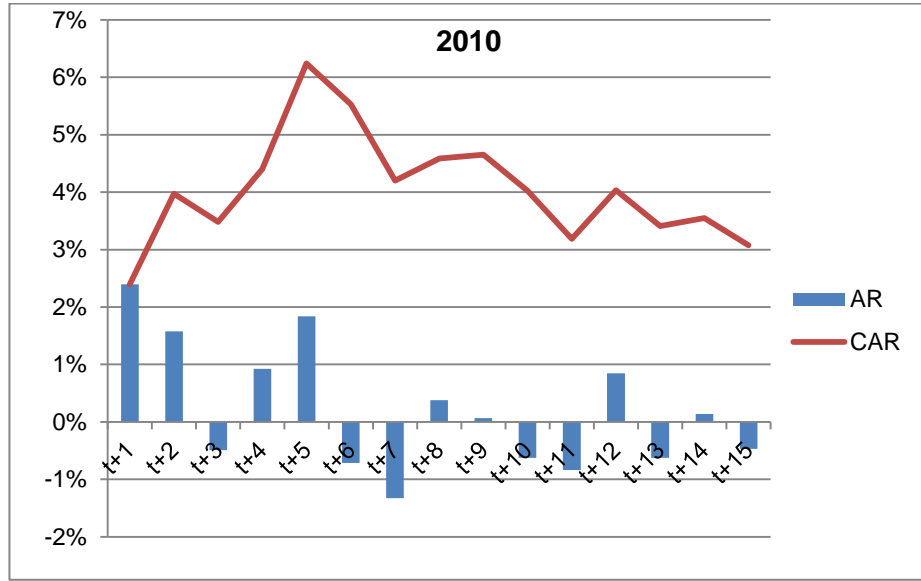
2010 yılında ilk kez halka arz edilen 21 şirketin 8'i, 2011 yılında 24 şirketin 9'u, 2012 yılında 24 şirketin 11'i, 2013 yılında 17 şirketin 11'i, 2014 yılında 13 şirketin 5'i, 2015

⁶ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

yılında 6 şirketin 5'i ve 2017 yılında 3 şirketin 1'i 15 günün sonunda pozitif kümülatif anormal getiri sağlamıştır.

3.5.5.1.1. 2010 Yılı

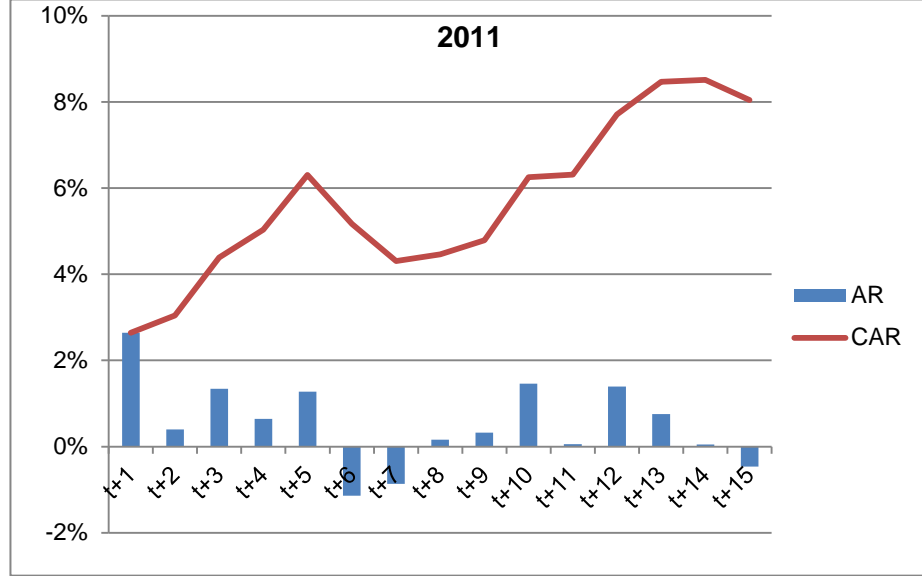
Şekil 4: 2010 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2010 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %2,4'tür ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla 2010 yılında ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur. 2010 yılında en yüksek kümülatif getiri ise %6,24 ile 5.gündedir, yani 2010 yılında satın al elde tut stratejisine göre ilk halka arz edildiği gün hisse senetlerini alan bir yatırımcı 5.gün sonunda %6,24 oranında bir piyasa üstü getiri elde edecektir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Bu günden sonra hisse senetlerini elde tutmasına gerek yoktur, 15.gün sonunda kümülatif anormal getiri(%3,08) pozitif olsa da 5.günden sonra kümülatif anormal getirilerde negatif anormal getiriler nedeniyle düşüş yaşanmıştır.

3.5.5.1.2. 2011 Yılı

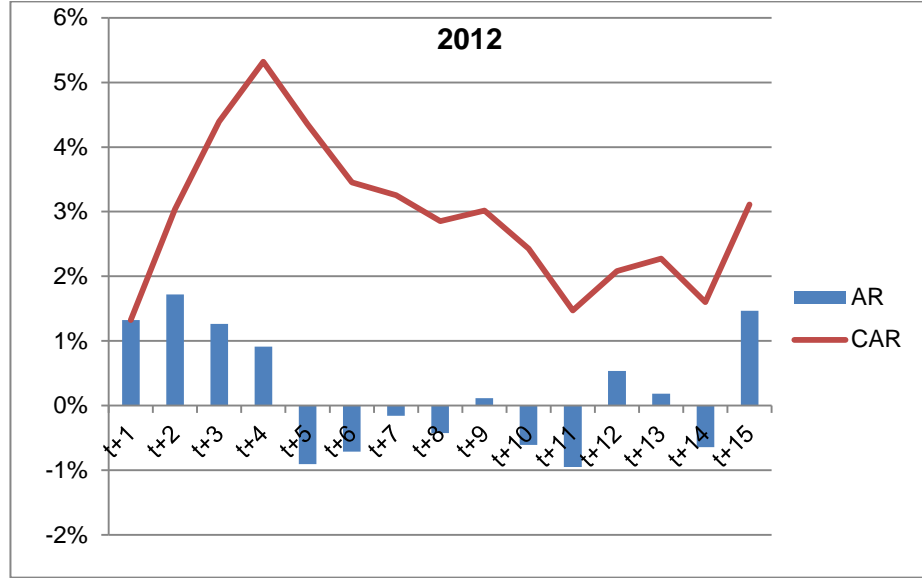
Şekil 5: 2011 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2011 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %2,64'tür ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla 2011 yılında ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur. 2011 yılında elde edilen en yüksek kümülatif getiri ise %8,51 ile 14.gündedir ve %5 düzeyinde anlamlıdır, yani 2011 yılında satın al elde tut stratejisine göre ilk halka arz edildiği gün hisse senetlerini alan bir yatırımcı 14.gün sonunda %8,51 oranında bir piyasa üstü getiri elde edecektir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 14.gün sonunda bu hisse senetleri yatırımcılar tarafından elden çıkarılmalıdır.

3.5.5.1.3. 2012 Yılı

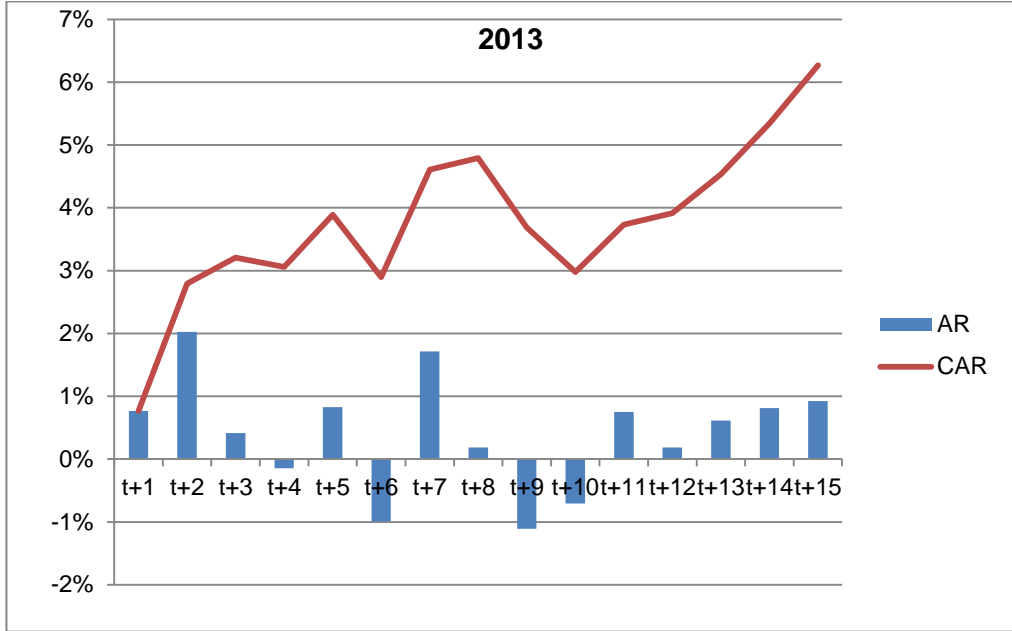
Şekil 6: 2012 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2012 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %1,32'dir. En yüksek kümülatif getiri ise %5,32 ile 4.günde elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. 4.günden sonra hisse senetlerinin elde tutulmasına gerek yoktur, her ne kadar 15.gün sonunda kümülatif anormal getiri(%3,11) pozitif olsa da elde edilen getiri 4.günden sonra düşmeye başladığı için 4.günden daha yüksek bir kümülatif getiri mevcut değildir.

3.5.5.1.4. 2013 Yılı

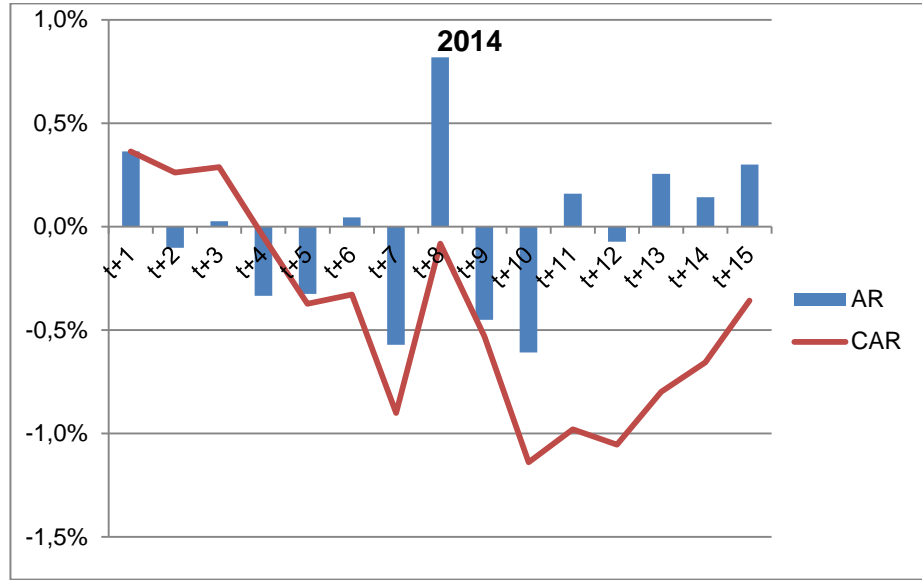
Şekil 7: 2013 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2013 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %0,76'dır. 2013 yılında en yüksek kümülatif getiri %6,27 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla 2013 yılında ilk kez halka arz olduğu tarihte satın alınan bir hisse senedi satın al ve elde tut stratejisine göre 15 gün boyunca elde tutulmalıdır, bu sayede %6,27 oranında piyasa üstü getiri elde etmek mümkün olur.

3.5.5.1.5. 2014 Yılı

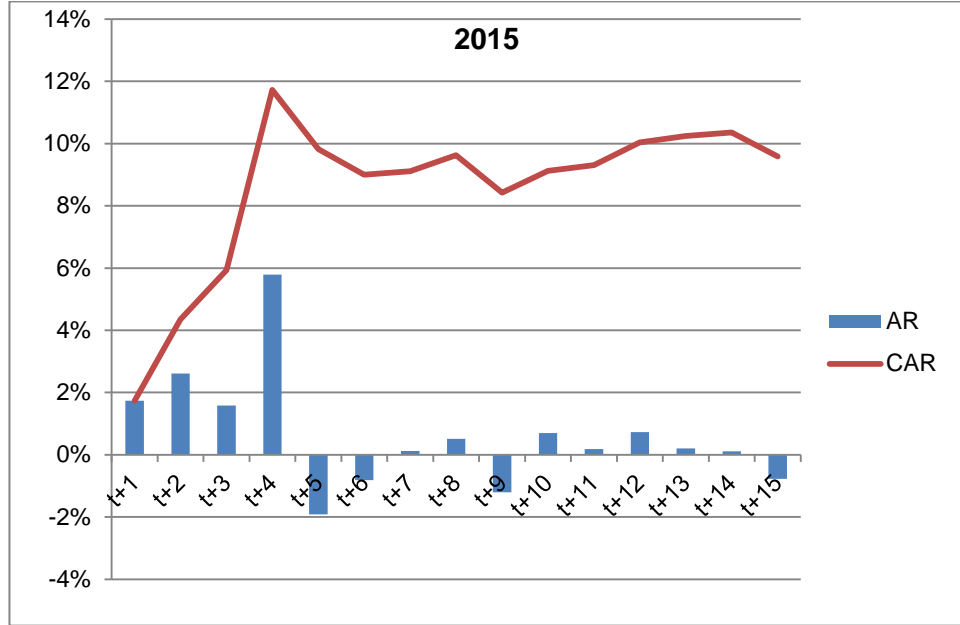
Şekil 8: 2014 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2014 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %0,36'dır ve 2014 yılında en yüksek kümülatif getiri %0,36 ile 1.günde elde edilmiştir. Sonraki günlerde negatif anormal getiriler nedeniyle kümülatif anormal getiriler azalmış, 3.günden ise sonra hisse senetlerinin kümülatif anormal getirisi her gün negatif olmuştur. Her ne kadar 8.gün %0,82'lik bir pozitif anormal getiri elde edilse de kümülatif anormal getiri diğer günlerde negatif değer almaya devam etmiştir. Ayrıca 2014 yılı için hiçbir günde elde edilen kümülatif anormal getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

3.5.5.1.6. 2015 Yılı

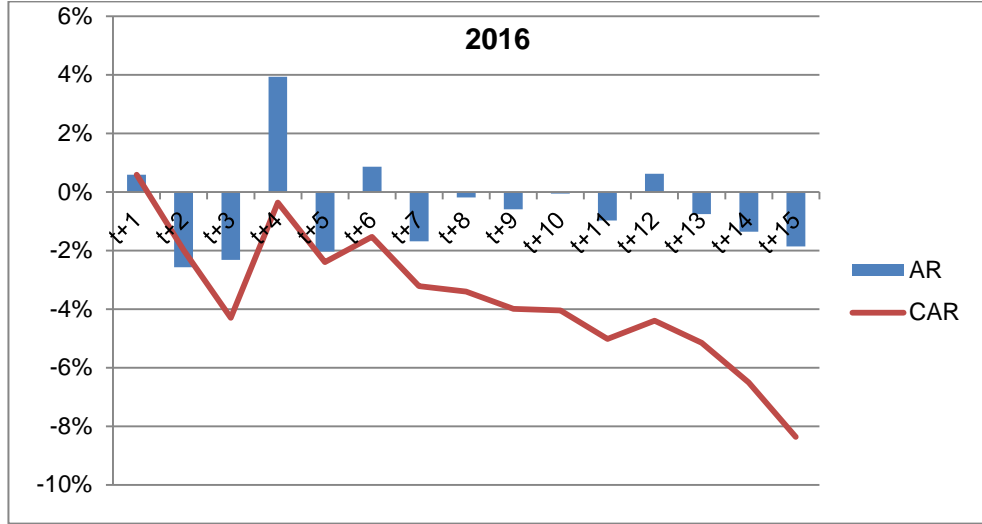
Şekil 9: 2015 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2015 yılında elde edilen ilk gün anormal getirisi %0,59'dur, en yüksek anormal getiri ise %5,79 getiri ile 4.güne aittir ve %5 düzeyinde anlamlıdır. En yüksek kümülatif getiri ise %11,73 ile 4.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Her ne kadar 15.gün sonunda kümülatif anormal getiri(%9,59) pozitif olsa da elde edilen getiri 4.gün elde edilen getirinin üzerinde değildir, dolayısıyla 4.günden sonra hisse senetlerinin elde tutulmasına gerek yoktur.

3.5.5.1.7. 2016 Yılı

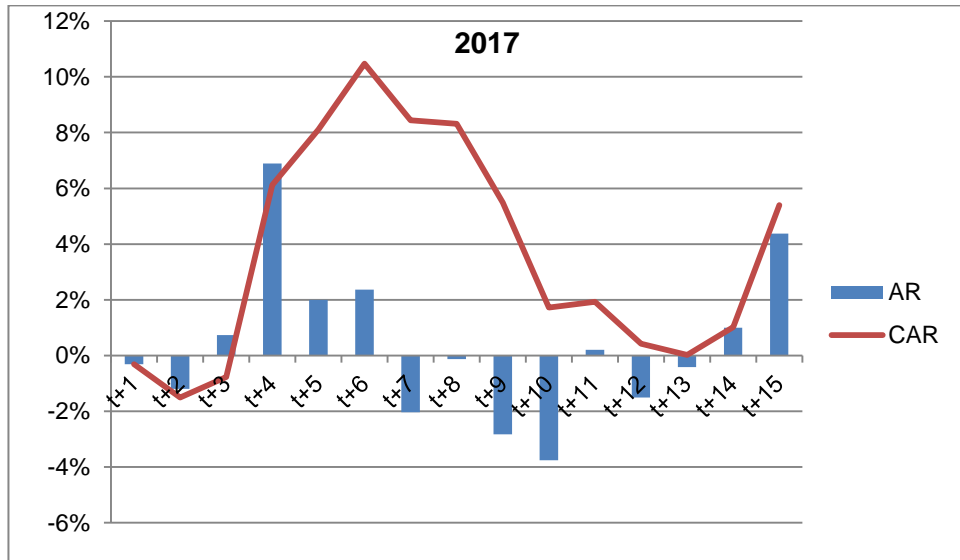
Şekil 10: 2016 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2016 yılında sadece 1.günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir, dolayısıyla en yüksek kümülatif anormal getiri %0,59 ile 1.günde elde edilmiştir. 1.günden sonra tüm günler için kümülatif anormal getiri negatiftir.

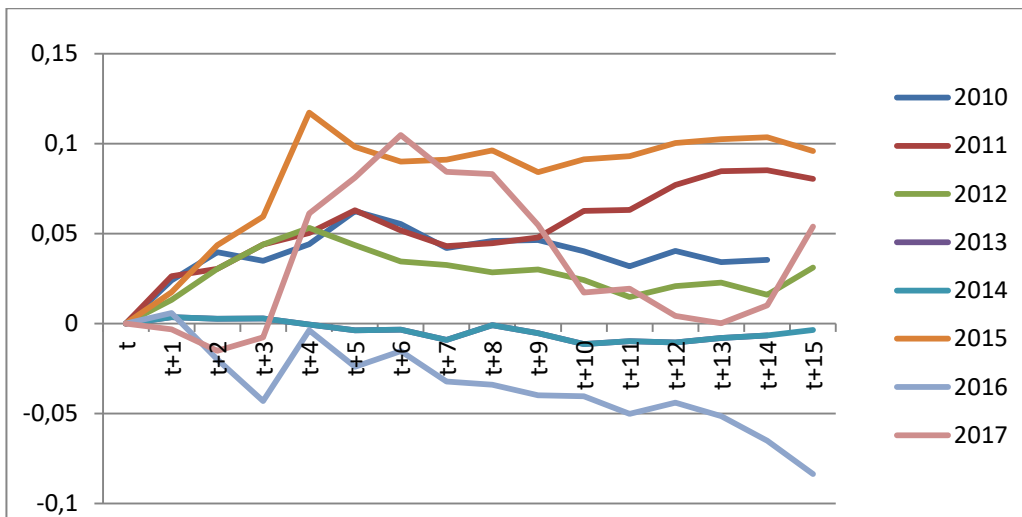
3.5.5.1.8. 2017 Yılı

Şekil 11: 2017 yılında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



2017 yılında ise diğer yıllardan farklı olarak ilk gün anormal getirisi negatiftir (-%0,31), ancak daha sonraki günlerde elde edilen pozitif anormal getiriler sayesinde kümülatif anormal getirilerde pozitif değer almıştır. En yüksek kümülatif getiri %10,48 ile 6.günde elde edilmiştir, ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Şekil 12: Yıllar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif anormal getirileri



Şekil 12'de görüldüğü üzere, en yüksek 15 günlük kümülatif getiri %9,59 ile 2015 yılına aittir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır, en düşük 15 günlük kümülatif getiri ise -%8,37 ile 2016 yılına aittir. 2014 ve 2016 yıllarında 15 günlük kümülatif anormal getiri negatif değer alırken, diğer 5 yıl pozitif değerdedir. 15 günlük süre sonunda 2010,2011,2012,2013,2015 ve 2017 yılları ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin kümülatif getirisi pozitifdir. Anlamlı getiri elde edilen 2010, 2013, 2015 yılları, yatırım yapan yatırımcılara piyasa üstünde getiri sağlamıştır.

3.5.5.2. Sektörlere Göre Bulgular

2010-2017 yılları arasında toplam 12 ayrı sektörde halka arzlar gerçekleştirilmiştir. Kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ile gayrimenkul faaliyetleri sektöründe herhangi bir halka arz gerçekleştirilmemiştir.

Tablo 7: Sektörel bazda ilk kez halka arz edilen şirket sayıları

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOPLAM
TARIM, ORMAN VE BALIKÇILIK		1	1	2					4
MADENCİLİK	1								1
İMALAT SANAYİİ	6	7	10	6	8	3	1		41
ELEKTRİK GAZ VE SU	1			1	1				3
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	1		1	2					4
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	1	5	4	1	1			1	13
ULAŞTIRMA, HABERLEŞME VE DEPOLAMA	2		1	1					4
MALİ KURULUŞLAR	10	6	4	4	3	2		1	30
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER		1							1
TEKNOLOJİ	1	2						1	4
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAA.			1						1
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAA.			2			1			3
ANALİZE DAHİL EDİLEN ŞİRKET SAYISI	23	22	24	17	13	6	1	3	109
HALKA ARZ OLAN TOPLAM ŞİRKET SAYISI	24	25	26	18	13	6	1	3	116

Tablo 7’de görüldüğü üzere, 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz edilen şirketler 12 ayrı sektörde yer almaktadır. Ancak madencilik sektörü, eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü ve mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe sadece 1 tane şirket halka açıldığı için, anormal getiri ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılık hesaplamaları bu 3 sektör için yapılmamıştır.

Tablo 8’de görüldüğü üzere sektörel bazda elektrik, gaz ve su sektörü dışındaki tüm sektörlerde ilk gün anormal getiri söz konusudur. En yüksek ilk gün getirisi %5,39 ile tarım ormancılık ve balıkçılık sektörüne, ikinci en yüksek ilk gün getirisi %5,03 ile teknoloji sektörüne aittir ve bu anormal getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla istatistiksel olarak en yüksek ilk gün düşük fiyatlaması teknoloji sektöründe gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Sektörler bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri⁷

SEKTÖR	ELEKTRİK GAZ VE SU	İDARİ VE DESTEK HİZMET FAA.	İMALAT SANAYİ	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	MALİ KURULUŞLAR	TARIM ORMAN. VE BALIKÇILIK	TEKNOLOJİ	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	ULAŞTIRMA, HABER. VE DEPOLAMA
t+1	-0,0221**	0,0480	0,0183**	0,0145	0,0122	0,0539	0,0503**	0,0102	0,0151
t+2	0,0003	-0,0164	0,0094	0,0359	0,0116	0,0498	-0,0150	0,0191	0,0071
t+3	0,0312	-0,0030	0,0105	-0,0146	0,0018	0,0192**	0,0303	0,0014	-0,0067
t+4	0,0073***	0,0208	0,0116**	0,0145	0,0129*	0,0273	0,0267	-0,0108	0,0058
t+5	0,0077	-0,0137	0,0019	-0,0210	0,0045	0,0124	0,0112	0,0138	0,0359
t+6	0,0062	-0,0074	0,0074**	0,0018	-0,0029	-0,0207	-0,0036	-0,0206	0,0070*
t+7	-0,0062	0,0123	-0,0062	0,0279	-0,0037	0,0003	0,0209	-0,0205***	0,0062
t+8	0,0091	0,0431	0,0052	0,0084	0,0008	0,0133	-0,0213*	-0,0186*	0,0199***
t+9	0,0003	-0,0110	-0,0032	-0,0057	-0,0037	0,0408	-0,0104	-0,0117**	0,0045
t+10	0,0093	-0,0085	-0,0066	-0,0056	-0,0028	0,0669*	0,0028	-0,0015	-0,0017
t+11	0,0035*	-0,0040	-0,0021	-0,0025	-0,0042	-0,0018	0,0076	-0,0008	-0,0061
t+12	0,0072	0,0108	0,0063*	-0,0136	0,0039	-0,0278*	0,0779	0,0002	0,0169
t+13	-0,0047	0,0064	-0,0005	0,0209	-0,0038	-0,0056	0,0330	0,0021	0,0301
t+14	0,0041	0,0143	0,0060	0,0001	-0,0044**	-0,0084	-0,0090	-0,0048	0,0023
t+15	0,0036	-0,0008	0,0066	0,0077	-0,0048*	0,0164	0,0046	-0,0010	0,0371**

⁷ *%10, **%5, ***%1’de anlamlıdır.

Tablo 9: Sektörler bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri⁸

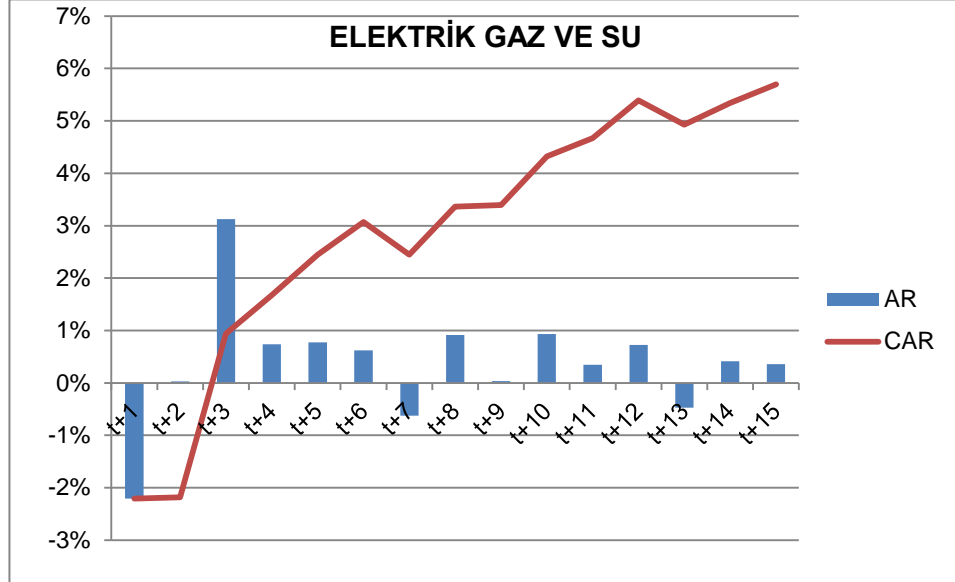
SEKTÖR	ELEKTRİK GAZ VE SU	İDARI VE DESTEK HİZMET FAA.	İMALAT SANAYİ	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	MALİ KURULUŞLAR	TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	TEKNOLOJİ	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	ULAŞTIRMA, HABER. VE DEPOLAMA
t+1	-0,0221**	0,0480	0,0183**	0,0145	0,0122	0,0539	0,0503**	0,0102	0,0151
t+2	-0,0218	0,0316	0,0277*	0,0504	0,0239	0,1037	0,0353*	0,0293	0,0222
t+3	0,0094	0,0286	0,0383*	0,0358	0,0257	0,1229	0,0656	0,0308	0,0155
t+4	0,0168	0,0494	0,0498**	0,0503	0,0386*	0,1502	0,0923*	0,0200	0,0214
t+5	0,0245	0,0357	0,0518**	0,0293	0,0430*	0,1627	0,1035	0,0338	0,0573
t+6	0,0307	0,0282	0,0443*	0,0312	0,0401*	0,1420	0,1000	0,0133	0,0643
t+7	0,0245	0,0406	0,0382*	0,0591	0,0363*	0,1423	0,1209	-0,0073	0,0705
t+8	0,0336	0,0837	0,0433*	0,0675	0,0371*	0,1557	0,0996	-0,0259*	0,0904
t+9	0,0339	0,0727	0,0402	0,0618	0,0334	0,1965	0,0892	-0,0375**	0,0949
t+10	0,0432	0,0642	0,0336	0,0562	0,0305	0,2634	0,0919	-0,0390*	0,0932
t+11	0,0467	0,0601	0,0315	0,0537	0,0264	0,2615	0,0995	-0,0398*	0,0871
t+12	0,0539	0,0709	0,0378	0,0401	0,0303	0,2337	0,1774*	-0,0397*	0,1040
t+13	0,0492	0,0773	0,0373	0,0610	0,0265	0,2282	0,2104*	-0,0375*	0,1341*
t+14	0,0534	0,0915	0,0433*	0,0611	0,0221	0,2198	0,2014*	-0,0423*	0,1363*
t+15	0,0570	0,0907	0,0498*	0,0688	0,0174	0,2361	0,2060*	-0,0434*	0,1734*

Tablo 9'da görüldüğü üzere, sektörel bazda 15 günlük kümülatif anormal getiriler incelendiğinde anormal getirilerde olduğu gibi en yüksek kümülatif anormal getiri %23,61 ile tarım ormancılık ve balıkçılık sektörüne, ikinci en yüksek kümülatif anormal getiri %20,6 ile teknoloji sektörüne aittir ve bu anormal getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. 15 günün sonunda istatistiksel olarak anlamlı en yüksek kümülatif anormal getiri teknoloji sektörüne aittir. En düşük kümülatif anormal getiri ise -%4,34 ile toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörüne aittir ve %10 düzeyinde anlamlıdır.

⁸ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

3.5.5.2.1. Elektrik Gaz ve Su Sektörü

Şekil 14: Elektrik, gaz ve su sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

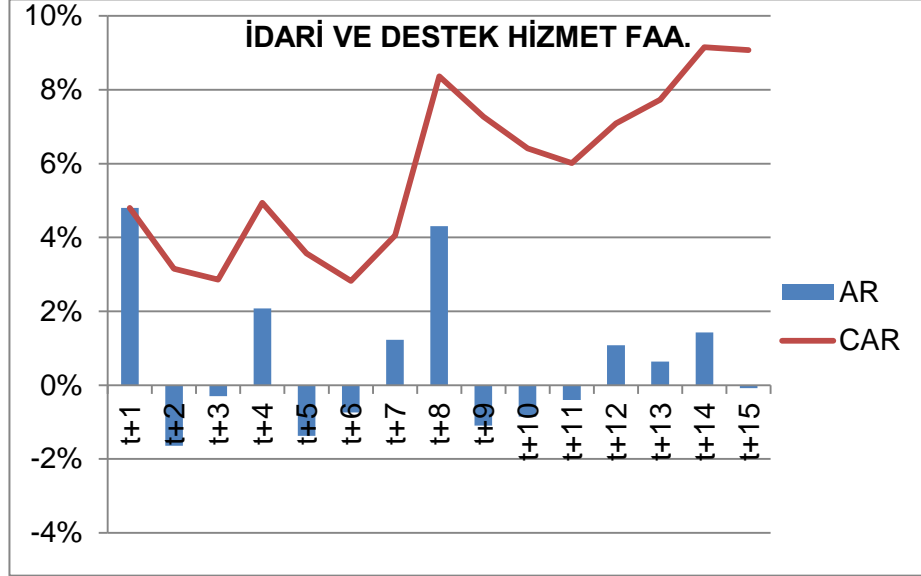


Tablo 9’da görüldüğü üzere elektrik, gaz ve su sektöründe 1.gün diğer sektörlerden farklı olarak negatif anormal getiri yani negatif götürü elde edilmiştir. İlk gün elde edilen anormal getiri $-2,21$ oranındadır ve bu negatif getiri 5 düzeyinde anlamlıdır. Bu durumda, elektrik, gaz ve su sektörü için ilk gün yüksek fiyatlamaya mevcuttur denilebilir; zira yatırımcılara piyasaya altında getiri sağlamıştır.

Sektörde 1. ,7.ve 13.günlerde negatif getiri elde edilmiş, bu günlerin dışında toplam 12 günde pozitif getiri elde edilmiştir. İstatistiksel olarak 1.gün getirisi 5 , 4. gün getirisi 1 , 11.gün getirisi ise 10 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Ancak 1. gün haricinde herhangi bir gün için kümülatif anormal getiri bu sektörde anlamlı çıkmamıştır.

3.5.5.2.2. İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörü

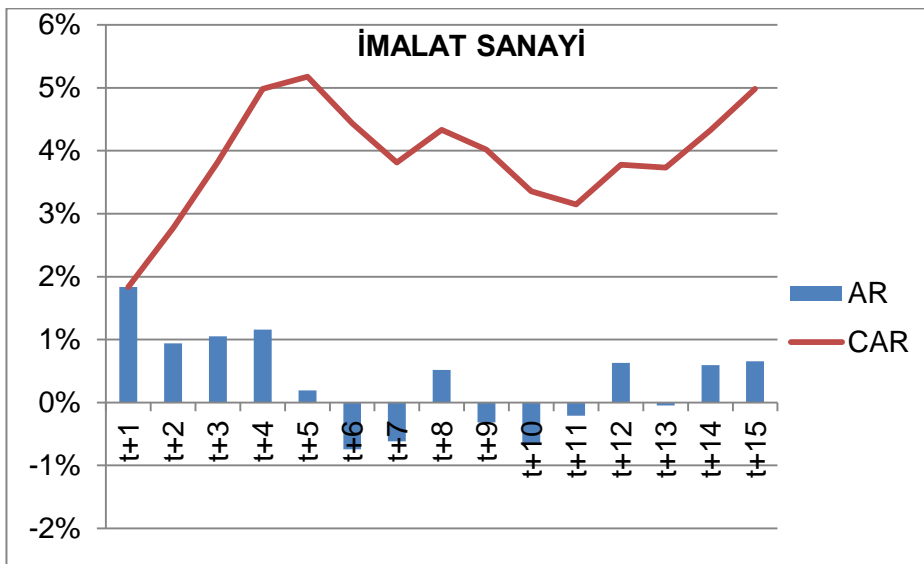
Şekil 15: İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe ilk kez halka arz olan şirketlerin ortalama günlük anormal getirilerine bakıldığında ilk gün anormal getirisi %4,8'dir. 1.,4.,7.,8.,12.,13. ve 14. günlerde olmak üzere toplam 7 gün pozitif anormal getiri elde edilirken, diğer günlerde yani toplam 8 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir. Tüm günler için pozitif olan kümülatif anormal getiri ise 15 gün sonunda % 9,07 olmuştur. Ancak idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründe anormal getiri ve kümülatif anormal getirilerden hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

3.5.5.2.3. İmalat Sanayi Sektörü

Şekil 16: İmalat sanayi sektörü'nde ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

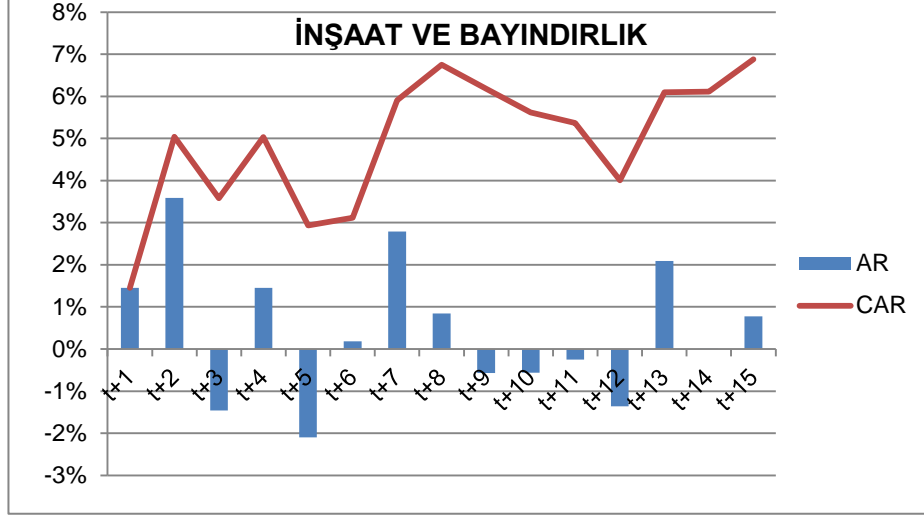


İmalat sanayi sektöründe ilk gün anormal getirisi %1,83'dür ve bu getiri istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla imalat sektöründe ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur. 6.,7.,9.,10.,11,13. günlerde olmak üzere toplam 6 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 9 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. 15 günlük periyotta en yüksek kümülatif anormal getiri %5,18 ile 5.gün elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Tüm günler için pozitif olan kümülatif anormal getiri ise 15 gün sonunda % 4,98 'dir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır.

İmalat sanayi sektöründe ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerini alan yatırımcıların maksimum getiriyi elde edebilmek için 5.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkarmaları gerekmektedir, böylelikle %5,18 oranında piyasa üzerinde getiri elde etmeleri mümkündür.

3.5.5.2.4. İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

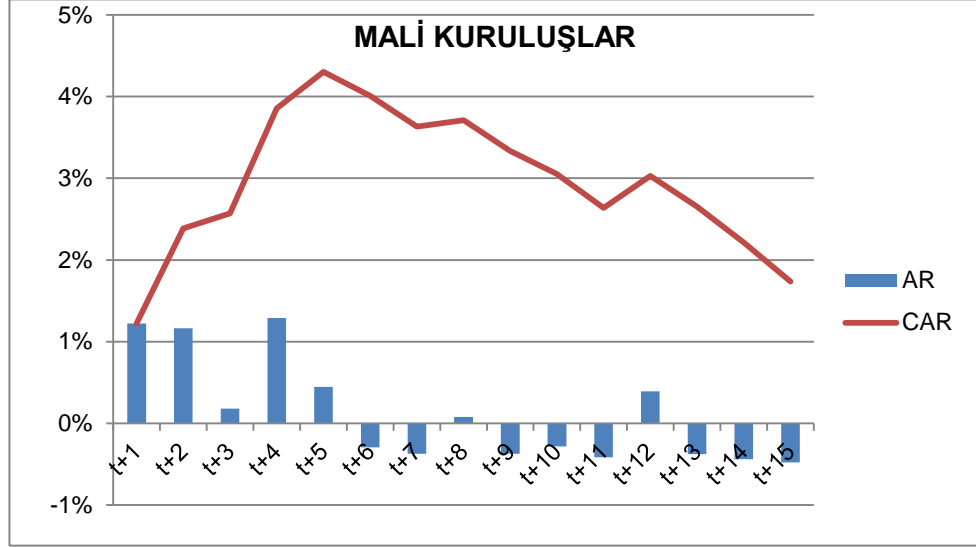
Şekil 17: İnşaat ve bayındırlık sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



İNşaat ve bayındırlık sektöründe ilk gün elde edilen anormal getiri %1,45 düzeyindedir. 3.,5.,9.,10.,11.,12 günlerde olmak üzere toplam 6 gün hisse senetleri negatif anormal getiri sağlamış, geri kalan 9 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. 15 günlük periyotta en yüksek kümülatif anormal getiri %6,88 ile 15.gün elde edilmiştir. Ancak anormal getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

3.5.5.2.5. Mali Kuruluşlar Sektörü

Şekil 18: Mali kuruluşlar sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

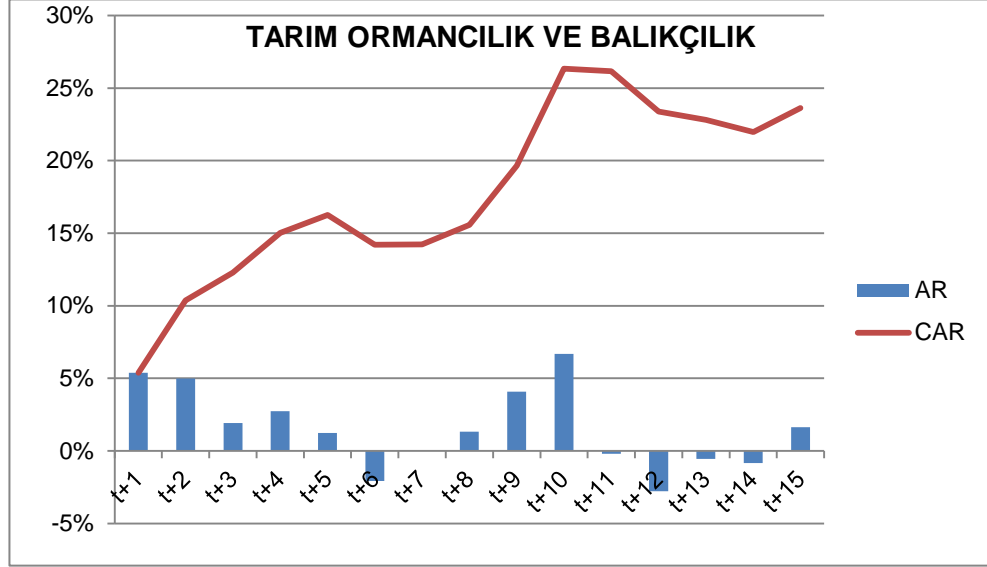


Mali kuruluşlar sektöründe ilk gün elde edilen anormal getiri %1,22 düzeyindedir ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Sektörde 1.,2.,3.,4.,5.,8.,12.günlerde olmak üzere toplam 7 günde pozitif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 8 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir. Tüm günler için pozitif olan kümülatif anormal getiri en yüksek seviyesine %4,3 ile 5.gün çıkmıştır ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır.15 gün sonunda ise kümülatif getiri % 1,74'e gerilemiştir ve bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Mali kuruluşlar sanayi sektöründe ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerini alan yatırımcıların maksimum getiriyi elde edebilmek için 5. gün sonunda hisse senetlerini elden çıkarmaları gerekmektedir, böylelikle %4,3 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

3.5.5.2.6. Tarım Ormancılık ve Balıkçılık Sektörü

Şekil 19: Tarım, ormancılık ve balıkçılık sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

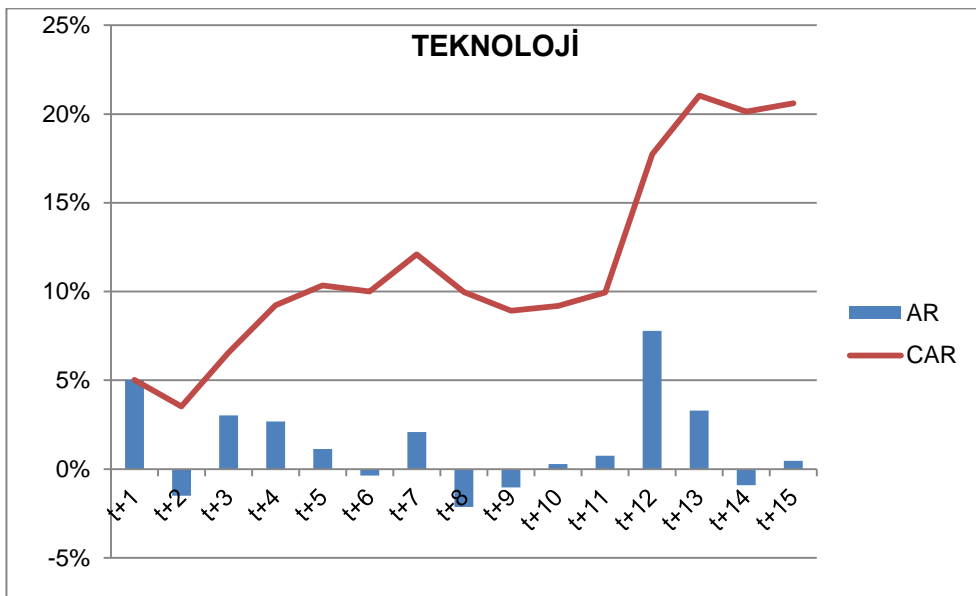


Tarım, ormancılık ve balıkçılık sektöründe ilk gün elde edilen anormal getiri %5,39 ile tüm sektörler arasındaki en yüksek ilk gün getirisidir ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. İstatistiksel olarak 3.gün getirisi %1,92 %5 düzeyinde, 10.gün getirisi %6,69 ve 12.gün getirisi -%2,78 %10 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Sektörde 6.,11.,12.,13.,14.günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. Tüm günler için pozitif olan kümülatif anormal getiri en yüksek seviyesine %26,34 ile 10.gün çıkmıştır ancak hiçbir gün için kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir.

3.5.5.2.7. Teknoloji Sektörü

Şekil 20: Teknoloji sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



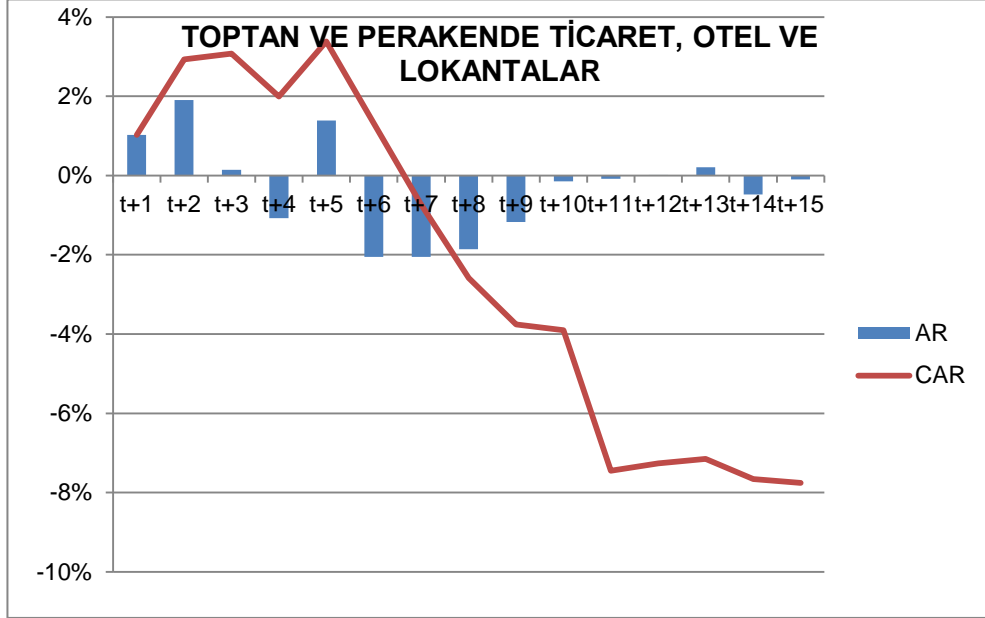
Teknoloji sektöründe ilk gün anormal getirisi %5,03'dür ve bu getiri istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla teknoloji sektöründe ilk gün düşük fiyatlama mevcuttur. Bu getiri tarım, ormancılık ve balıkçılık sektörünün ardından en yüksek 2.ilk gün anormal getirisidir, ayrıca istatistiksel anlamlılığına bakacak olursak istatistiksel olarak anlamlı en yüksek ilk gün anormal getirisidir. 2.,8.,9.,14.günlerde olmak üzere toplam 4 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 11 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. İlk gün anormal getirisine ek olarak 8.gün elde edilen -%2,13'lük negatif anormal getiri de %10 düzeyinde anlamlıdır.

15 günlük periyotta en yüksek kümülatif anormal getiri %21,04 ile 13.gün elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Tüm günler için pozitif olan kümülatif anormal getiri ise 15 gün sonunda % 20,6 'dır ve bu getiri de %10 düzeyinde anlamlıdır.

Teknoloji sektöründe ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerini alan yatırımcıların maksimum getiriyi elde edebilmek için 13.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkarmaları gerekmektedir, böylelikle %21,04 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

3.5.5.2.8. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektörü

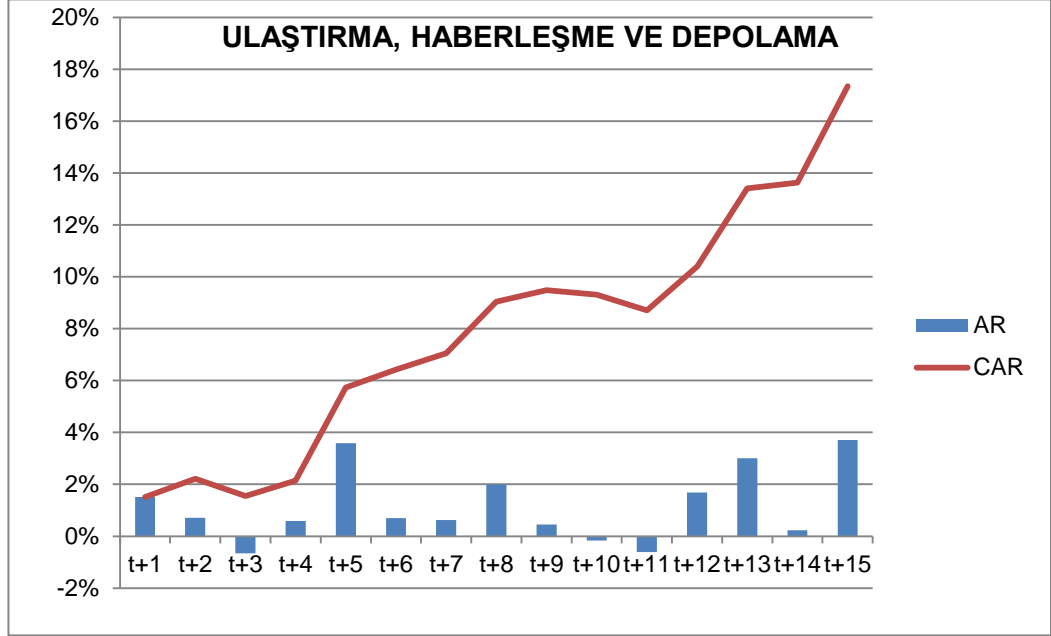
Şekil 21: Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektöründe ilk gün elde edilen anormal getiri %1,02'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Sektörde 1.,2.,3.,5.,12.,13. günlerde olmak üzere toplam 6 günde pozitif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 9 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir. 5.gün kümülatif getiri %3,38 ile en yüksek değerine ulaşmıştır ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. İlk 6 gün boyunca pozitif olan kümülatif anormal getiri 7.günden itibaren negatif olmuştur. 8.günden itibaren tüm günlerin kümülatif anormal getirileri %10'da anlamlıdır ve 15 günün sonunda toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörüne ait hisse senetleri ilk halka arz oldukları gün bu hisse senetlerini alan yatırımcılara %4,34 oranında kaybettirmiştir.

3.5.5.2.9. Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektörü

Şekil 22: Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe ilk gün elde edilen anormal getiri %1,51'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Sektörde sadece 3., 10., 11. günlerde olmak üzere toplam 3 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 12 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. Kümülatif anormal getiri ise %17,34 ile en yüksek değerine 15.gün sonunda ulaşmıştır ve bu getiri istatistiksel olarak %10'da anlamlıdır. Yani ulaştırma, haberleşme ve depolama sektöründe ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerini alan yatırımcıların maksimum getiriyi elde edebilmek için 15.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkarmaları gerekmektedir, böylelikle %17,34 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

3.5.5.3. Halka Arz Yöntemlerine Göre Bulgular

Halka arz yöntemlerine göre incelediğimizde; 109 şirketin 54 tanesi sermaye artırımını, 14 tanesi ortak satışı, 41 tanesi ise sermaye artırımını ve ortak satışı yöntemi ile ilk kez halka arz olmuştur. En yüksek ilk gün anormal getirisi %4,04 getiri oranı ile ortak satışı ile halka arz olan şirketlerindir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. En yüksek ikinci ilk gün anormal getirisi ise %1,95 getiri oranı ile sermaye artırımını ve ortak satışı yöntemiyle halka arz olan şirketlerindir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 10: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri⁹

	SERMAYE ARTIRIMI	ORTAK SATIŞI	SERMAYE ARTIRIMI VE ORTAK SATIŞI
t+1	0,0069	0,0404*	0,0195**
t+2	0,0158**	0,0447**	-0,0051
t+3	0,0048	-0,0032	0,0116*
t+4	0,0070*	0,0284*	0,0077
t+5	0,0050	0,0083	0,0028
t+6	-0,0048	-0,0067	-0,0090**
t+7	-0,0021	-0,0119	-0,0024
t+8	0,0029	0,0106	-0,0030
t+9	-0,0020	0,0067	-0,0067*
t+10	-0,0021	-0,0006	-0,0018
t+11	-0,0023	-0,0499*	0,0034
t+12	0,0037	0,0036	0,0107*
t+13	0,0050*	-0,0037	-0,0002
t+14	0,0040	-0,0021	-0,0031
t+15	0,0082**	-0,0034	0,0002

⁹ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Tablo 11: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri¹⁰

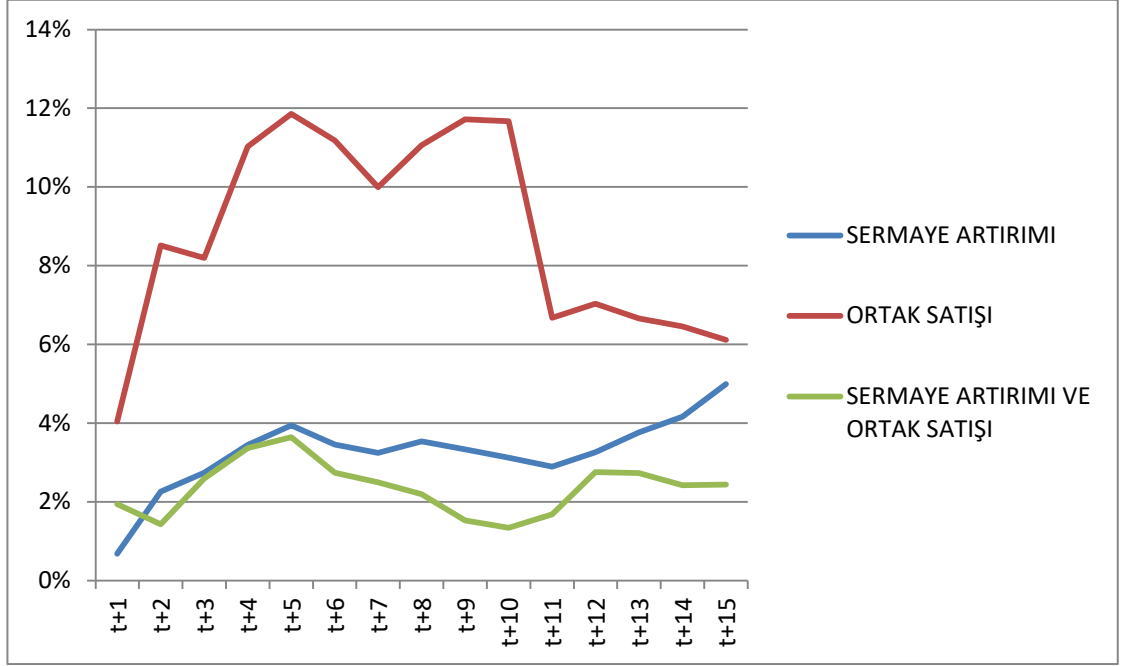
	SERMAYE ARTIRIMI	ORTAK SATIŞI	SERMAYE ARTIRIMI VE ORTAK SATIŞI
t+1	0,0069	0,0404**	0,0195**
t+2	0,0226*	0,0852**	0,0143
t+3	0,0274**	0,0819**	0,0259
t+4	0,0345**	0,1103**	0,0336*
t+5	0,0394**	0,1186**	0,0364*
t+6	0,0346**	0,1118**	0,0274
t+7	0,0325**	0,1000**	0,0250
t+8	0,0353**	0,1106**	0,0220
t+9	0,0333*	0,1172**	0,0153
t+10	0,0312*	0,1167**	0,0134
t+11	0,0289	0,0667	0,0168
t+12	0,0326*	0,0703	0,0275
t+13	0,0377*	0,0666	0,0274
t+14	0,0417*	0,0645	0,0243
t+15	0,0499**	0,0611	0,0244

Halka arz yöntemlerine göre 15 günlük kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ise anormal getirilerde olduğu gibi en yüksek kümülatif anormal getiri %6,11 ile ortak satışı yöntemine aittir ancak bu kümülatif anormal getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek ikinci 15 günlük kümülatif anormal getiri ise %4,99 getiri ile sermaye artırımına aittir ve bu getiri istatistiksel olarak %5'de anlamlıdır.

Ayrıca tüm yöntemlerde şirketlerin hem ilk gün anormal getirileri hem de 15 gün sonundaki kümülatif anormal getirileri pozitifdir, yani tüm yöntemlerde genel olarak piyasa üstü getirinin mevcut olduğu söylenebilir.

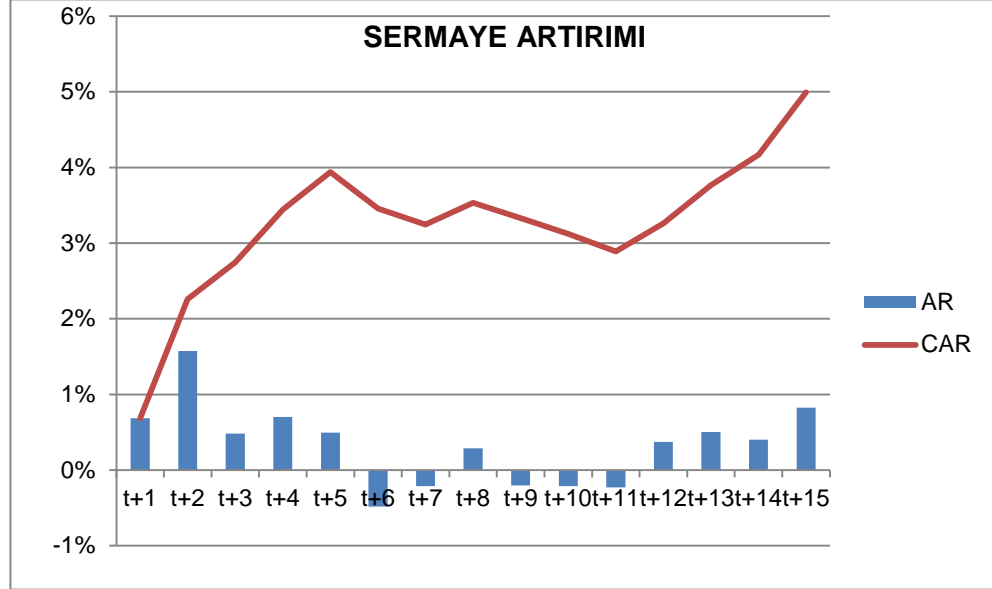
¹⁰ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Şekil 23: Halka arz yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri



3.5.5.3.1. Sermaye Artırımı

Şekil 24: Sermaye artırımı yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

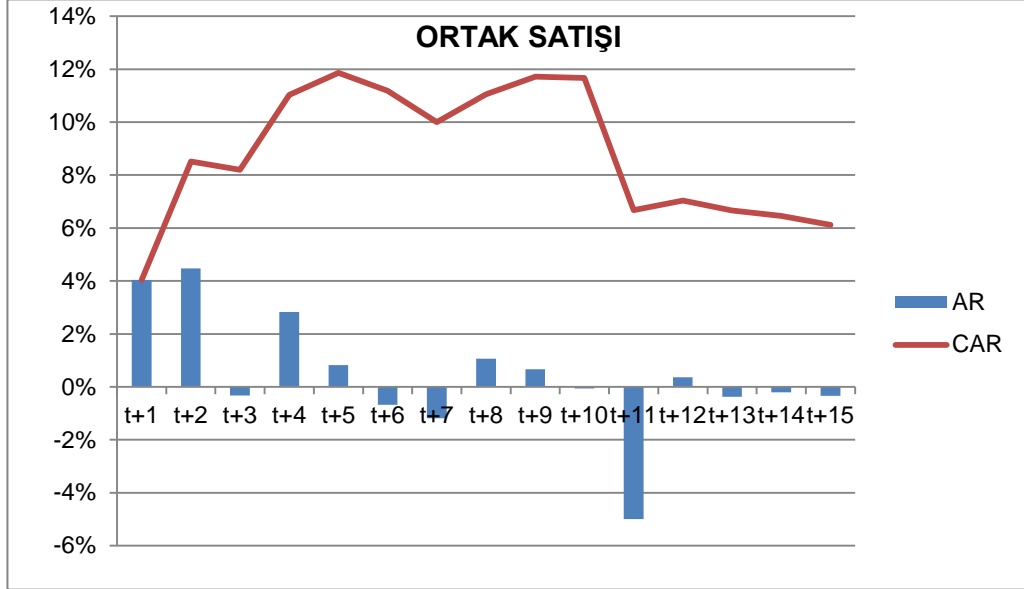


Sermaye artırımı yönteminde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,69'dur ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri %1,58 ile 2. günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 6.,7.,9.,10.,11. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

1.gün ve 11.gün dışında tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri ise 15.günde elde edilmiştir. %4,99 oranında olan 15.gün kümülatif anormal getirisi %5 düzeyinde anlamlıdır. Sermaye artırımı yöntemiyle hisse senetlerini ilk halka arz oldukları gün alan yatırımcılar, 15.gün sonuna kadar bu hisse senetlerini elde tutarak %4,99 oranında piyasa üzerinde getiri elde etmişlerdir.

3.5.5.3.2. Ortak Satışı

Şekil 25: Ortak satışı yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

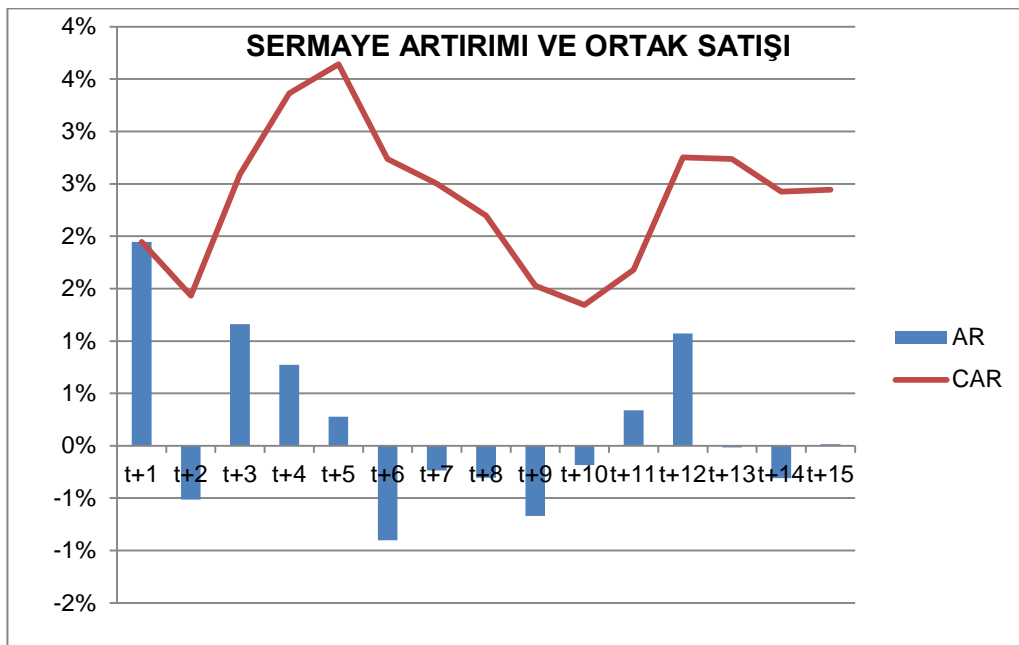


Ortak satışı yönteminde ilk gün elde edilen anormal getiri %4,04'dür ve bu getiri istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır, dolayısıyla ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur. En yüksek anormal getiri %4,47 ile 2.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 1.,2.,4.,5.,8.,9.,12.. günlerde olmak üzere toplam 7 günde pozitif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 8 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir.

İlk 10 gün boyunca elde edilen tüm kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri ise %11,86 ile 5.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Ortak satışı yöntemiyle hisse senetlerini ilk halka arz oldukları gün alan yatırımcıların en yüksek piyasa üzeri getiriyi elde etmeleri için 5.gün sonunda bu hisseleri satmaları gerekmektedir.

3.5.5.3.3. Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı

Şekil 26: Sermaye artırımı ve ortak satışı yöntemiyle ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Sermaye artırımı ve ortak satışı yönteminde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,95'dir ve bu getiri istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır, dolayısıyla ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur. Yine 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri 1.gün elde edilmiştir. 1.,3.,4.,5.,11.,12.,15. günlerde olmak üzere toplam 7 günde pozitif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 8 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir.

En yüksek kümülatif anormal getiri %3,64 ile 5.günde elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Sermaye artırımı ve ortak satışı yöntemiyle hisse senetlerini ilk halka arz oldukları gün alan yatırımcıların en yüksek piyasa üzeri getiriyi elde etmeleri için 5.gün sonunda bu hisseleri satmaları gerekmektedir, böylelikle %3,64 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.4. Piyasa Değerlerine Göre Bulgular

Piyasa değerlerine göre incelediğimizde şirketleri piyasa değerleri büyük ve küçük şirketler olmak üzere iki grupta ele alınmıştır. 109 şirketin toplam piyasa değerlerinin yaklaşık olarak ortalaması olan 350.000.000 TL kriter olarak alınmış bu kriterle göre

şirketlerin 23'ü piyasa değeri büyük şirketler grubuna girerken, 86'sı piyasa değeri küçük şirketler grubuna dahil edilmiştir.

Tablo 12: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri¹¹

	PIYASA DEĞERİ BÜYÜK ŞİRKETLER	PIYASA DEĞERİ KÜÇÜK ŞİRKETLER
t+1	0,0079	0,0181***
t+2	0,0137*	0,0111*
t+3	-0,0142***	0,0118**
t+4	0,0015	0,0123**
t+5	0,0043	0,0046
t+6	-0,0057	-0,0069**
t+7	-0,0030	-0,0036
t+8	0,0032	0,0012
t+9	-0,0004	-0,0033
t+10	0,0020	-0,0028
t+11	-0,0254	-0,0012
t+12	0,0094***	0,0055
t+13	0,0017	0,0020
t+14	-0,0022	0,0013
t+15	-0,0002	0,0048

En yüksek ilk gün anormal getirisi %1,81 getiri oranı ile piyasa değeri küçük şirketlere aittir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. Piyasa değeri büyük şirketlerin ilk gün anormal getirisi ise %0,79'dur ve istatistiksel olarak herhangi bir anlamlılığa sahip değildir. Aynı şekilde 15 gün sonunda elde edilen en yüksek kümülatif anormal getiri de %1 düzeyinde anlamlı %5,49 getiri ile piyasa değeri küçük şirketler grubuna aittir.

İlk gün anormal getirilerine ve 15 günlük kümülatif getirilere bakıldığında, piyasa değeri büyük şirketler için istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir düşük fiyatlama söz konusu değilken, piyasa değeri küçük şirketler için hem ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur, hem de bu durum 15 günlük süre içerisinde piyasada dengeye gelmemiştir ve 15. günün sonunda hala piyasa üstü anlamlı getiri söz konusudur.

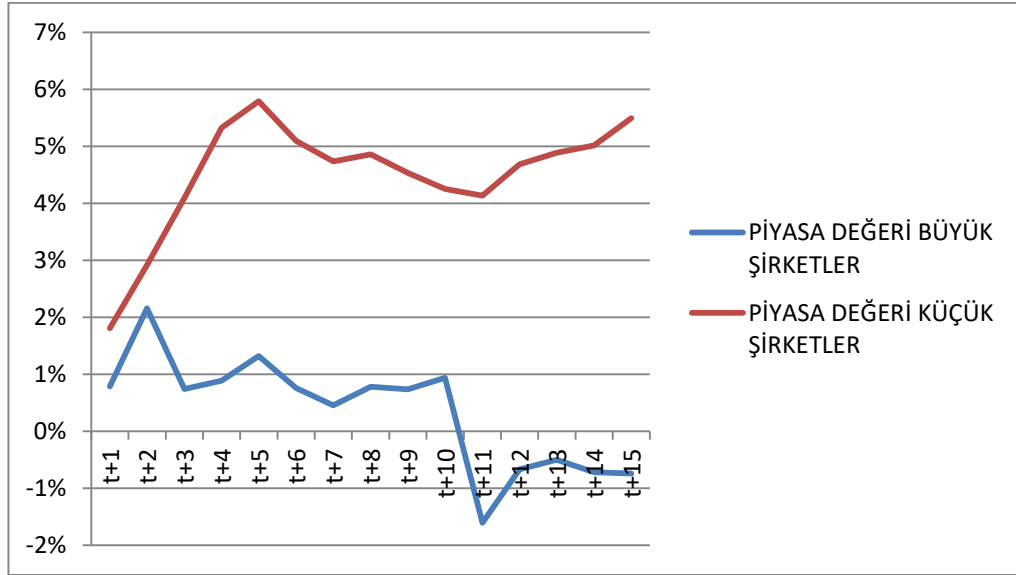
¹¹ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Tablo 13: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri¹²

	PİYASA DEĞERİ BÜYÜK ŞİRKETLER	PİYASA DEĞERİ KÜÇÜK ŞİRKETLER
t+1	0,0079	0,0181***
t+2	0,0216	0,0291**
t+3	0,0074	0,0409***
t+4	0,0089	0,0532***
t+5	0,0132	0,0579***
t+6	0,0076	0,0509***
t+7	0,0046	0,0474***
t+8	0,0078	0,0486***
t+9	0,0073	0,0453**
t+10	0,0093	0,0425**
t+11	-0,0161	0,0413**
t+12	-0,0067	0,0469**
t+13	-0,0050	0,0489**
t+14	-0,0072	0,0502**
t+15	-0,0074	0,0549***

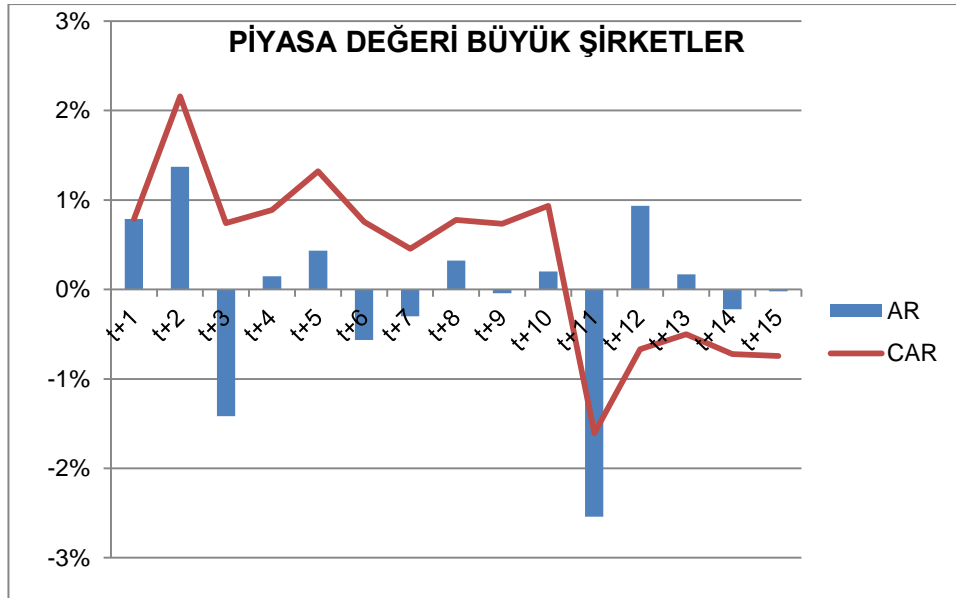
¹² *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Şekil 27: Piyasa değerleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri



3.5.5.4.1. Piyasa Değeri Büyük Şirketler

Şekil 28: Piyasa değeri büyük şirketlerin hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Piyasa değeri büyük şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,79'dur ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla piyasa değeri büyük şirketlerde ilk

gün düşük fiyatlaması söz konusu değildir. 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri %1,37 ile 2.gün elde edilmiştir ve bu getiri %10 seviyesinde anlamlıdır. 1.,2.,4.,5.,8.,10.,12.,13. günlerde olmak üzere toplam 8 günde pozitif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 7 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir.

En yüksek kümülatif anormal getiri %2,16 ile 2.günde elde edilmiştir. 15.günün sonundaki kümülatif anormal getiri ise $-0,74$ 'dür. Ancak 2.gün ve 15.gün de dahil olmak üzere piyasa değeri büyük şirketlerde hiçbir gün için istatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif anormal getiri elde edilememiştir.

3.5.5.4.2. Piyasa Değeri Küçük Şirketler

Şekil 29: Piyasa değeri küçük şirketlerin hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Piyasa değeri küçük şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,81'dir ve bu getiri istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla piyasa değeri küçük şirketlerde ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur. Yine 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri 1.gün elde edilmiştir, 2. en yüksek anormal getiri ise %1,23 ile 4.gün elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 6.,7.,9.,10.,11. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, piyasa değeri küçük şirketler için tüm günlerde pozitif kümülatif anormal getiri elde edilmiştir ve bu getirilerin hepsi istatistiksel olarak %1 veya %5 düzeyinde anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %5,79 ile 5.günde elde edilmiştir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. 15.gün sonunda elde edilen kümülatif anormal getiri ise %5,49'dur ve bu getiri de %1'de anlamlıdır. Dolayısıyla piyasa değeri küçük şirketlerde düşük fiyatlamamanın istatistiksel olarak anlamlılık düzeyi oldukça yüksektir.

Piyasa değeri küçük şirketlerin hisse senetlerini ilk halka arz oldukları gün alan yatırımcıların en yüksek piyasa üzeri getiriyi elde etmeleri için 5.gün sonunda bu hisseleri satmaları gerekmektedir, böylelikle %5,79 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.5. Halka Arza Aracılık Yöntemlerine Göre Bulgular

Halka açılırken kullanılan aracılık yöntemlerine göre şirketleri incelediğimizde 109 şirketin 27 tanesi bakiyeyi yüklenim, 44 tanesi en iyi gayret aracılığı, 9 tanesi kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemiyle, 29 tanesi de herhangi bir aracılık yöntemi kullanmadan ilk kez halka arz edilmiştir.

Tablo 14: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri¹³

HALKA ARZ YÖNTEMİ	BAKİYEYİ YÜKLENİM	EN İYİ GAYRET ARACILIĞI	KISMEN BAKİYEYİ YÜKLENİM	ARACI KULLANILMAKSIZIN HALKA AÇILMA
t+1	0,0122	0,0273***	0,0053	0,0054
t+2	0,0034	0,0088	0,0166	0,0221**
t+3	0,0032	0,0032	0,0207	0,0095
t+4	0,0246**	0,0067	0,0176	-0,0008
t+5	0,0037	-0,0017	0,0445**	0,0024
t+6	-0,0049	-0,0130***	-0,0019	-0,0002
t+7	-0,0034	-0,0053*	-0,0269*	0,0066
t+8	-0,0005	-0,0003	0,0025	0,0063
t+9	-0,0122**	0,0024	-0,0043	-0,0009
t+10	0,0026	0,0027	-0,0137***	-0,0091
t+11	-0,0004	0,0011	-0,0091**	-0,0066
t+12	0,0057	0,0116**	0,0062	-0,0017
t+13	0,0042	0,0016	-0,0118**	0,0050
t+14	-0,0028	-0,0040	0,0078	0,0085*
t+15	-0,0059	0,0050	-0,0015	0,0124**

Tüm bu yöntemler arasında en yüksek ilk gün anormal getirisi %2,73 getiri oranı ile en iyi gayret aracılığı yöntemi ile halka arz olan şirketlerindir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. Diğer yöntemlerde istatistiksel olarak anlamlı bir ilk gün getiri elde edilememiştir. Dolayısıyla en iyi gayret aracılığı yönteminde ilk gün düşük fiyatlaması tespit edilirken, diğer günlerde istatistiksel olarak anlamlı bir düşük fiyatlama tespit edilememiştir.

¹³ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Tablo 15: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri¹⁴

HALKA ARZ YÖNTEMİ	BAKİYEYİ YÜKLENİM	EN İYİ GAYRET ARACILIĞI	KISMEN BAKİYEYİ YÜKLENİM	ARACI KULLANILMAKSIZIN HALKA AÇILMA
t+1	0,0122	0,0273***	0,0053	0,0054
t+2	0,0156	0,0361**	0,0219	0,0274*
t+3	0,0188	0,0393**	0,0426	0,0370**
t+4	0,0434*	0,0459**	0,0602	0,0362**
t+5	0,0471*	0,0442**	0,1047	0,0386**
t+6	0,0422	0,0313*	0,1028	0,0385**
t+7	0,0388	0,0259	0,0758	0,0451**
t+8	0,0383	0,0257	0,0783	0,0513**
t+9	0,0261	0,0280	0,0740	0,0504**
t+10	0,0287	0,0307	0,0604	0,0413**
t+11	0,0284	0,0319	0,0512	0,0347*
t+12	0,0340	0,0434*	0,0574	0,0330*
t+13	0,0382	0,0451*	-0,0456	0,0380*
t+14	0,0355	0,0411*	0,0534	0,0465*
t+15	0,0291	0,0461*	0,0517	0,0589**

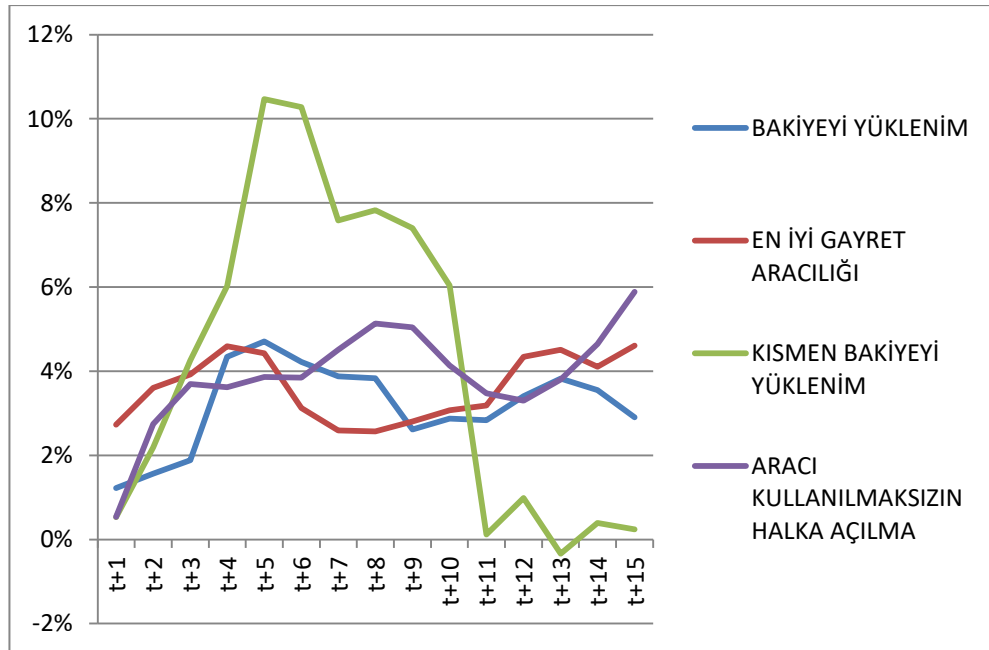
Kümülatif anormal getiriler ise kullanılan tüm aracılık yöntemleri için 15.gün sonunda pozitifdir. 15.gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %5,89 ile herhangi bir aracı kullanmaksızın halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. İkinci en yüksek anlamlı kümülatif anormal getiri ise %4,61 ile en iyi gayret aracılığı sektörüne aittir ve %10 düzeyinde anlamlıdır. 15. gün sonunda elde edilen kümülatif anormal getiri diğer yöntemler için anlamlı değildir. Dolayısıyla 15.gün sonunda aracı kullanmaksızın halka açılan şirketler için ve en iyi gayret aracılığı ile halka açılan şirketler için düşük fiyatlama söz konusuysa, diğer iki yöntemde düşük fiyatlama mevcuttur demek mümkün değildir.

Bulunan bu sonuçlar, Khurshed (2011) 'in çalışmasında belirttiği karşı görüşler ile uyumlu olarak, riskten kaçınan aracı kurum hipotezi ile çelişmektedir. Bu hipoteze göre

¹⁴ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

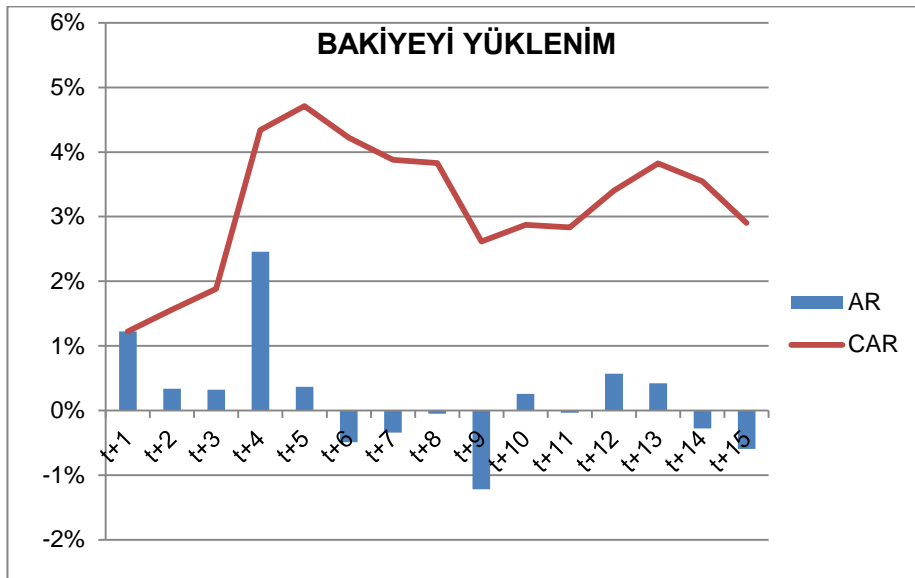
en iyi gayret aracılığı yönteminde, aracı firma yalnızca halka arza aracılık ettiği ve başka herhangi bir sorumluluk almadığı için hisse senedi fiyatlarının daha doğru belirlenmesi gerekmektedir. Ancak öne sürülenin aksine, en iyi gayret aracılığı yöntemi tüm yöntemler arasında istatistiki olarak tek anlamlı ilk gün anormal getirisine sahip yöntemdir. Bunun yanı sıra 15. gün sonunda kümülatif anormal getirilerin de yalnızca en iyi gayret aracılığı ve aracı kullanmaksızın halka açılan şirketler için anlamlı olması da yine riskten kaçınan aracı kurum hipotezi ile çelişmektedir.

Şekil 30: Halka arza aracılık yöntemleri bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri



3.5.5.5.1. Bakiyeyi Yüklenim

Şekil 31: Bakiyeyi yüklenim yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

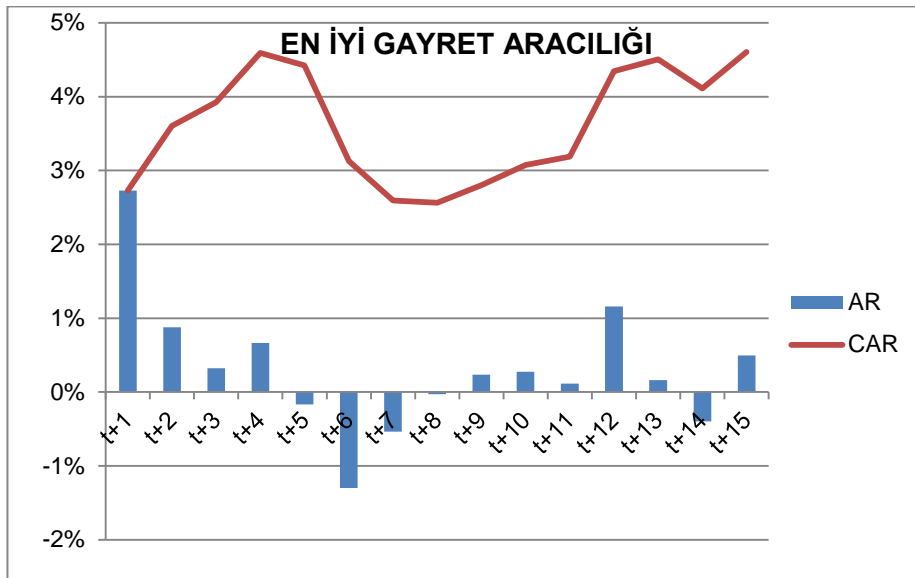


Bakiyeyi yüklenim yöntemiyle halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,22'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri %2,46 ile 4. gün elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 6.,7.,8.,9.,11.,14.,15. günlerde olmak üzere toplam 7 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 8 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. Ancak sadece 4. ve 9. günlerde elde edilen anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, bakiyeyi yüklenim yöntemiyle halka açılan şirketler en yüksek kümülatif anormal getiri %4,71 ile 5.günde elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. 4.ve 5. gün dışında elde edilen kümülatif anormal getirilerin hepsi istatistiksel olarak anlamsızdır. Dolayısıyla bakiyeyi yüklenim yöntemiyle halka açılan şirketlerin hisse senetlerini ilk halka arz oldukları gün alan yatırımcıların en yüksek piyasa üzeri getiriyi elde etmeleri için 5. gün sonunda bu hisseleri satmaları gerekmektedir, böylelikle %4,71 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.5.2. En İyi Gayret Aracılığı

Şekil 32: En iyi gayret aracılığı yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

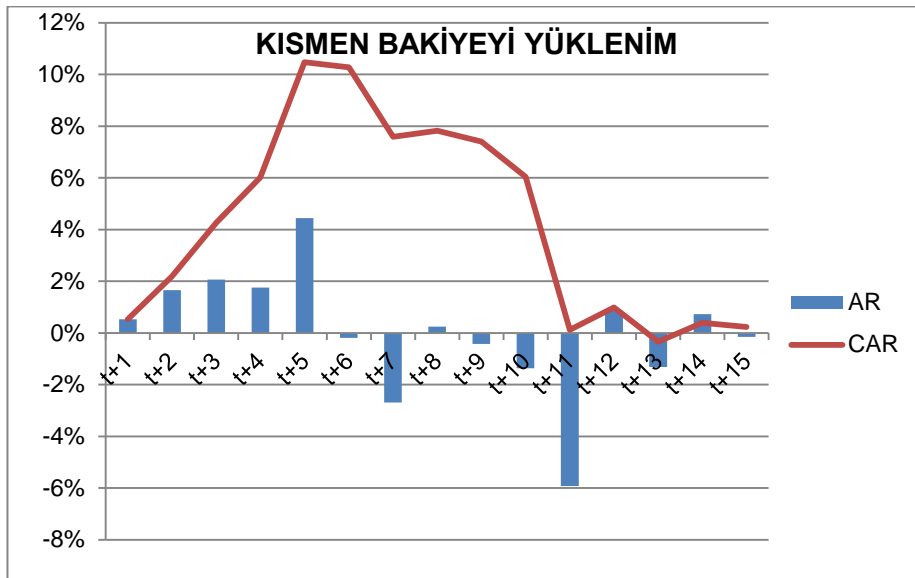


En iyi gayret aracılığı yöntemiyle halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %2,73'dür ve bu getiri istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır; ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur. Ayrıca 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri 1. gün elde edilmiştir. 5.,6.,7.,8., 14. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, en iyi gayret aracılığı yöntemiyle halka açılan şirketlerde en yüksek kümülatif anormal getiri %4,61 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcıların 15.gün sonuna kadar bu hisseleri elden çıkarmamaları gerekmektedir, böylelikle %4,61 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.5.3. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

Şekil 33: Kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemiyle ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

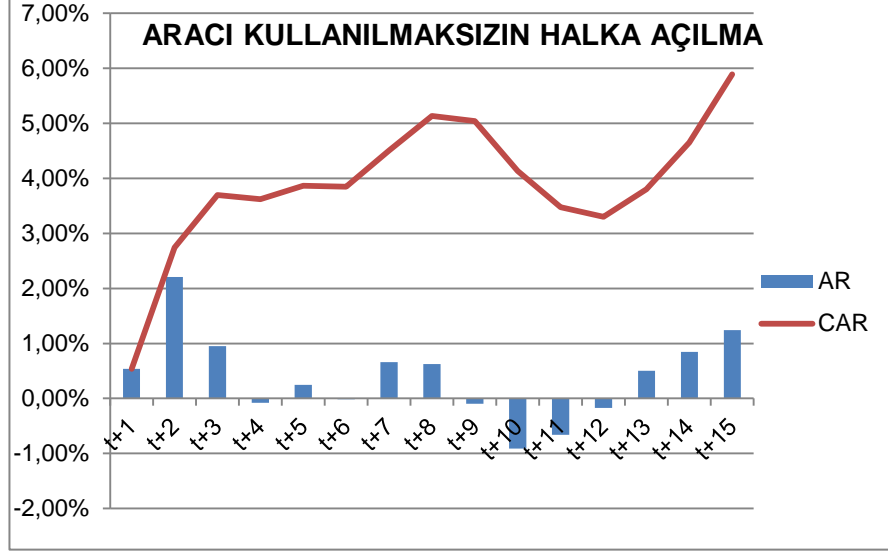


Kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemiyle halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,53'dür ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. 15 günlük sürede en yüksek anormal getiri %4,45 ile 5. gün elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 6.,7.,9.,10.,11.,13.,15. günlerde olmak üzere toplam 6 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 9 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemiyle halka açılan şirketlerde en yüksek kümülatif anormal getiri %10,47 ile 5.günde elde edilmiştir,15.gün sonundaki kümülatif anormal getiri ise %5,17'dir. Ancak 15 günlük süre içinde hiçbir kümülatif anormal getiri anlamlı bulunmamıştır.

3.5.5.4. Aracı Kullanılmaksızın Halka Açılma

Şekil 34: Aracı kullanmaksızın ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Aracı kullanmaksızın halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,54'dür ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %2,21 ile 2. gün elde edilmiştir ve %5'te anlamlıdır. 4.,6.,9.,10.,11.,12. günlerde olmak üzere toplam 6 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 9 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, aracı kullanmaksızın halka açılan şirketlerde 1.gün dışında tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiri %5-10'da anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %5,89 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcıların 15.gün sonuna kadar bu hisseleri elden çıkarmamaları gerekmektedir, böylelikle %5,89 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.6. İşlem Gördüğü Pazara Göre Bulgular

İşlem gördüğü pazara göre şirketleri incelediğimizde 109 şirketin 23 tanesi Yıldız Pazar (Ulusal Pazar)'da, 45 tanesi Ana Pazar(II.Ulusal Pazar)'da, 24 tanesi Gelişen İşletmeler Pazarı'nda, 17 tanesi ise Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (Kurumsal Ürünler Pazarı)'nda işlem görmektedir. ¹⁵

En yüksek ilk gün anormal getirisi %2,39 getiri oranı ile Ana Pazar'da işlem gören şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer pazarlarda anlamlı bir ilk gün getirisi elde edilememiştir. Dolayısıyla yalnızca Ana Pazar için ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur.

Tablo 16: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri¹⁶

	YILDIZ PAZAR	ANA PAZAR	GİP	KOLEKTİF YATIRIM ÜRÜNLERİ VE YAPILANDIRILMIŞ ÜRÜNLER PAZARI
t+1	0,0070	0,0239**	0,0134	0,0102
t+2	0,0102	0,0051	0,0288**	0,0065
t+3	0,0004	0,0096	0,0125	-0,0030
t+4	-0,0001	0,0152**	0,0023	0,0209*
t+5	0,0098	0,0051	-0,0007	0,0037
t+6	-0,0156**	-0,0076*	-0,0010	-0,0001
t+7	-0,0141**	0,0001	0,0079	-0,0146*
t+8	0,0060	0,0015	0,0048	-0,0083**
t+9	-0,0040	0,0033	-0,0060	-0,0120***
t+10	-0,0064**	0,0087	-0,0130**	-0,0074
t+11	-0,0222	-0,0021	-0,0039	0,0008
t+12	0,0023	0,0081	0,0027	0,0123*
t+13	-0,0016	0,0048	0,0059	-0,0063*
t+14	0,0030	-0,0020	0,0074	-0,0056**
t+15	-0,0007	0,0050	0,0117*	-0,0049*

¹⁵ Sınıflandırmada Borsa İstanbul'da kullanılan yeni pazar isimleri kullanılmış; daha önce isimleri farklı olan pazarlarda halka arz olan şirketler, yeni pazarlar altında belirtilmiştir.Eski pazar isimleri, parantez içinde belirtilmiştir.

¹⁶ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

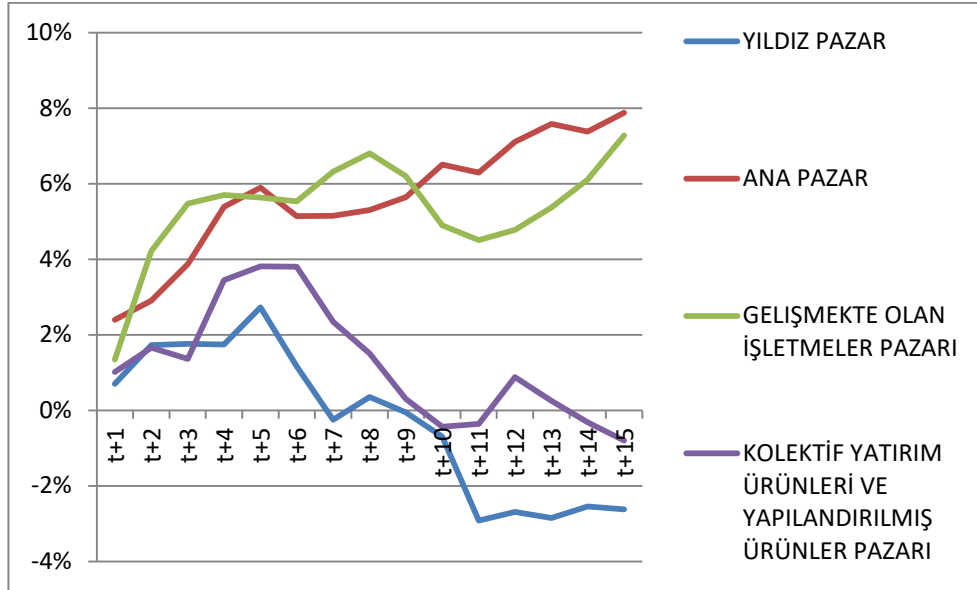
15. gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %7,88 ile Ana Pazar'da işlem gören şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. İkinci en yüksek kümülatif anormal getiri ise %7,28 ile Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlere aittir ve %5 düzeyinde anlamlıdır. 15. gün sonunda elde edilen diğer pazarlardaki negatif kümülatif anormal getiriler ise anlamlı değildir.

Tablo 17: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri¹⁷

	YILDIZ PAZAR	ANA PAZAR	GİP	KOLEKTİF YATIRIM ÜRÜNLERİ VE YAPILANDIRILMIŞ ÜRÜNLER PAZARI
t+1	0,0070	0,0239**	0,0134	0,0102
t+2	0,0172	0,0291*	0,0422**	0,0166
t+3	0,0176	0,0387**	0,0547**	0,0136
t+4	0,0175	0,0539**	0,0570**	0,0345
t+5	0,0273	0,0590**	0,0563**	0,0382
t+6	0,0116	0,0514**	0,0553***	0,0380
t+7	-0,0025	0,0515**	0,0632***	0,0234
t+8	0,0035	0,0530**	0,0680***	0,0151
t+9	-0,0005	0,0564**	0,0620**	0,0031
t+10	-0,0070	0,0651**	0,0490**	-0,0044
t+11	-0,0291	0,0630**	0,0451*	-0,0036
t+12	-0,0269	0,0710**	0,0478*	0,0088
t+13	-0,0285	0,0758**	0,0537*	0,0025
t+14	-0,0255	0,0738**	0,0611**	-0,0031
t+15	-0,0262	0,0788**	0,0728**	-0,0080

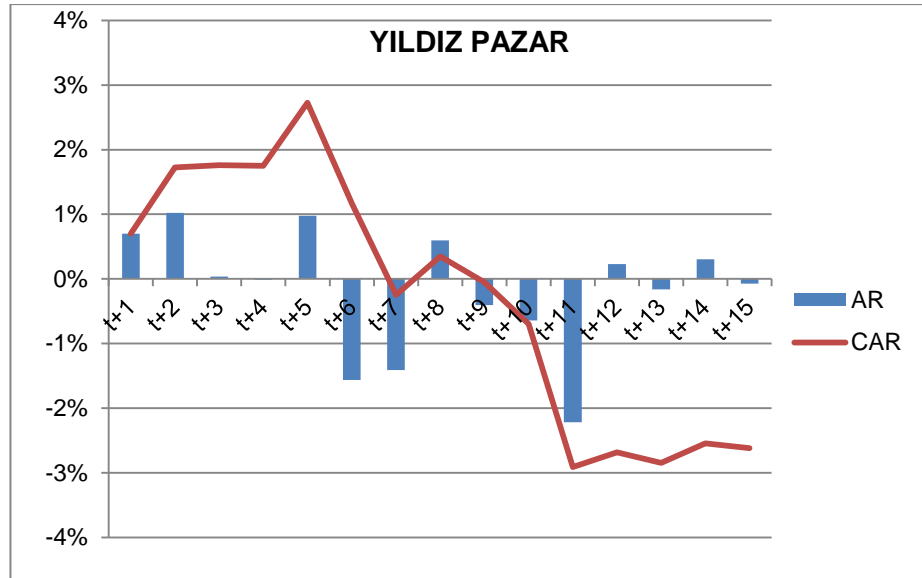
¹⁷ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Şekil 35: İşlem gördüğü pazar bazında ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama kümülatif anormal getirileri



3.5.5.6.1. Yıldız Pazar

Şekil 36: Yıldız Pazar'da işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



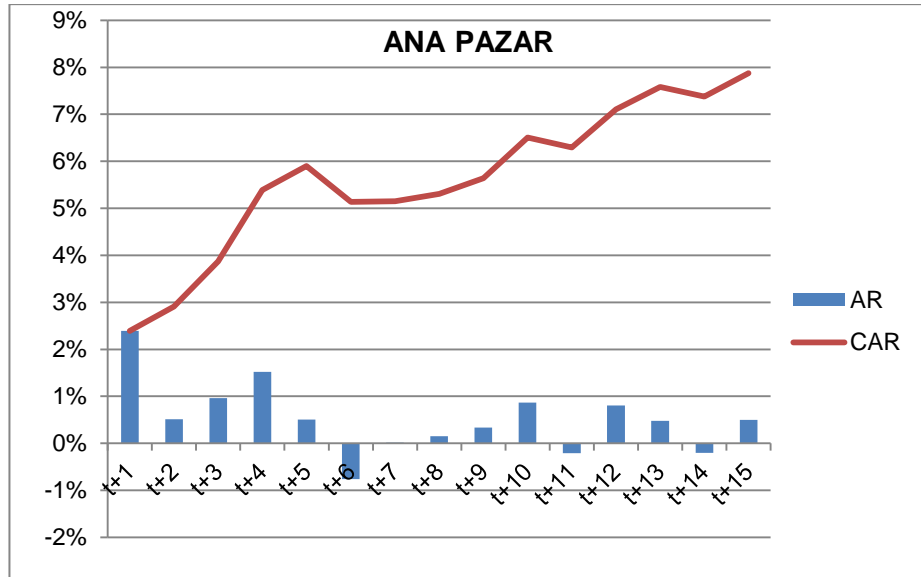
Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,7'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %1,02 ile 2. gün elde edilmiştir ve ilk gün anormal getirisinde olduğu gibi bu sonuçta anlamlı

değildir. 4.,6.,7.,9.,10.,11.,13. günlerde olmak üzere toplam 7 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 8 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerde en yüksek kümülatif anormal getiri %2,73 ile 5. günde elde edilirken, 15.günde -%2,62 oranında negatif getiri elde edilmiştir. Ancak Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler için hiçbir güne ait kümülatif anormal getiri anlamlı değildir.

3.5.5.6.2. Ana Pazar

Şekil 37: Ana Pazar'da işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



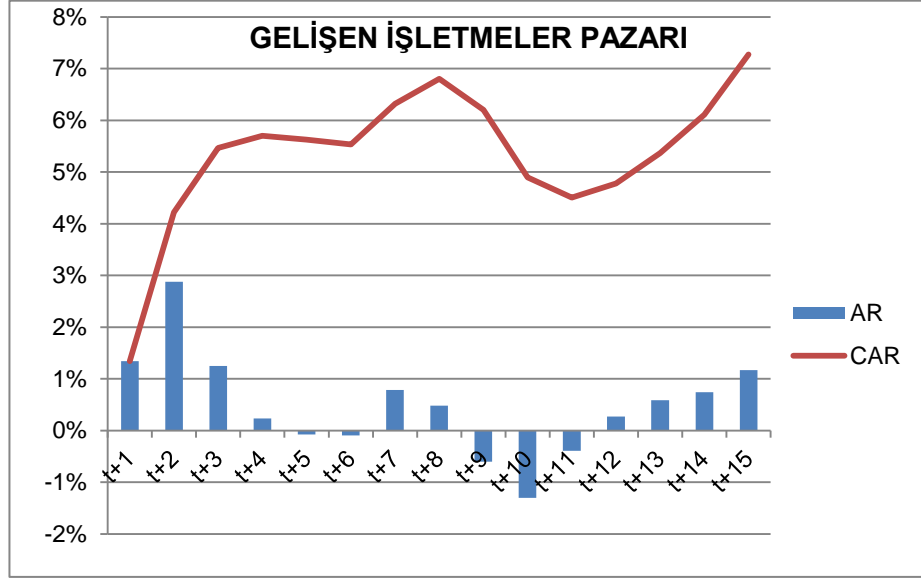
Ana Pazar'da işlem gören şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %2,39'dur ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla ilk gün düşük fiyatlama Ana Pazar'da söz konusudur. Ayrıca en yüksek anormal getiri ise yine 1.gün anormal getirisidir. 6., 11.,14. günlerde olmak üzere toplam 3 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 12 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, Ana Pazar'da işlem gören şirketlerde tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiri 2.gün hariç(2.gün %10'da anlamlı) %5'te anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %7,88 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcıların 15.gün sonuna kadar

bu hisseleri elden çıkarmamaları gerekmektedir, böylelikle %7,88 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.6.3. Gelişen İşletmeler Pazarı

Şekil 38: Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

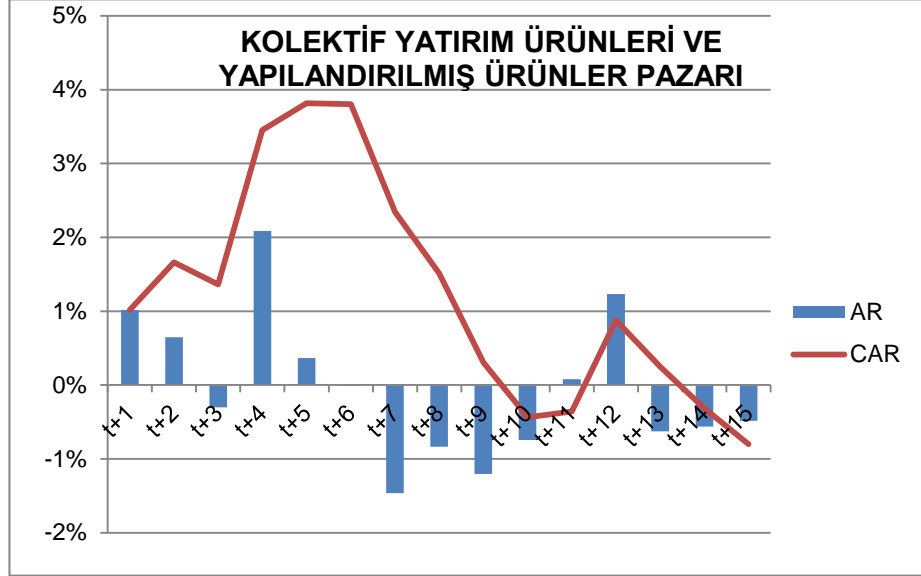


Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,34'dür ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %2,88 ile 2.gün anormal getirisi ve %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. 5., 6., 9., 10., 11. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlerde 1.gün hariç tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiri anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %7,28 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcıların 15.gün sonuna kadar bu hisseleri elden çıkarmamaları gerekmektedir, böylelikle %7,28 oranında piyasa üzerinde getiri elde ederler.

3.5.5.6.4. Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı

Şekil 39: Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,02'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %2,09 ile 4. gün elde edilmiştir ve bu getiri %10'da anlamlıdır. 1.,2.,4.,5.,11.,12. günlerde olmak üzere toplam 6 günde pozitif anormal getiri elde edilirken, geri kalan 9 günde negatif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören şirketlerde en yüksek kümülatif anormal getiri %3,8 ile 6.günde elde edilirken, 15.günde -%0,8 oranında negatif getiri elde edilmiştir. Ancak Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarında işlem gören şirketlerde hiçbir gün kümülatif anormal getiri anlamlı değildir.

3.5.5.7. Sıcak/Soğuk Piyasalarda Halka Arza Göre Bulgular

Sıcak/soğuk piyasalar literatürde halka arz olan şirket sayısına veya o yıl içerisinde gerçekleştirilen halka arzların tutarına bakılarak iki şekilde sınıflandırılmaktadır. Halka arz sayısı ve halka arz sonucu elde edilen tutar büyüklüğü bazı yıllarda birbirleriyle örtüşmediği için, çalışmamızda hem halka arz sayısı hem de halka arz tutarına göre sıcak/soğuk piyasalarda halka arzları ayrı ayrı incelenecektir.

3.5.5.7.1. Halka Arz Sayısına Göre Sıcak /Soğuk Piyasalar

2010-2017 yılları arasında her yıl yaklaşık olarak ortalama 15 şirket halka arz olmaktadır. Halka arz olan şirketlerin sayısına göre yapılan ayırmada da bu ortalama değer ele alınmış; 15 şirketten fazla şirketin halka arz edildiği yıllar sıcak, 15 şirketten az şirketin ihraç edildiği yıllar soğuk yıllar/piyasalar olarak ayrılmıştır. Bu kapsamda 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları sıcak piyasalar; 2014, 2015, 2016 ve 2017 yılları ise soğuk piyasalar kategorisine girmektedir. Bu kapsamda 86 şirket sıcak piyasalarda halka açılırken, 23 şirket soğuk piyasalarda halka açılmıştır.

Tablo 18: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri¹⁸

HALKA ARZ SAYISINA GÖRE	SICAK PİYASALAR	SOĞUK PİYASALAR
t+1	0,0184***	0,0064
t+2	0,0138**	0,0036
t+3	0,0069	0,0042
t+4	0,0063*	0,0239**
t+5	0,0071*	-0,0051
t+6	-0,0089**	0,0016
t+7	-0,0027	-0,0063
t+8	0,0006	0,0057***
t+9	-0,0008	-0,0096**
t+10	-0,0005	-0,0065
t+11	-0,0083*	0,0012
t+12	0,0081**	-0,0002
t+13	0,0022	0,0011
t+14	0,0002	0,0018
t+15	0,0035	0,0046

En yüksek ilk gün anormal getirisi %1,84 getiri oranı ile sıcak piyasalarda halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır; sıcak piyasalarda ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur. Soğuk piyasalarda ise halka açılan şirketlerde anlamlı bir ilk gün getirisi elde edilememiştir. Sıcak piyasalarda en yüksek anormal getiri ilk gün

¹⁸ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

getirisiyken, soğuk piyasalarda en yüksek anormal getiri %2,39 ile 4.gün elde edilmiştir ve bu getiri %5'te anlamlıdır.

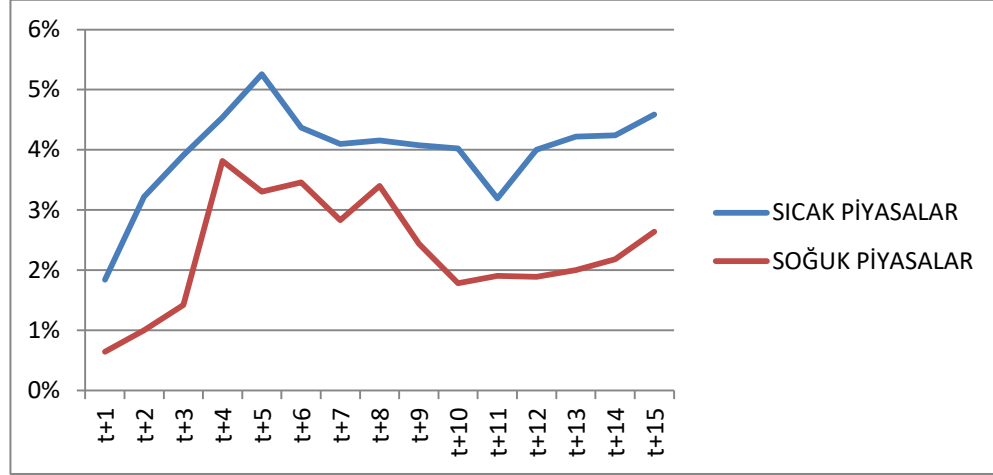
Tablo 19: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri¹⁹

HALKA ARZ SAYISINA GÖRE	SICAK PİYASALAR	SOĞUK PİYASALAR
t+1	0,0184***	0,0064
t+2	0,0322***	0,0100
t+3	0,0391***	0,0142
t+4	0,0454***	0,0381**
t+5	0,0526***	0,0330
t+6	0,0437***	0,0346
t+7	0,0410**	0,0283
t+8	0,0416**	0,0340
t+9	0,0408**	0,0244
t+10	0,0402**	0,0178
t+11	0,0319*	0,0191
t+12	0,0400**	0,0189
t+13	0,0422**	0,0200
t+14	0,0424**	0,0218
t+15	0,0459**	0,0264

15. gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %4,59 ile sıcak piyasalarda halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerin kümülatif anormal getiri ise %2,64'tür ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla 15 günlük süre sonunda yatırımcılar sıcak piyasalarda istatistiksel olarak anlamlı bir piyasa üstü getiri elde ederler.

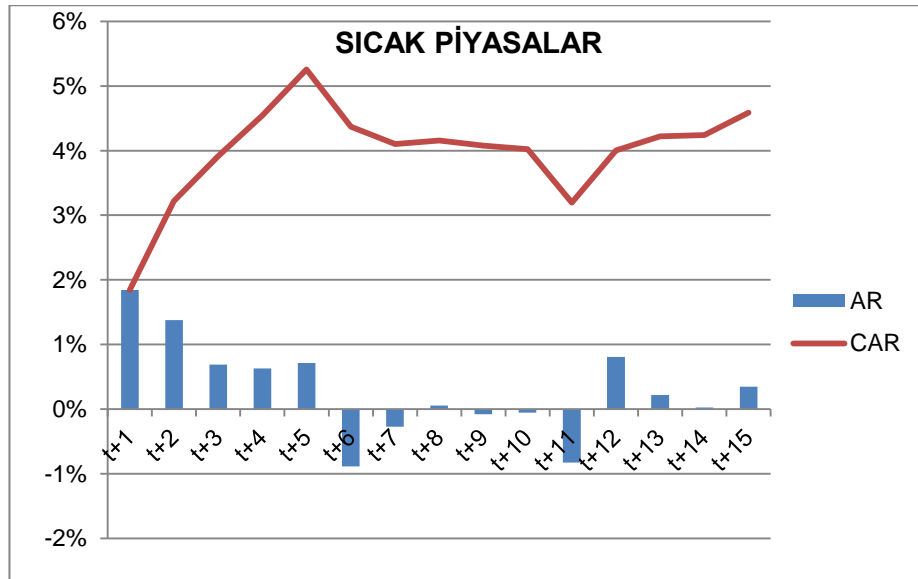
¹⁹ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Şekil 40: Halka arz sayısına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri



3.5.5.7.1.1. Sıcak Piyasalar(Halka Arz Sayısına Göre)

Şekil 41: Halka arz sayısına göre sıcak piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri

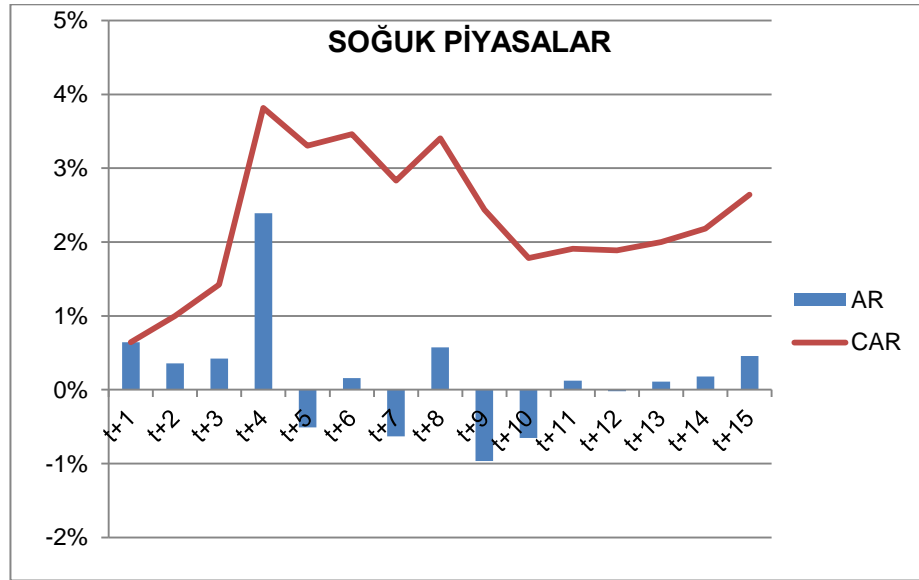


Sıcak piyasalarda halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,84'tür ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. Yukarıda da belirtildiği üzere, sıcak piyasalarda ilk gün düşük fiyatlandırma söz konusudur. Ayrıca en yüksek anormal getiri ise yine 1.gün anormal getirisi. 6., 7., 9., 10., 11.. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, sıcak piyasalarda halka açılan şirketlerde tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiriler anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %5,26 ile 5.günde elde edilmiştir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. 15.gün kümülatif getirisi ise %4,59'dur ve %5'te anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcılar 5.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkararak %5,26 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

3.5.5.7.1.2. Soğuk Piyasalar(Halka Arz Sayısına Göre)

Şekil 42: Halka arz sayısına göre soğuk piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %0,64'tür ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %2,39 ile 4.gün elde edilmiştir ve %5 düzeyinde anlamlıdır. 5., 7., 9., 10., 12.. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde yalnızca en yüksek kümülatif anormal getirinin elde edildiği 4. gün anlamlı bir sonuç bulunmuştur. 4.gün %3,81 oranında ve %5 düzeyinde anlamlı getiri elde

edilmiştir. Dolayısıyla yatırımcılar 4.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkararak %3,81 oranında piyasaya üzerinde getiri elde edebilirler.

3.5.5.7.2. Halka Arz Tutarına Göre Sıcak /Soğuk Piyasalar

Şirketlerin halka açılması sonucu piyasada toplanan fon miktarına(₺) göre piyasalar sınıflandırılırken, 2010-2017 yılları arasında piyasada toplanan toplam fon miktarının(₺) ortalaması alınmış, yaklaşık olarak 1.000.000 ₺'nin üstü sıcak piyasalar, 1.000.000 ₺'nin altı soğuk piyasalar olarak kabul edilmiştir. Bu doğrultuda 2010, 2011, 2013 ve 2017 yılları sıcak piyasalar; 2012, 2014, 2015 ve 2016 yılları ise soğuk piyasalara girmektedir. Bu kapsamda 65 şirket sıcak piyasalarda halka açılırken, 44 şirket soğuk piyasalarda halka açılmıştır.

Tablo 20: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirileri²⁰

HALKA ARZ TUTARINA GÖRE	SICAK PİYASALAR	SOĞUK PİYASALAR
t+1	0,0194**	0,0108
t+2	0,0113*	0,0121*
t+3	0,0048	0,0086
t+4	0,0082*	0,0128**
t+5	0,0137***	-0,0090*
t+6	-0,0080**	-0,0047
t+7	-0,0039	-0,0028
t+8	0,0022	0,0008
t+9	-0,0028	-0,0025
t+10	-0,0002	-0,0042
t+11	-0,0004	-0,0149
t+12	0,0077*	0,0044
t+13	0,0022	0,0016
t+14	0,0032	-0,0033
t+15	0,0012	0,0074*

²⁰ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

Tablo 21: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri²¹

HALKA ARZ TUTARINA GÖRE	SICAK PİYASALAR	SOĞUK PİYASALAR
t+1	0,0194**	0,0108
t+2	0,0307**	0,0229*
t+3	0,0355**	0,0315*
t+4	0,0436**	0,0442**
t+5	0,0574***	0,0353*
t+6	0,0494**	0,0306*
t+7	0,0454**	0,0278*
t+8	0,0477**	0,0286*
t+9	0,0449**	0,0261
t+10	0,0447**	0,0219
t+11	0,0443**	0,0070
t+12	0,0519**	0,0114
t+13	0,0541**	0,0129
t+14	0,0573**	0,0096
t+15	0,0585**	0,0170

En yüksek ilk gün anormal getirisi %1,94 getiri oranı ile sıcak piyasalarda halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır; sıcak piyasalarda ilk gün düşük fiyatlama mevcuttur. Soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde ise %1,08 getiri görülse de anlamlı bir ilk gün getirisi elde edilememiştir.

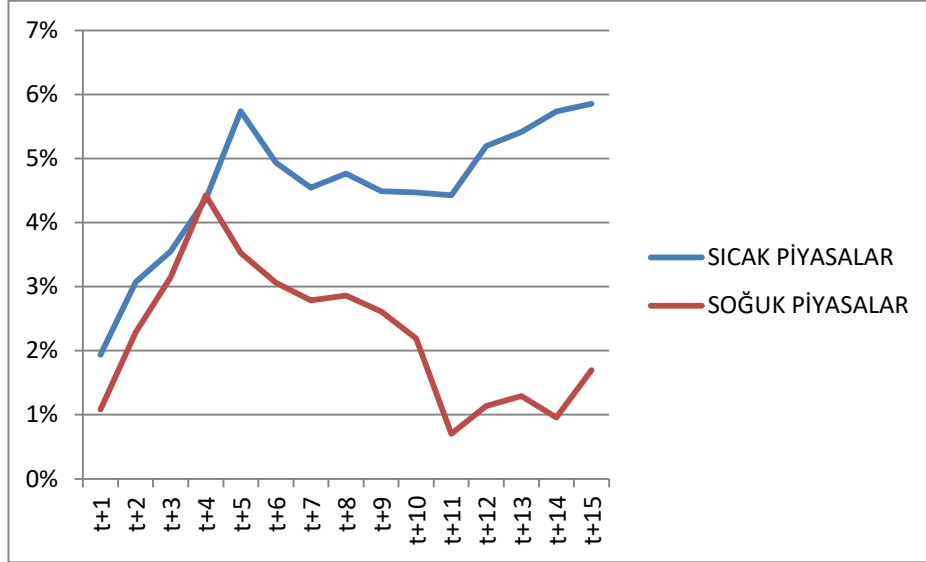
15. gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %5,85 ile sıcak piyasalarda halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde ise 15.gün sonunda %1,7 getiri görülmektedir ancak anlamlı değildir.

Hem ilk gün anormal getirisi hem de kümülatif anormal getiri açısından sıcak piyasalarda işlem gören hisse senetleri daha büyük bir anormal getiri sağlamaktadır. Bu durum da sıcak piyasalarda daha yüksek oranda düşük fiyatlama olduğunun

²¹ *%10, **%5, ***%1'de anlamlıdır.

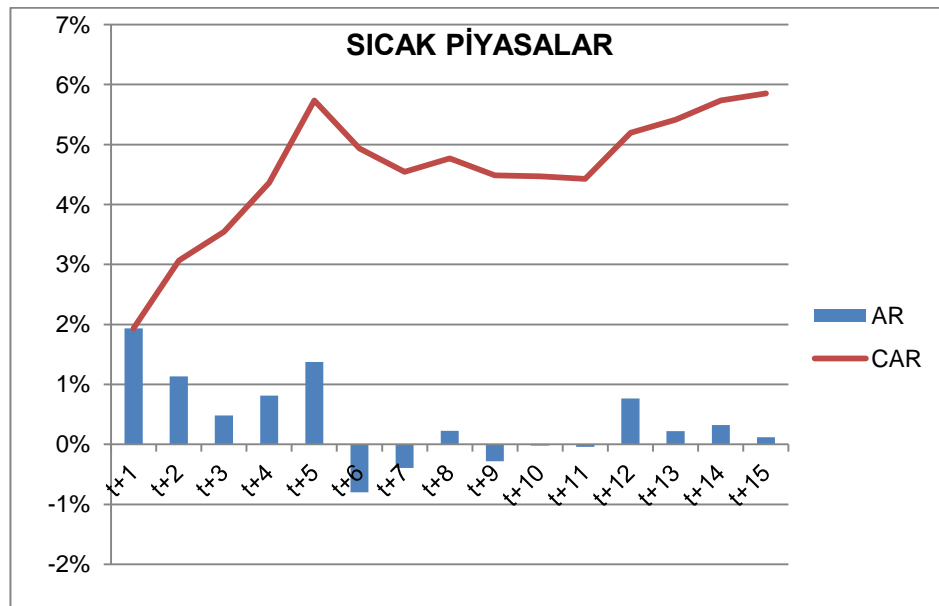
göstergesidir ve soğuk piyasalara nazaran daha fazla düşük fiyatlamaya yapılması literatür ile uyumludur.

Şekil 43: Halka arz tutarlarına göre sıcak/soğuk piyasalarda ilk defa halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük kümülatif ortalama anormal getirileri



6.5.6.7.2.1. Sıcak Piyasalar(Halka Arz Tutarına Göre)

Şekil 44: Halka arz tutarına göre sıcak piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



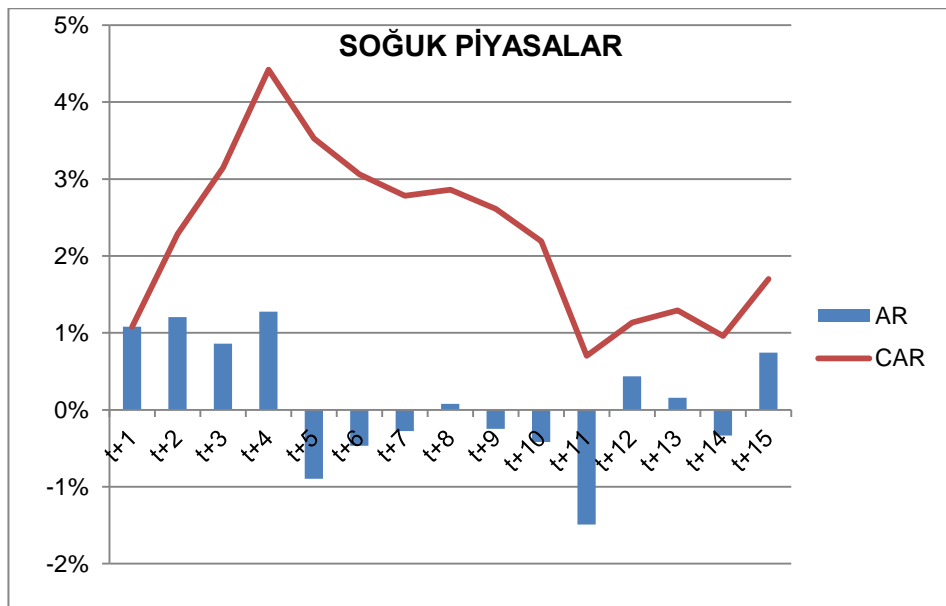
Sıcak piyasalarda halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,94'tür ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır; ilk gün düşük fiyatlama söz konusudur. Ayrıca en yüksek anormal getiri ise yine 1.gün anormal getirisidir. 6., 7., 9., 10., 11.. günlerde olmak üzere toplam 5 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 10 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, sıcak piyasalarda halka açılan şirketlerde tüm günlerde elde edilen kümülatif anormal getiriler anlamlıdır. En yüksek kümülatif anormal getiri %5,85 ile 15.günde elde edilmiştir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla yatırımcılar 15.gün sonuna kadar hisse senetlerini elde tutarak %5,85 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

Elde edilen sonuçlar halka arz sayısına göre sıcak piyasalarda elde edilen sonuçlar ile benzerdir, önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Her iki ayrıma göre de sıcak piyasalarda hem ilk gün düşük fiyatlaması hem de kısa vadede istatistiksel olarak anlamlı bir piyasa üstü getiri mevcuttur.

6.5.6.7.2.2. Soğuk Piyasalar(Halka Arz Tutarına Göre)

Şekil 45: Halka arz tutarına göre soğuk piyasalarda ilk kez halka arz olmuş hisse senetlerinin günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri



Soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde ilk gün elde edilen anormal getiri %1,08'dir ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek anormal getiri ise %1,28 ile 4.gün elde edilmiştir ve %5 düzeyinde anlamlıdır. 5.,6., 7., 9., 10., 11. ve 14.günlerde olmak üzere toplam 6 günde negatif anormal getiri elde edilmiş, geri kalan 9 günde pozitif anormal getiri elde edilmiştir.

Kümülatif anormal getirileri inceleyecek olursak, soğuk piyasalarda halka açılan şirketlerde en yüksek kümülatif anormal getiri %4,42 ile 4. gün elde edilmiştir ve bu getiri istatistiksel olarak %5'te anlamlıdır. 4. gün sonrasında kümülatif anormal getiriler azalmıştır, bu nedenle yatırımcılar 4.gün sonunda hisse senetlerini elden çıkararak %4,42 oranında piyasa üzerinde getiri elde edebilirler.

Elde edilen sonuçlar halka arz sayısına göre soğuk piyasalarda elde edilen sonuçlar ile benzerdir, önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Her iki ayrıma göre de soğuk piyasalarda ne anlamlı bir ilk gün getirisi ne de 15.gün sonunda istatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif anormal getiri mevcuttur.

SONUÇ

Bilindiği üzere, işletmeler hem faaliyetlerini sürdürmek, hem de yeni yatırımlar yapmak için finansmana ihtiyaç duyarlar. Bu finansman ihtiyacı şirketin iç kaynaklarından veya dış kaynaklarından karşılanmaktadır. İç kaynakların yetersiz kalması ve dış kaynaklara başvurulması durumunda şirket ya borçlanmayı ya da hisse senetlerini halka arz ederek yeni ortaklar yoluyla öz kaynak elde etmeyi hedefler.

Sermaye piyasalarının gelişimi; finansal sistemin gelişmesi, mülkiyetin tabana yayılması gibi birçok açıdan önemlidir. Türkiye, tüm gelişmekte olan ülkeler gibi fon açığı(sermaye eksikliği) bulunan bir ülke, Borsa İstanbul'da gelişmekte olan bir piyasadır. Gelişmekte olan ülke ve piyasalardaki bu fon açığı, ülke ekonomisinin gelişmesini yavaşlatıcı etkiye sahiptir. Dolayısıyla halka arzlar ülke ekonomisine kaynak sağlaması, mülkiyetin tabana yayılması, daha sağlam bir finansal yapının oluşması vb. birçok açıdan önemlidir. Bu doğrultuda 2008 yılında temelleri atılan Halka Arz Seferberliği de şirketlerin halka açılması, kaynak sağlaması ve şirket içi yapının kuvvetlendirilerek şirketlerin küresel rekabete hazırlanması açılarından önem arz etmektedir.

Ancak halka açılma kararı şirketler için oldukça zor ve önemli bir karardır. Bir şirketin halka açılmasının çalışmada daha önce belirtildiği üzere birçok avantajı ve dezavantajı bulunmaktadır. Şirketler, bu avantaj ve dezavantajları değerlendirerek halka açılıp açılmama konusunda karar verirler. Bir şirket halka açılma kararını verdikten sonra en önemli konulardan bir tanesi, ilk kez halka arz edilecek bu hisse senetlerinin fiyatının doğru belirlenmesidir. Gelecek döneme dair birçok belirsizlik, halka arzın tarafları arasındaki çıkar farklılıkları vb. nedenlerden dolayı ilk halka arzlarda fiyat belirleme oldukça zor bir konudur. Ayrıca fiyatın doğru belirlenip belirlenmediği ancak hisse senetlerinin halka arz olması sonrasında anlaşılabilir.

Halka arz olan hisse senetlerinin fiyatlamasının gerçeğe uygun olarak yapılmaması ve özellikle 'düşük fiyatlama' konusu literatürde üzerinde durulan bir konudur. Düşük fiyatlama, bir hisse senedinin gerçek değerinden daha düşük fiyatla piyasaya sunulması ve yatırımcıya piyasa üstü getiri sağlaması demektir ve özellikle ilk kez halka arz olan şirketlerin hisse senedi fiyatlamalarında karşımıza çıkmaktadır. Hem ulusal hem de uluslararası literatürde 'ilk gün düşük fiyatlama' olgusunun varlığı kabul

edilmiştir. Yapılan birçok çalışma ülke, piyasa veya zaman ayır etmeksizin ilk gün düşük fiyatlamasının küresel çapta bir olgu olduğunu ortaya koymuştur.

Düşük fiyatlama, bazen hisse senedi fiyatlarının doğru belirlenememesinden kaynaklanmakta, bazen halka arzın başarısız olmasını önlemek adına, bazen de yatırımcılar ve piyasa tarafından bilinirliği çok fazla olmayan şirket hisse senetlerine olan talebi arttırmak için bir pazarlama stratejisi olarak kullanılmaktadır. Düşük fiyatlamamanın azaltılması ve hisse senetlerinin doğru fiyatlanması her ne kadar piyasaların etkinliğinin sağlanması açısından önemli olsa da, piyasada bulunan bilgi sahibi yatırımcılar tarafından bu hisse senetlerinin talep edilmemesi sebebiyle talebin azalmasına neden olabilir, bu durumda da ihraç başarısızlıkla sonuçlanabilir. Ayrıca piyasada bulunan ve kısa vadede yüksek kar elde etmeyi amaçlayan kısa vadeli yatırımcılar, anormal getiri elde edebilecekleri düşük fiyatlandırılmış hisse senetlerini satın almayı amaçlarlar. Nitekim gelişmekte olan piyasalarda kısa vadeli kar elde etmeyi amaçlayan, uzun vadeli plan yapmayan görece daha bilgisiz yatırımcılar mevcuttur. Tüm bu faktörler dolayısıyla düşük fiyatlama piyasalarda karşılaşılan bir olgudur.

Bu çalışmada, 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin piyasaya arzı esnasında düşük fiyatlamamanın mevcut olup olmadığı araştırılmıştır. Düşük fiyatlama olgusu; yıllar, sektörler, halka arz yöntemleri, halka arza aracılık yöntemleri, şirketlerin piyasa değerleri, işlem gördüğü pazarlar ve sıcak/soğuk piyasalarda halka arz olmalarına göre ayrıca alt başlıklar altında da incelenmiştir. Çalışma sonucunda tüm şirketler için ilk gün ortalama anormal getirisi %1,59, 15.gün ortalama kümülatif anormal getirisi ise %4,59 olarak bulunmuştur ve bu iki değer istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Bir diğer ifadeyle, 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinde ilk gün düşük fiyatlaması ve kısa vadeli düşük fiyatlama mevcuttur. Ayrıca 15 günlük süre içinde tüm hisse senetleri için en yüksek anormal getiri 1.gün elde edilmiştir, ilk gün anormal getirisinin üzerinde anormal getiri elde eden bir başka gün bulunmamaktadır. Bulunan sonuçlar ulusal ve uluslararası literatür ile uyumludur. İlk gün anormal getirisini Borsa'nın etkinliği açısından ele alırsak, istatistiki olarak anlamlı bir ilk gün anormal getirisi ve kümülatif anormal getiri bulunduğu için H_0 reddedilmiştir. Dolayısıyla bu piyasada, piyasa üstü getiri elde etmek mümkün olduğu için Borsa İstanbul'un yarı etkin formda

bir piyasa olduğunu söylemek mümkün değildir, Borsa İstanbul yarı etkin formda bir piyasa değildir denilebilir.

Ancak her ne kadar çalışmada bulunan ilk gün anormal getirisi ulusal literatürde bulunan ilk gün anormal getirilerinden görece düşük görünse de, son yıllarda yapılmış olan ve literatür bölümünde de yer alan Çakır&Akkoç (2015) ve Kaya (2012)'nin çalışmalarında ortaya çıkan sonuçlar ile benzerdir. Son yılları kapsayan çalışmalarda, önceki yıllarda yapılan çalışmalarla karşılaştırıldığında, görece daha düşük ilk gün anormal getiriler elde edilmektedir. Bu durumun nedeni olarak 1990'larda ve 2000'li yılların başında gerçekleşen yüksek oranlı enflasyon gösterilebilir.

İlk kez halka arz edilen bu şirketler yıllar bazında incelenecek olursa, en yüksek ilk gün anormal getirisi %2,64 ile 2011 yılındadır ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. İkinci en yüksek ilk gün anormal getirisi ise %2,4 ile 2010 yılına aittir ve bu getiri %10 düzeyinde anlamlıdır. Bu iki yıl, Dolar bazında en yüksek fon toplanan yıllar olup, sıcak piyasalara girmektedir. Dolayısıyla, bu yıllarda istatistiksel olarak anlamlı bir ilk gün düşük fiyatlaması literatür ile uyumludur. En yüksek kümülatif anormal getiri ise %9,59 ile 2015 yılına, en yüksek ikinci kümülatif anormal getiri ise %8,05 ile 2011 yılına aittir ve bu anormal getiriler istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlıdır. 2014 ve 2016 yılları hariç diğer yıllarda ise 15 günlük kısa dönem kümülatif anormal getirisi pozitifdir. 2014 ve 2016 yılları ise Dolar bazında en az fon toplanan iki piyasa olarak soğuk piyasalardandır ve düşük fiyatlama olmaması da literatür ile uyumludur.

Halka arz edilen şirketleri sektör bazında inceleyecek olursak, 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz edilen şirketler 12 ayrı sektörde yer almaktadır. Ancak bulgular bölümünde bahsedildiği üzere, madencilik sektörü; eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü ve mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe sadece 1 tane şirket halka açıldığı için, anormal getiri ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılık hesaplamaları bu 3 sektör için yapılmamıştır. Bunların dışında kalan sektörleri incelersek, elektrik, gaz ve su sektörü dışındaki tüm sektörlerde ilk gün pozitif anormal getiri söz konusudur. Sektörler arasında ikinci en yüksek ilk gün getirisi %5,03 ile teknoloji sektörüne aittir ve bu getiri %5'te anlamlıdır. Benzer şekilde 15 günlük kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ikinci en yüksek kümülatif anormal getiri %20,6 ile teknoloji sektörüne aittir ve bu getiri %10'da anlamlıdır. Dolayısıyla,

istatistiksel olarak anlamlı en yüksek ilk gün anormal getirisi ve 15 günlük kümülatif anormal getiri teknoloji sektörüne ait olduğu için; en yüksek ilk gün düşük fiyatlaması ve kısa vadeli düşük fiyatlama teknoloji sektörüne aittir denilebilir. Teknoloji sektörüne ek olarak imalat sektöründe de ilk gün düşük fiyatlaması mevcuttur. Elektrik, gaz ve su sektöründe ise ilk gün yüksek fiyatlama mevcuttur. En düşük kümülatif anormal getiri ise $-%4,34$ ile toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörüne aittir ve %10 düzeyinde anlamlıdır. Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar sektörü dışındaki tüm sektörler yatırımcılarına 15 günlük süre sonunda piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlamışlardır. İlk gün anormal getirisi negatif olan elektrik, gaz ve su sektörü 3.günden itibaren pozitif kümülatif getiri sağlamıştır.

Halka arz yöntemlerine göre incelediğinde, en yüksek ilk gün anormal getirisi %10 düzeyinde anlamlı %4,04 getiri ile ortak satışı yöntemindedir. Diğer bir ifadeyle, en yüksek düşük fiyatlama ortak satışı yönteminde yapılmıştır. Sermaye artırımı yöntemi ise en düşük ilk gün anormal getirisinin elde edildiği yöntemdir ve bu getiri de istatistiksel olarak anlamlı değildir. Halka arz yöntemleri bölümünde anlatıldığı üzere, halka arzda ortakların mevcut paylarının satışı, halka arzdan sağlanan getirinin firma tarafından değil ortaklar tarafından elde edilmesi demektir. Bu durumda, firma üzerindeki belirsizliğin artması nedeniyle düşük fiyatlama oranı yükselir. Sermaye artırımı yönteminde ise halka arz sonucu elde edilen kaynak şirkete ait olacağı ve şirketin hedefleri doğrultusunda kullanılacağı için düşük fiyatlama oranı düşer. Dolayısıyla, ortak satışı yönteminde en yüksek ve anlamlı ilk gün anormal getirisi elde edilmesi literatür ile uyumludur. 15 günlük kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ise ilk gün anormal getirilerde olduğu gibi en yüksek kümülatif anormal getiri %6,11 ile ortak satışı yöntemine aittir ancak bu kümülatif anormal getiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. En yüksek ikinci 15 günlük kümülatif anormal getiri ise %4,99 getiri ile sermaye artırımı yöntemine aittir. Sermaye artırımı yöntemi 1. gün haricinde her gün anlamlı kümülatif anormal getiri elde ederken, ortak satışı yönteminde elde edilen kümülatif anormal getiriler 10. günden sonra istatistiksel olarak anlamlılığını yitirmiştir. Ancak yine de tüm yöntemler ve tüm günler içinde en yüksek kümülatif anormal getiri %5 düzeyinde anlamlı %11,72 ile ortak satışı yönteminde 9.günde elde edilmiştir.

İlk kez halka arz olan şirketleri piyasa değerlerine göre incelediğimizde, hem en yüksek ilk gün anormal getirisi hem de en yüksek 15. gün kümülatif anormal getirisi sırasıyla %1,81 ve %5,49 getiri oranları ile piyasa değeri küçük şirketlere aittir ve bu getiriler %1

düzeyinde anlamlıdır. Piyasa değeri büyük şirketlerin ilk gün anormal getirisi ise %0,79, 15.gün kümülatif anormal getirisi ise negatiftir ancak bu iki değer de istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla piyasa değeri küçük şirketlerde hem ilk gün düşük fiyatlamaya hem de kısa vadeli düşük fiyatlamaya mevcutken, piyasa değeri büyük şirketlerde düşük fiyatlamaya söz konusu değildir. Bu durum, düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler arasında yer verilen aktif büyüklüğü arttıkça belirsizlik ve dolayısıyla düşük fiyatlamaya azalır iddiası ile uyumludur. Ayrıca yine küçük şirketlerdeki düşük fiyatlamaya, bu şirketlerin diğer şirketlere nazaran tanınırlığı az olduğu için ilk halka arzda daha fazla talep toplamak adına daha fazla düşük fiyatlamaya maruz kaldıkları şeklinde de yorumlanabilir. Yatırımcılar bu şekilde tanınırlığı daha yüksek ve belirsizliği daha az olan büyük şirketler yerine küçük şirketlere yatırım yaparak daha fazla getiri elde etmeyi hedeflerler.

İlk kez halka arz olan şirketleri halka arza aracılık yöntemlerine göre incelediğimizde, halka arza aracılık yöntemleri arasında en yüksek ilk gün anormal getirisi %2,73 getiri oranı ile en iyi gayret aracılığı yöntemi ile halka arz olan şirketlerdir ve bu getiri %1 düzeyinde anlamlıdır. Yani en iyi gayret aracılığı yöntemiyle halka arz edilen şirketlerde, ilk gün düşük fiyatlamaya söz konusudur. Diğer yöntemlerde istatistiksel olarak anlamlı bir ilk gün getirisi elde edilememiştir. Kümülatif anormal getiriler ise kullanılan tüm aracılık yöntemleri için 15.gün sonunda pozitifken, 15.gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %5,89 ile herhangi bir aracı kullanmaksızın halka açılan şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. İkinci en yüksek kümülatif anormal getiri ise %4,61 ile en iyi gayret aracılığı sektörüne aittir ve %10 düzeyinde anlamlıdır. Diğer yöntemler için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Dolayısıyla en iyi gayret aracılığı yönteminde ilk gün düşük fiyatlamaya tespit edilirken, diğer yöntemler için ilk gün düşük fiyatlamaya tespit edilememiştir. Aynı şekilde 15.gün sonunda aracı kullanmaksızın halka açılan şirketler için ve en iyi gayret aracılığı ile halka açılan şirketler için kısa vadeli düşük fiyatlamaya söz konusuyken, diğer iki yöntemde düşük fiyatlamaya mevcuttur demek mümkün değildir. Bulunan bu sonuçlar, yukarıda da belirtildiği üzere Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi ile çelişmektedir çünkü aracı kurumların daha fazla yükümlülük altına girdiği bakiyeyi yüklenim ve kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemlerinde elde edilen anormal ve kümülatif anormal getiriler istatistiki olarak anlamlı bulunmamaktadır. Halbuki Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi'ne göre aracı firma kendisinin daha fazla sorumluluk altına girdiği aracılık yöntemlerinde, halka arzın başarısız olmasını engellemek adına bilinçli olarak

düşük fiyatlamaya yapmaktadır. Ancak Khurshed (2011)'in de belirttiği gibi zaten literatürde bu hipotezle çelişen ve bizim sonuçlarımıza benzer sonuçlara sahip birçok çalışma yapılmıştır. Bulunan sonuçlar literatürdeki bu çalışmalar ile uyumludur.

Halka açılan şirketleri işlem gördükleri pazarlara göre incelersek, en yüksek ilk gün anormal getirisi %2,39 getiri oranı ile Ana Pazar(II.Ulusal Pazar)'da işlem gören şirketlere aittir ve bu getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. Bu ilk gün getirisini GİP'te işlem gören şirketlerin getirisi takip etmektedir ancak GİP'te elde edilen ilk gün getirisi istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer iki pazarda yer alan şirketler için de anlamlı bir ilk gün getirisi söz konusu değildir. Pazarlarda elde edilen kümülatif getirileri incelersek, 15. gün sonundaki en yüksek kümülatif anormal getiri %7,88 ile Ana Pazar (II.Ulusal Pazar)'da işlem gören şirketlere, ikinci en yüksek kümülatif anormal getiri ise %7,28 ile GİP'te işlem gören şirketlere aittir ve her iki kümülatif anormal getiri %5 düzeyinde anlamlıdır. 15. gün sonunda elde edilen diğer pazarlardaki negatif kümülatif anormal getiriler ise anlamlı değildir. Dolayısıyla ilk gün düşük fiyatlamaya yalnızca Ana Pazar'da mevcuttur. Kümülatif anormal getiri ise Ana Pazar için her gün, GİP için 1. gün hariç her gün mevcuttur yani tüm bu günler için düşük fiyatlamaya söz konusudur. Aslında bulunan bu sonuç, şirketlerin piyasa değerlerine göre elde ettiğimiz sonuçlar ile uyumludur. Piyasa değeri küçük şirketlerde düşük fiyatlamaya mevcutken, piyasa değeri büyük şirketlerde düşük fiyatlamaya söz konusu olmadığını daha önce belirtilmişti. Piyasalarda da daha büyük çaplı şirketlerin yer aldığı Yıldız Pazar için düşük fiyatlamaya söz konusu değilken, görece daha küçük çaplı şirketlerin yer aldığı Ana Pazar ve GİP için kısa vadeli düşük fiyatlamaya söz konusudur. Bu açıdan bulunan sonuçlar birbirleri ile uyumludur.

Şirketlerin halka arz olma zamanlamasına, yani sıcak ya da soğuk piyasalarda halka arz olmalarına göre incelersek, hem halka arz sayısına göre hem de halka arz tutarına göre sınıflandırma yapıldığında sıcak piyasalarda düşük fiyatlamaya tespit edilirken, soğuk piyasalarda düşük fiyatlamaya tespit edilmemiştir. Hem ilk gün anormal getirisi hem de kümülatif anormal getiri açısından sıcak piyasalarda işlem gören hisse senetleri daha büyük ve anlamlı bir anormal getiri sağlamaktadır. Halka arz sayısına göre sıcak piyasalarda %1'de anlamlı %1,84, halka arz tutarına göre sıcak piyasalarda %5'te anlamlı %1,94 düzeyinde ilk gün anormal getirisi elde edilmiştir. Dolayısıyla her iki ayrıma göre de, sıcak piyasalarda ilk gün düşük fiyatlamaya mevcuttur. 15.gün sonunda elde edilen kümülatif getiriye bakarsak; halka arz sayısına göre sıcak

piyasalarda %4,5, halka arz tutarına göre sıcak piyasalarda %5,85 düzeyinde her ikisi de %5'te anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmiştir. Ayrıca sıcak piyasalarda tüm günler için pozitif ve anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilmiştir. Ancak soğuk piyasalarda ne anlamlı ilk gün anormal getirisi, ne de anlamlı 15. gün kümülatif anormal getirisi mevcuttur. Dolayısıyla, sıcak piyasalarda kısa vadeli düşük fiyatlama mevcutken, soğuk piyasalar için aynı yorumu yapmak mümkün değildir. Sıcak piyasalarda düşük fiyatlamamanın istatistiksel olarak anlamlı ve belirgin olması literatür ile uyumludur.

Sonuç olarak, yukarıda da belirtildiği üzere, bu çalışmada özellikle 2008 Küresel Finans Krizi sonrası ve Halka Arz Seferberliği'nin etkisini göstermeye başladığı 2010 yılından itibaren gerçekleştirilen ilk halka arzlar ele alınmış ve diğer çalışmalardan farklı olarak hisse senetlerinin ilk gün anormal getirisi yalnızca yıllar veya sektörler bazında değil birçok farklı kategori altında ele alınmıştır. Böylece bu çalışmanın, kendisinden sonraki çalışmalar için tek yönlü olmayan genel bir çerçeveye çizmesi; elde edilen bulgu ve sonuçların kendisinden sonra gelecek çalışmalar için faydalı olması; çalışma sonuçlarından piyasadaki yatırımcıların ve şirketlerin yanı sıra akademik alanda çalışma yapan, piyasa hakkında genel fikir edinmek isteyen ve düşük fiyatlama ile ilgilenen kişilerin de faydalanması hedeflenmiştir. Ayrıca birçok farklı kategori altında ve kısa vadeli olarak yapılan bu çalışmada ele alınan dönem ve kategoriler sonraki çalışmalarda uzun vadeli olarak incelenebilir, düşük fiyatlamamanın devam edip etmediğini araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Açıkgöz, Ş., & Gökkaya, V. (2017). Türkiye’de İlk Halka Arz Getirilerinin Değişkenliği. *Ege Akademik Bakış*, 17(1), 33-58.
- Akgiray, V.; <http://spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/201056/0>. 09 17, 2018 tarihinde <http://spk.gov.tr/Duyuru/Goster/201056/0>: <http://spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/201056/0> adresinden alındı
- Aktas, R., Karan, M. B., & Aydoğan, K. (2003). Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 8(1).
- Altan, M., & Hotamış, T. N. (2008). Türkiye'de Halka İlk Harfi Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000-2006). *KMU İİBF Dergisi*, 10(4).
- Altun, O., & Can Mutan, O. (2007). *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Kamuya Açık), Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Dairesi.
- Álvarez, S., & González, V. M. (2011). Long Run Performance of Initial Public Offerings(IPOs) in The Spanish Capital Market. *European Financial Management Association(EFMA) 2001 Lugano Meetings*, (s. 1-41).
- Ayden, T., & Karan, M. B. (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performansının Ölçülmesi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*(3), 87-96.
- Baron, D., & Holmström, B. (1980). The Investment Banking Contract For New Issues Under Asymmetric Information: Delegation And The Incentive Problem. *THE JOURNAL OF FINANCE*.
- Barry, C. B., & Jennings, R. H. (1993). The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock. *Financial Management*, 22(1), 54-63.
- Başpınar, A. (2008). Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri. *Doktora Tezi*. Ankara.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*(15), 213-232.
- Bildik, R., & Yılmaz, M. K. (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2(2), 49-75.
- Borsa İstanbul*.09 18, 2018 tarihinde Borsa İstanbul: <http://www.borsaistanbul.com/sss/gelisen-isletmeler-piyasasi-gip> adresinden alındı

- Borsa İstanbul*. 04 02, 2019 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/>:
<https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydalari-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/halka-arz-ve-satis-yontemleri/satis-yontemleri> adresinden alındı
- Brennan, M., & Franks, J. (1997). Under Pricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity. *Journal of Financial Economics*, 391-413.
- Çakır, H., & Akkoç, S. (2015). İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansları: Borsa İstanbul'da Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(4), 159-170.
- Cihangir, M., & Kandil, E. (2009). Türkiye'de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(44), 165-178.
- Çimen, A. (2018). *Borsa İstanbul'da İlk Halka Arz Edilen Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisi Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: Ekin.
- Çimen, A. (2018). *Borsa İstanbul'da İlk Halka Arz Edilen Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisi Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: Ekin.
- Cohen, B. D., & Dean, T. J. (2005). Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal. *Strategic Management Journal*, 26(7), 683-690.
- Durukan, M. B. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28(2), 18-38.
- Elmas, B. (2012). *İlk Halka Arz Teori ve Uygulama*. Gazi Kitabevi.
- Elmas, B., & Amanianganeh, M. (2013). BİST'de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi:1995-2010 Dönemi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 15(2), 217-241.
- Eralp, B. (2017). Yaratıcı Muhasebe Kapsamında Halka Arz Seferberliği. *MCBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 1-16.
- Gounopoulos, D., Merikas, A. G., & Nounis, C. P. (2009). Global Shipping IPOs Performance. *Maritime Policy and Management*, 36(6), 1-25.
- Gündoğdu, A., & Dizman, A. S. (2013). İstanbul Finans Merkezi Projesinin Swot Analizi İle Değerlendirilmesi Ve Dünya Finans Merkezleri İle Kıyaslanması. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 5(1), 1-15.
- Güzelhan, H., & Açar, M. (1991). İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 6(68), 51-59.

- Habib, M. A., & Ljungqvist, A. P. (1999). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence.
- Helwege, J., & Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 541-569.
- Houge, T., & Loughran, T. (1999). Growth Fixation and the Performance of Bank Initial Public Offerings, 1983-1991. *Journal of Banking & Finance*, 1277-1301.
- Ibbotson, R. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272.
- Kaderli, Y. (2016, Ocak). Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul'da Yapılan Halka Arzların Orta Ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(11), 103-117.
- Kaderli, Y., & Demir, S. (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *Mali Çözüm*(91), 45-66.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (4 b.). Ankara: Gazi.
- Katti, S., & Phani, B. (2016). Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35-52.
- Kaya, T. (2012). The Short Term Performance Of Initial Public Offerings In Istanbul Stock Exchange: 2010 -2011 Application. *Journal of Business, Economics & Finance*, 1(1), s. 64-76.
- Kaya, T. (2017). Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların Uzun Dönem Performans Analizi: Normalüstü Getiri Mümkün Mü? *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 6-19.
- Khurshed, A. (2011). *Initial Public Offerings The Mechanics and Performance of IPOs*. Hampshire: Harriman House.
- Kılıç, Y., Buğan, M. F., & Özbezek, B. D. (tarih yok). Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi: Temettü ve Kazanç İlişkisinde Panel Nedensellik Yaklaşımı.
- Kırkulak, B. (2010). Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri: İMKB'de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 465-486.
- Kıymaz, H. (1997). İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması. *İMKB Dergisi*, 1(3), 46-73.
- Kıymaz, H. (1997). İMKB'de Halka Arzedilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi. *İMKB Dergisi*, 1(2), 69-90.



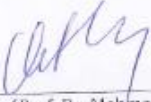
- Kumar, K. S. (2015). Short Run and Long Run Performance of Indian Initial Public Offerings (IPOs) during 2007-2012. *International Journal of Research and Development*, 4(3), 33-41.
- Kurtaran, A. (2008). İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değerlendirilmesi. *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 22(1), 407-419.
- Küçükkoçaoğlu, G., & Alagöz, A. (2009). İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 65-86.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (1996). Australian IPO Pricing in the Short and Long Run. *Journal of Banking & Finance*, 20, 1189-1210.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. B. E. Eckbo (Dü.) içinde, *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance* (Cilt 1, s. 375-418).
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.
- McDonald, J. G., & Fisher, A. K. (1972). New-Issue Stock Price Behavior. *The Journal of Finance*, 27(1), 97-102.
- Mumtaz, M. Z., Smith, Z. A., & Ahmed, A. M. (2016, Haziran). An examination of short-run performance of IPOs using Extreme Bounds Analysis. *Estudios de Economía*, s. 71-95.
- Otlu, F., & Ölmez, S. (2011). Halka İlke Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB'de Bir Uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2), 14-44.
- Özen, E., Bali, A., & Aydoğan, H. (tarih yok). 09 22, 2018 tarihinde Borsa İstanbul: http://www.borsaistanbul.com/Datum/tanitim_ekleri/Borsa_Istanbul_HT_ek.pdf adresinden alındı
- Pamukçu, A., & Öztürk, E. (2018). Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Borsa İstanbul'a Arz Olma Kriterleri. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 1(2), 21-35.
- Ritter, J. R. (1984). The 'Hot Issue' Market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215-240.
- Ritter, J. R. (1991, 3). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, XL.VI(1), 3-27.
- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*(15), 187-212.
- Savaşkan, O. (2005). *Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı*. Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Denetleme Dairesi, İstanbul.

- Sayılgan, G. (2013). *İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitapevi.
- Sermaye Piyasası Kurumları- TOBB İşbirliği Protokolü*. (2008). 09 22, 2018 tarihinde Borsa İstanbul: <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/borsada-islem-gorme/is-birligi-protokolü.pdf?sfvrsn=2> adresinden alındı
- Sermaye Piyasası Kanunu(6362). (2015, Ocak). *Sermaye Piyasası Kanunu*, 16. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Sevim, Ş., & Akkoç, S. (2006, Aralık). İlk Halka Arzların Uzun Vadei Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(16), 107-123.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Stakeholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 461-488.
- Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*(49), 45-77.
- Şengül, S. (1997). *100 Soruda Halka Açılma*. Ankara: ASO.
- Teker, S., & Ekit, Ö. (2003). The Performance of IPOs In Istanbul Stock Exchange In Year 2000. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1), 117-128.
- Teker, S., & Özer, B. (2012). Sermaye Piyasaları Yapısal Karşılaştırılması:Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkeler ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi Temmuz*, 1-10.
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2010). Türkiye Sermaye Piyasası. *Türkiye Sermaye Piyasası*, s. 1-49.
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (2015). *Türkiye Sermaye Piyasası 2014*. İstanbul: TSPB.
- 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*, 23(2), 243-258.
- Welch, I. (1992). Sequential Sales, Learning and Cascades. *The Journal of Finance*.
- Wolozyn, A., & Zarzecki, D. (2013). The Impact Of The January Effect On The IPO Underpricing In Poland. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 121-135.
- Yıldırım, D., & Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(1), 189-202.

EK 1. Orijinallik Raporu

 <p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU</p>
<p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</p> <p style="text-align: right;">Tarih: 25/06/2019</p> <p>Tez Başlığı : BORSADA İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA</p> <p>Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 121 sayfalık kısmına ilişkin, 24/06/2019 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 13 'tür.</p> <p>Uygulanan filtrelemeler:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1- X Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç 2- X Kaynakça hariç 3- <input type="checkbox"/> Alıntılar hariç 4- X Alıntılar dâhil 5- X 5 kelimededen daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç <p>Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p> <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p> <p style="text-align: right;">25.06.2019  Tarih ve İmza</p> <p>Adı Soyadı: Ezgi Tunçay Öğrenci No: N15223945 Anabilim Dalı: İşletme Programı: Muhasebe Ve Finans Tezli Yüksek Lisans</p>
<p><u>DANIŞMAN ONAYI</u></p> <p>UYGUNDUR.</p> <p> Prof.Dr. Mehmet Baha Karan</p>

EK 2. Etik Kurul Muafiyet Formu

 <p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZ ÇALIŞMASI ETİK KOMİSYON MUAFİYETİ FORMU</p>
<p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</p>
Tarih: <u>25.06/2019</u>
<p>Tez Başlığı: BORSADA İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA</p>
<p>Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmam:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır. 2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir. 3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir. 4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, mülakat, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir.
<p>Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kurul/Komisyon'dan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p>
<p><u>25.06.2019</u></p>  <p>Tarih ve İmza</p>
<p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p>
<p>Adı Soyadı: <u>Ezgi Tunçay</u></p> <p>Öğrenci No: <u>N15223945</u></p> <p>Anabilim Dalı: <u>İşletme</u></p> <p>Programı: <u>Muhasebe-Finans Tezli Yüksek Lisans</u></p> <p>Statüsü: <input checked="" type="checkbox"/> Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/> Bütünleşik Doktora</p>
<p>DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI</p> <p><u>uygun</u></p> <p></p> <p>(Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN)</p>
<p>Detaylı Bilgi: http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr</p> <p>Telefon: 0-312-2976860 Faks: 0-3122992147 E-posta: sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr</p>