

**HALKA İLK ARZLARIN KISA VE UZUN  
DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI:  
BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

**Ahmet Melik Sahabi  
(Yüksek Lisans Tezi)**

**Eskişehir, 2014**

**HALKA İLK ARZLARIN KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT  
PERFORMANSLARI: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

**Ahmet Melik SAHABİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Finansman bilim dalı**

**Danışman: Doç. Dr. Metin Coşkun**

**Eskişehir**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**Eylül, 2014**

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ahmet Melik SAHABİ'nin, "Halka İlk Arzların Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama" başlıklı tezi 23 Eylül 2014 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

**İmza**

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Metin COŞKUN

Üye : Doç.Dr.Murat ERTUĞRUL

Üye : Doç.Dr.Oğuz ARSLAN

Prof.Dr.Kemal YILDIRIM  
Anadolu Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



## **Yüksek Lisans Tez Özü**

# **HALKA İLK ARZLARIN KISA VE UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI: BORSA İSTABUL'DA BİR UYGULAMA**

**Ahmet Melik SAHABİ**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2014**

**Tez Danışmanı: Doç. Dr. Metin ÇOŞKUN**

Halka ilk arzlarda kısa ve uzun dönem fiyat performanslarının incelendiği bu çalışmada olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmış, 1998-2010 yılları arasında BİST'te halka ilk defa arz olunan şirketler çalışmanın örneklemini oluşturmuştur. Çalışmada bahsi geçen dönemde halka arz olmuş 126 şirket incelenmiş ve bu bağlamda şirketlerin kısa ve uzun dönem fiyat performansları hesaplanmıştır. Çalışmada kısa dönem için ilk gün, ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay getiriler hesaplanırken, uzun dönem için 1, 2 ve 3 yıllık satın al elde tut getirileri hesaplanmıştır. Çalışmada kısa dönem artık getiriler sırasıyla ortalama %7,61, %12,74, %16,66 ve %18,58 olurken uzun dönem satın al elde tut getirileri sırasıyla -%1,17, -%9,3 ve -%31,65 seviyesinde olmuştur. Çalışmada aynı zamanda sektörlere göre artık getiriler incelenmiş “diğer sektörler” grubunun kısa ve uzun dönemde en yüksek getirileri sağladığı görülmüştür. En düşük artık getiriler ise kısa ve uzun dönemde “teknoloji sektöründe” görülmüştür. Çalışmanın son aşamasında ilk gün getirilere göre şirketler iki farklı yöntemle gruplandırılarak uzun dönem performanslar incelenmiş kullanılan yöntemlere göre farklı sonuçlar elde edilmiştir.

**Anahtar kelimeler:** Halka arz, düşük fiyatlama, BİST.

## **Abstract**

### **SHORT AND LONG TERM PRICE PERFORMANCE OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS: AN APPLICATION IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE**

**Ahmet Melik SAHABİ**

**Department of Finance**

**Anadolu University Graduate School of Social Science, September 2014**

**Adviser: Assoc. Prof. Metin OŐKUN**

In this study, by using event study methodology, we examined short and long term price performance of IPOs occurred between the years 1998-2010 in Istanbul Stock Exchange. In that period we chose 126 firms to be examined and we calculated their short and long term price performance. First day, second day, first week and first month were chosen to be short term periods, while first, second and third years were chosen to be long term periods and their buy-and-hold returns were calculated. We found short term abnormal returns for whole sample 7,61%, 12,74%, 16,66% and 18,58% for periods of first day, second day, first week and first month relatively. For long term, we found buy-and-hold abnormal returns -1,17%, -9,3% and -31,65% for periods of first, second and third year relatively. We also examined abnormal returns of sectors in which sample firms are operated. Best price performances were seen in “other sectors” group for both short and long term. On the other hand, technology sector group generated worst returns for both short and long term. At the end, we first split the sample based on firms’ first day returns, and then compared their long term returns by using two different methods. For each method, we found adverse results.

**Key words:** IPO, underpricing, Istanbul Stock Exchange.

## **Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi**

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada, yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Ahmet Melik SAHABİ

## **Özgeçmiş**

Ahmet Melik SAHABİ

Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı

Finansman Bilim Dalı

Yüksek Lisans

## **Eğitim**

- Ls. 2010 Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi (İİBF),  
İng. İşletme Bölümü
- Lise 2003 Afyon Açıköğretim Lisesi, Türkçe-Matematik Bölümü

## **Kişisel Bilgiler**

Doğum yeri/yılı: Erzurum / 16.10.1984 Cinsiyet: Erkek Yabancı Dil: İngilizce

## İçindekiler

	<u>Sayfa</u>
Jüri ve Enstitü Onayı.....	ii
Özet.....	iii
Abstract.....	iv
Etik İlke Beyannamesi.....	v
Özgeçmiş.....	vi
Tablo ve Şekiller Listesi.....	x
Kısaltmalar Listesi.....	xi
Giriş.....	1

### **Birinci Bölüm**

#### **Halka Arz**

1. Halka Arz Kavramı.....	3
2. Halka Arzın Hukuki Niteliği.....	4
3. Halka Arz Süreci.....	5
3.1. Ön Hazırlık.....	6
3.2. Başvuru.....	7
3.3. Yerinde İnceleme.....	8
3.4. Ön Talep Toplama.....	8
3.5. Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'na Müracaat.....	9
3.6. Payların Halka Arzı.....	9
3.7. Satış Sonuçlarının İncelenmesi.....	10
4. Halka Arz Şekilleri.....	11
4.1. Aracı Kuruluşlar Vasıtası ile Halka Arz.....	11
4.1.1. En iyi gayret aracılığı.....	11
4.1.2. Aracılık yüklenimi.....	12
5. Halka Arz Yöntemleri.....	13
5.1. Mevcut Payların Halka Arzı.....	13



5.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz.....	14
6. Halka Arzda Satış Yöntemleri.....	15
6.1. Talep Toplama Yöntemi.....	16
6.1.1. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi.....	16
6.1.2. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi.....	17
6.1.3. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi.....	17
6.2. Borsada Satış Yöntemi.....	18
6.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	19
7. Halka Arzı Teşvik Edici Nedenler.....	19
8. Halka Arzı Engelleyen Nedenler.....	21

## İkinci Bölüm

### Halka İlk Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Bu Alanda Yapılmış Çalışmalar

1. Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Olgusu.....	23
2. Düşük Fiyatlandırmayla İlgili Hipotezler.....	24
2.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi.....	24
2.2. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi.....	25
2.3. Monopson Güç Hipotezi.....	26
2.4. Sigorta Hipotezi.....	26
2.5. Spekülatif Balon Hipotezi.....	26
2.6. Bandwagon Hipotezi.....	27
2.7. Sinyal Hipotezi.....	27
2.8. Kurumsal Engel Hipotezi.....	28
2.9. Deneyim Eksikliği Hipotezi.....	28
3. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırılması ile İlgili Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar.....	29
4. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırılması ile İlgili Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar.....	38
5. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırılması ile İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar.....	44

## Üçüncü Bölüm

### Borsa İstanbul'da 1998-2010 Yılları Arası Halka İlk Arz Olmuş Şirketlerin Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansı ile İlgili Bir Uygulama

1. Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	51
2. Kapsam ve Veriler.....	52
3. Yöntem.....	54
4. Verilerin Hazırlanması.....	55
4.1. Pay Verilerinin Hesaplanması.....	55
4.2. Endeks Verilerinin Hesaplanması.....	57
4.3. Artık Getirilerin Hesaplanması.....	58
5. İlk Gün Artık Getiriler ile İlgili Bulgular.....	61
6. Uzun Dönem Artık Getiriler ile İlgili Bulgular.....	67
7. Sonuç.....	75
Kaynakça.....	79

## Tablolar ve Şekiller Listesi

	<u>Sayfa</u>
<b>Tablo 1. 32 Ülke İçin Ortalama İlk Gün Getiriler.....</b>	<b>43</b>
<b>Tablo 2. Halka Arzların Yıllara Göre Dağılımı.....</b>	<b>53</b>
<b>Tablo 3. Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Yıllara Göre Dağılımı.....</b>	<b>61</b>
<b>Tablo 4. Halka İlk Arzların Kısa Dönem Artık Getirileri.....</b>	<b>63</b>
<b>Tablo 5 Halka Arzlarda Düşük Fiyatlamamanın Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>65</b>
<b>Tablo 6. Kısa Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>66</b>
<b>Tablo 7. Halka Arzlarda 3 Yıllık Artık Getiri ve Yıllara Göre Dağılımı.....</b>	<b>68</b>
<b>Tablo 8. Uzun Dönem Artık Getiriler ve Yıllara Göre Dağılımı.....</b>	<b>69</b>
<b>Tablo 9. Üç Yıllık Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>70</b>
<b>Tablo 10. Uzun Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>71</b>
<b>Tablo 11. Üç Yıllık Artık Getirilerin İlk Gün Artık Getirilere Göre Dağılımı.....</b>	<b>73</b>
<b>Tablo 12. Uzun Dönem Artık Getirilerin İlk Gün Artık Getirilerin Medyanına Göre Dağılımı.....</b>	<b>74</b>
<b>Şekil 1. Halka İlk Arzlarda Kısa Dönem Artık Getiriler.....</b>	<b>66</b>
<b>Şekil 2. Kısa Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>67</b>
<b>Şekil 3. Uzun Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı.....</b>	<b>72</b>

## Kısaltmalar Listesi

- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri  
**AG:** Anormal Getiri  
**BİST:** Borsa İstanbul  
**BK:** Borçlar Kanunu  
**CDN:** Canadian Dealing Network  
**GİP:** Gelişen İşletmeler Piyasası  
**ISIN:** International Securities Identification Number  
**İMKB:** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası  
**JCP:** Junior Capital Pool  
**KAP:** Kamuyu Aydınlatma Platformu  
**MKK:** Merkezi Kayıt Kuruluşu  
**SPM:** Sermaye Piyasası Mevzuatı  
**SPK:** Sermaye Piyasası Kurulu  
**TTSG:** Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi  
**TTK:** Türk Ticaret Kanunu

## Giriş

Borsa İstanbul faaliyete geçtiği 1986 yılından bu yana sadece yerli yatırımcıların değil, aynı zamanda yabancı yatırımcıların da ilgisini çeken dinamik bir halka arz piyasası rolü üstlenmiştir. O günden bu güne birçok halka arza sahne olarak gelişimini sürdürmüş ve bugün Borsa'ya kote olan pay adedi pay piyasasında 426, GİP'te 44 olmak üzere toplamda 470 adede ulaşmıştır.

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürmek için fon ihtiyaçlarını para piyasasından ve/veya sermaye piyasasından karşılamak durumunda oldukları açıktır. Sermaye piyasası işletmeler için daha ucuz bir fon kaynağı olurken, ülkelerin kalkınmasında, zenginliğin tabana yayılmasında da büyük rol oynamaktadır.

Halka ilk arzlarda maliyetlerin oldukça çeşitli olması ve piyasa fiyatını tahmin etmekteki güçlüklerle beraber halka ilk arzların nasıl fiyatlanacağı günümüzde de devam eden bir tartışmanın konusu olmuştur. Halka ilk arzda Kurul ve aracı kurum ücretlerini de kapsayan doğrudan maliyetler olduğu gibi düşük fiyatlama gibi önceden belirlenemeyen bir de dolaylı maliyetler mevcuttur.

Bu bağlamda halka ilk arz sonrasında payların fiyat performanslarının nasıl seyrettiğine dair birçok uluslararası çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların sonucunda genellikle halka ilk arz sonrası paylar ilk günde piyasa üzeri getiri sağladığı, devam eden aylarda bu getirilerin dalgalandığı, fakat uzun dönemde getirilerin piyasanın altında kaldığı görülmüştür.

Ülkemizde de bu tür çalışmalar yapılmış, kısa dönemde yapılan uluslararası çalışmalarla uyumlu bir şekilde düşük fiyatlamalar tespit edilmiştir. Uzun dönem fiyat performansları ile ilgili çalışma sayısı kısıtlı kalmakla beraber, yapılan çalışmalar arasında aynı şekilde diğer çalışmalarla uyumlu sonuçlar bulan yani uzun dönemde negatif artık getiri tespiti yapan birçok çalışma mevcuttur.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de halka ilk arzlarda kısa ve uzun dönem düşük fiyatlamanın ne seviyede olduğunu tespit etmektir. Çalışmada 1 Ocak 1998 ile 31 Aralık 2010 tarihleri arasındaki 13 yıllık sürede halka ilk defa arz olunmuş 126 şirketin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarının ne seviyede olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada ayrıca kısa ve uzun dönem fiyat performansları ayrı ayrı sektör bazında incelenmiş bunun yanında kısa dönem performansları dikkate alınarak oluşturulan grupların uzun dönem performanslarına bakılmıştır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde halka arz genel olarak ele alınmıştır. Bu bağlamda halka arz kavramı, halka arzın hukuki yönü, halka arz süreci ve şekilleri incelenmiş, en sonunda da halka arzın olumlu ve olumsuz yönlerine değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde düşük fiyatlama olgusu üzerinde durulmuş ve bu bağlamda düşük fiyatlamayı açıklamaya çalışan hipotezler ele alınmıştır. Bunun yanında halka ilk arzlarda kısa ve uzun dönem düşük fiyatlama ile ilgili gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapına çalışmalar incelenmiş ve en sonunda Türkiye’de yapılan çalışmalara bakılmış ve son olarak kısa dönem performanslar baz alınarak şirketlerin uzun dönemdeki performansları incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise Türkiye’de bahsi geçen dönem içinde halka ilk defa arz olunmuş şirketlerin paylarının kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiş, bu performanslar sektörlere göre dağıtılarak düşük fiyatlamanın sektörler arasındaki dağılımına bakılmıştır. Bunun yanında ilk gün artık getiriler baz alınarak oluşturulan grupların uzun dönem fiyat performansları incelenmiştir.

## **Birinci Bölüm**

### **Halka Arz**

#### **1. Halka Arz Kavramı**

Sermaye Piyasası Kurulu ilgili tebliğinde halka arz “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrışı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır (SPM, seri:1-40). Halka arz bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir “doğrudan finansman” yöntemidir.

Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, halka açık anonim ortaklıklar olarak tanımlanır. Halka arz ise daha geniş bir kavram olup sadece payların değil tüm sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrının devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder.

Payları halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar ortak sayısı 500’ü aşan anonim ortaklıklardır. Halka açık anonim ortaklık olmanın en önemli sonucu Sermaye Piyasası Kanunu’na tabiiyet olup, bu ortaklıklar Sermaye Piyasası Mevzuatına ve Kurul kararlarına uymak zorunda olur.

Halka arzı yapan firma eğer halka kapalı bir anonim ortaklık ise ve ilk defa halka arz olunuyorsa buna “halka açılma” denir. Diğer yandan önceden paylarını halka arz etmiş ortaklıklar paylarını tekrar halka arz ediyor ise buna “ikincil halka arz” denir (SPK YBK-2).

Payların halka ilk satışına ilk halka açılma denir. Şirkete ek nakit elde etmek için yeni payların satıldığı ilk halka açılma, birincil halka açılma diye de adlandırılır. Şirketin kurucuları ve/veya risk sermayedarları paylarını satmak yoluyla kendi kazançlarının bir

kısmını nakde çevirirlerse, bu da ikincil halka açılma olur. En büyük ikincil halka açılmalar, millileştirilmiş şirketlerdeki hükümet hisselerinin satışı ile ilgilidir. Örneğin, Japon hükümeti Nippon Telegraph and Telephone'daki payını satmak yolu ile 12.6 milyar dolar elde etmiştir (Brealey ve diğerleri, 2007:375).

Halka açılma, birçok ülkede bir taraftan kalkınmanın gereği olan sermaye birikiminin elde edilmesi için, diğer taraftan sermayenin adil dağılımının gerçekleştirilmesi bakımından ekonomik bir amaç olmuştur. Para ve sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler halka açılmayı teşvik edici politikalar uygulamışlardır. İşleyen teşebbüsler halka belli aralıklarla menkul kıymet arz etmektedir. Bunun temel nedeni sermaye artırımındır. Ayrıca menkul kıymet ihracında sermaye artırılması amaçlanmayıp, mevcut pay sahiplerinin ellerindeki pay senetlerini de satmaları mümkündür (Koç, 1998:10).

## **2. Halka Arzın Hukuki Niteliği**

Halka arzın hukuki niteliği konusunda öğretilerde iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki, halka arzın icaba davet niteliğinde olduğu, diğeri ise icap niteliğinde olduğudur. Türk öğretisinde hâkim olan görüş, halka arzın icap değil icaba davet niteliğinde olduğudur.

Bu konuda yapılan günümüze kadar gelmiş tartışmalar çerçevesinde halka arzın hukuki niteliğinin icap olarak nitelendirilmesine imkan bulunmamaktadır. Nitekim sözleşmenin kurulması için gereken birçok unsurun yer aldığı izahname ve izahname vasıtasıyla gerçekleştirilen halka arzı hukuki açıdan “icaba davet”, alınan izahnameyi okuyarak ihraççı ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını ortaklıktan satın almak için talepte bulunan yatırımcının bu talebi “icap” ve ortaklığın da anılan talepleri kabul etmesini “kabul” olarak değerlendirmek uygun olacaktır. Aksi takdirde halka arzın icap niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, anonim ortaklığın hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün olmayacaktır.



Bu noktada tartişılması gereken diğer bir husus ise, halka arzın tamamlanamayıp yarım kalmasıdır. Bu ihtimal de göz önünde bulundurulduğunda “halka arz”ın hukuken icaba davet olarak nitelendirilmesi uygun olacaktır. Aksi takdirde herbir yatırımcının “kabul”ü üzerine sözleşme kurulmuş sayılacağından, ihraççı ve/veya pay sahibi sözleşme aykırılıklarından dolayı sorumlu olacak ve BK’nun 96 vd. hükümleri uyarınca, anılan ihraççı ve/veya pay sahibinin sorumluluğuna gidebilmek mümkün olacaktır. Bu durum ise ihraççının ve/veya pay sahibinin kusurundan ileri gelmeyen bir sebeple halka arzın tamamlanamayıp yarım kalması halinde, anılan şahısların sorumluluğuna gidilmesini hakkaniyete aykırı kılacaktır (Uşaklı, 2010:66).

### **3. Halka Arz Süreci**

Halka açılmada dikkat edilmesi gereken ilk husus zamanlamadır. Yapılacak ihracın başarıya ulaşması zamanının doğru tespit edilmesine bağlıdır. Halka açılmada en uygun zaman borsa endeksinin tırmanışta olduğu zamandır. Aynı zamanda likiditenin yüksek olduğu dönemler de şirketler için uygun olmaktadır. Ancak gelişmekte olan piyasalarda alım satımların spekülative nitelik taşımaları nedeniyle, endekste iniş ve çıkışlar fazla olmakta, bunun sonucunda borsa endeksinin beklenmedik zamanlarda yön değiştirmesi, halka açılma için doğru zamanın tespitini zorlaştırmaktadır.

Doğru zamanlama için dikkat edilmesi gereken diğer bir etken de halka arz olacak şirketin faaliyet gösterdiği sektörün durumudur. Halka arzın başarısı uygun pazar koşullarının yanı sıra, yatırımcıların, şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ne şekilde baktıklarıyla da ilgilidir.

Son olarak zamanlama ile ilgili diğer bir etken şirketin kendi durumudur. Tek başına bir şey ifade etmeyen bu etken ancak yukarıda bahsettiğimiz pazar ve sektör koşulları ile bir araya geldiğinde önem kazanmaktadır. Şirkinin halka arzı için seçilebilecek en iyi zamanı geçmiş performanslarına göre belirleyebildiği en güçlü cari yıl karı tahmini yaptığı zaman olacaktır (Koç, 1998:30).

Bu süreçte payların halka arz olması ve Borsa'da işlem görmesi için öncelikle Sermaye Piyasası Kurulu'na ve Borsa İstanbul'a başvurulması gerekmektedir. Her iki başvuruyu da eş zamanlı yapmak, süreci kısaltmak adına faydalı olacaktır (Karapınar, ve diğerleri, 2010:15). Şirketler halka arz kararı verip, başvuru sürecine girdikten sonra Borsa'da payların işlem göreceği güne kadar izlenecek süreç aşağıdaki başlıklar altında anlatılmıştır.

### **3.1. Ön Hazırlık**

**Esas sözleşmenin değiştirilmesi ve genel kurul kararları:** Paylarını halka arz etmek ve paylarının Borsa'da işlem görmesini isteyen şirket öncelikle Sermaye Piyasası Kanununa uyum sağlamak adına esas sözleşme tadil tasarılarını Kurul'a sunar. Esas sözleşme sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirilerek, sözleşmeden çıkarılması gereken yerlerin çıkarılması, sözleşmeye eklenmesi gereken yerlerin de eklenmesi gerekir. Bu değişiklikler ile ilgili olarak Kurul'un da görüşü alındıktan sonra söz konusu değişiklikler şirket genel kurulunun onayına sunulur.

**Aracılık sözleşmesinin imzalanması:** Halka arz başvuru yapmadan önce halka arza aracılık için bir aracı kuruluşla sözleşme imzalanır. Bu kuruluş halka arza yetkili bir kuruluş olmalıdır. Halka arza yetkili aracı kurumların listesine Kurul'un internet sitesinden ulaşılabilir. Bu tip bir sözleşme tek bir aracı kurumla yapılabileceği gibi halka arzın büyüklüğü arttıkça birden fazla aracı kurumun oluşturduğu bir konsorsiyum ile de yapılabilir. Yapılacak sözleşmede aracı kurumların ve şirketlerin hak ve sorumluluklarının yanı sıra, bakiye yüklenimin olup olmayacağı, yüklenimin ne şekilde yapılacağı, halka arz yöntemi ve diğer esaslı unsurlara yer verilir (SPK YBK-2 2012:14-15). Burada aracı kuruluşlar ile ilgili bir parantez açmakta fayda vardır. Aracı kuruluşlar halka arzlarda bir finansal ebe vazifesi görürler. Genelde rolleri üç adımda özetlenebilir. Öncelikle halka arz olacak şirkete halka arz süreci ile ilgili prosedürel ve finansal danışmanlık yaparlar. Sonrasında payları satın alıp tekrar yatırımcılara satarlar (Brealey, 2000:410).

**Finansal tablolar ve bağımsız denetim:** Halka arz için başvuruda bulunan şirketler, Kurul tarafından belirlenen yıllara ve ara dönemlere ilişkin finansal tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve bu finansal tablolar için yetkili bir bağımsız denetim kuruluşundan bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar.

**Halka arz izahnamesi ve sirküleri:** İçeriği Kurul tarafından belirlenen halka arz izahnamesinin başvuru sırasında Kurul'a iletilmesi zorunludur. İzahnamede ortaklara ve halka arz edilecek paylara ilişkin tanıtıcı bilgilere, finansal tablolara ve halka arz sirkülerinde ise halka arz işlemlerine ve ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin bilgilere yer verilir (SPK YBK-2 2012:14-15).

### **3.2. Başvuru**

Şirketler tarafından gerekli evraklar hazırlandıktan sonra izahnamenin onayı için SPK'ya, ilgili pazarda işlem görmek için de Borsa İstanbul'a müracaat edilir. Başvuru şirket tarafından yapılabileceği gibi yetkili aracı kuruluş tarafından da yapılabilir (Karapınar ve diğerleri, 2010:16).

Tanıtım faaliyetleri bu adımda başlar. Tanıtım faaliyetlerinin şekli ve içeriği bu adımda şekillenir. Şirket paylarının halka arz edileceğine dair şirket beyanlatları olabileceği gibi, yazılı ve görsel basında şirket faaliyetleri ile ilgili bilgi de verilebilir. Diğer taraftan, şirketi tanıtmak amacıyla sadece ulusal değil uluslararası finans kuruluşlar ve yatırımcılar nezdinde de tanıtım faaliyetleri yapılabilir (Coşkun, 2010:147).

Halka arzın tanıtım faaliyetlerinde ilan ve reklam metinlerinin nitelikleri ise Kurul'un hükümlerine göre şu şekilde olmalıdır: İşin gerektirdiği ciddiyette olması, aşırı giderlere yol açmaması, abartılmış, hissi, gerçeğe uymayan, halkı aldatıcı ve yanıltıcı, bilgi ve noksanlıklarını istismar edici söz, görüntü ve bilgi unsurlarını ihtiva etmemesi, halkı doğrudan aydınlatma amacına yönelik olması, halka sunulan menkul kıymetlerin ve hizmetlerin gerçek niteliğini; fiyat, getiri ve ücretlerini ve menkul kıymetlerin satış şartlarına ilişkin bilgileri hiçbir yanlış anlamaya yer vermeyecek biçimde açıkça belirtmesi, ilan ve reklamı veren ilgilinin yapabileceği iş ve hizmetler konusunda halka

duyurmak istediği faaliyetin gerçekleştirilebilir nitelikte olması, menkul kıymetlerin halka arzı yoluyla yapılacak satışlara ait ilan ve reklamların, izahname ve sirküler dışındaki bilgileri taşımaması ve halkı yanlış yönlendirmemesi, yazılı ilan metinlerinde; ilan ve reklamı veren kuruluşun nominal ve ödenmiş sermayesi ile iş merkezi adresinin ve telefon numaralarının gösterilmesi (SPK, seri:8-11, madde 3).

### **3.3. Yerinde İnceleme**

şirketin başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirketlerin merkez ve üretim tesislerine SPK ve Borsa İstanbul uzmanlarınca yerinde incelemelerde bulunmaktadır. şirketlerin türüne göre gerçekleştirilen incelemeler arasında çeşitli farklar bulunsa da temelde iki husus üzerinde durulmaktadır: finansal verilerin incelenmesi, finansal olmayan verilerin incelenmesi.

Finansal verilerin incelenmesinde, şirketin finansal durumunun anlaşılması amacına yönelik statik ve dinamik mali analizle beraber önemli oranların analizi yapılır.

Finansal olmayan verilerin incelenmesi aşamasında ise ürün veya hizmet üretim süreci, üretim tesisleri, yurt içi ve yurt dışı satışlar, yatırımlar, grup şirketleri ile ilişkiler, hukuki durum, faaliyetin sürdürülmesi ile ilgili önemli sözleşmeler gibi konular incelenir (BIST, halka arz ve borsada işlem görme klavuzu).

Borsa uzmanları tarafından şirketçe sunulan bilgi ve belgeler ile şirket merkez ve üretim tesislerinde gerçekleştirilen incelemeler sonucunda oluşturulan rapor Borsa Yönetim Kurulu'na sunulur. şirket paylarının Borsa'da işlem görüp göremeyeceği, işlem görecek ise hangi Borsa pazarında işlem görebileceği Borsa Yönetim Kurulu tarafından karara bağlanır. Bu karar Sermaye Piyasası Kurulu'na iletilir (Karapınar ve diğerleri, 2010:16).

### **3.4 Ön Talep Toplama**

Payların Kurul kaydına alınmasından önce, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası taleplerini öğrenmek adına, talepte bulunanları herhangi bir yükümlölük altına

sokmayacak şekilde aracı kuruluşlar tarafından talep toplanabilir. Bu işleme ön talep toplama denir. Ön talep toplama süresi 10 iş gününden fazla olamaz. Süre bitiminden 2 iş günü sonrasına kadar ön talep toplama sonuçları Kurul'a bildirilir. Kurul başvuruları, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin mevzuatta istenene uygun olup olmadığına bakarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler. İncelemeler sonucunda açıklamaların yetersiz olduğu, halkı aldatarak istismara sebebiyet vereceği gerekçe gösterilerek, payların Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir; uygun görülen paylar Kurul kaydına alınır (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010:270).

### **3.5 Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'na Müracaat**

Takasbank, Borsa İstanbul'un bir iştiraki olarak, Türkiye'de menkul kıymetlerin takası, saklanması ve uluslararası standartlarda numaralandırılması hizmetini görmektedir. Takasbank, Borsa'da işlem görecektüm sermaye piyasası araçlarına uluslararası geçerliliğe sahip bir numaralandırma sistemi olan "ISIN kodu" vermektedir. Halka arz olacak şirketlerin Takasbank'a müracaat etmeleri ve çıkaracakları sermaye piyasası araçları için ISIN kodu almaları zorunludur.

Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ise Kurul tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin merkezi saklama kuruluşudur. Takasbank müracaatını takiben halka arz edilecek payların, MKK nezdinde kayden oluşturulması ve halka arzın tamamlanması ile birlikte halka arzdan pay alan yatırımcıların MKK nezdindeki hesaplarına bu payların aktarılması için şirketin MKK'ya üye olması gerekmektedir (BIST, halka arz ve borsada işlem görme klavuzu).

### **3.6 Payların Halka Arzı**

Payların Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 10 iş günü içinde nerede yayınladığına ilişkin bilgi ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilmek zorundadır (SPM, II-5.1).

Söz konusu tescil ve ilandan sonra aynı gün içerisinde izahname ve tasarruf sahipleri için sirküler basın yayın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunulur (SPM, II-5.1 md. 29). Halka arzda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde halka arz edilen payların %20'sine kadar ek satış hakkı söz konusu olup, arzu edildiği takdirde bu hak kullanılabilir (BİST, a.g.e.:16). Özetlenen bu işlem süreci payların aracı kurumlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdür. Şirketler arzu ederlerse paylarını benzer şekilde Borsa'da birincil piyasada da halka arz edebilirler.

Borsa birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde, paylar Kurul kaydına alındıktan sonra ilk Borsa Yönetim Kurulu toplantısına şirketin işlem görme başvurusu girerek Borsa Yönetim Kurulu kararı ile şirketin birincil piyasada halka arzına müsaade edilir. Borsa'da halka arza karar çıktıktan bir hafta sonra başlanılabilir. Halka arz süresi izahnamede belirtilen süre ile kısıtlıdır. Süre dolmadan satış tamamlanmış ise, satışın bittiği işgünü, şirket payları ikincil piyasada işlem görmeye başlar (Karapınar ve diğerleri, 2010:16).

### **3.7 Satış Sonuçlarının İncelenmesi**

Satış işlemi tamamlandıktan sonra halka arza ilişkin satış sonuçları Kurul'a ve Borsa'ya iletilir. Ayrıca konsorsiyum lideri, yatırımcı grupları bazında dağıtım yapılan sermaye piyasası aracı tutarı, oranı ve yatırımcı sayısı hakkındaki bilgiler ile halka arz edilen payların nominal değerinin %5'inden fazlasını satın alan kişi ve kurumları ve içsel bilgiye ulaşabilecek konumdaki kişilerin yaptıkları pay alımlarını dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden iş günü Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde KAP'ta kamuya açıklamak zorundadır (BİST, a.g.e.:16). Halka arz sonuçlarının incelenmesi sonucunda Borsa Yönetim Kurulu şirket paylarının işlem görebileceği pazar hakkında nihai kararı verir ve bu kararın ardından Borsa mevzuatı kapsamında paylar ilgili pazarda işlem görmeye başlar (SPK, YBK-2 2012:16).

## 4. Halka Arz Şekilleri

Türkiye’de halka ilk arzlarda öncelikle yapılması gerekenin yetkili bir aracı kuruluş ile antlaşma yapılması olduğu halka arz sürecinde anlatılmıştı. Yurt dışında doğrudan halka arzların (direct public offerings) örneklerine rastlansa da ülkemizde halka arzların aracı kuruluşlar vasıtası ile yapılması bir gerekliliktir. Nitekim aracı kuruluşların bilgi ve tecrübesinden yararlanmak, pazarlama ve reklam faaliyetlerini aracı kuruluşlara bırakmak işletmelerin de oldukça yararına olacaktır. Bu başlıkta aracı kuruluşların halka ilk arzları nasıl gerçekleştirdiğinden kısaca bahsedilecektir.

### 4.1. Aracı Kuruluşlar Vasıtası ile Halka Arz

Şirketler ihraçlarını yukarıda belirttiğimiz sebeplerden dolayı aracı kuruluşlar vasıtası ile yapmaktadırlar. Daha önce bahsettiğimiz gibi aracı kuruluşlar halka arza aracılıkta üç farklı rol oynarlar; danışmanlık, şirketten yeni pay satın alma ve bunları tekrar yatırımcılara satma.

Çoğu şirket fırsat buldukça sermayesini artırır, fakat aracı kuruluşlar her zaman işin içindedir. Oturmuş aracı kuruluşlar şöhretleri konusunda çok dikkatlidir ve yatırımcılara uygun şekilde sunulduğuna inanmadıktan sonra yeni bir ihracı satmazlar. Böylece aracı kuruluşlar, ihracın satışını gerçekleştirmenin yanı sıra, ihraca gerçekte onaylama teminatı da verirler. Bu onay ilk kez piyasaya giren bir şirket için çok değerli olabilir (Brealey ve diğerleri, 2007:379).

Halka arzlarda aracılık faaliyeti en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi olmak üzere iki farklı şekilde yapılmaktadır.

#### 4.1.1. En iyi gayret aracılığı

Payların satış süresi içinde aracı kurum tarafından satılmayan kısmının satışı yapana iade edilmesidir (Akbulak ve Akbulak, 2005:11). Bu aracılık türünde aracı kuruluşlar

riski üstlenmeden, payların satışı konusunda bir acenta gibi çalışırlar. Aracı kuruluşlar satışlarla orantılı olarak belli bir komisyon alırlar (Koç, 1998:36).

Bu yöntemde Kurul kaydına alınacak payların izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılması için aracı kuruluş elinden gelen çabayı gösterir. Buna rağmen satılmayan kısım olursa bunun için ihraççıya herhangi bir yüklenim söz konusu olmaz. Satılmayan bölüm önceden belirlenmiş olduğu üzere ya satışı yapana iade olunur ya da satın almayı taahhüt etmiş olan üçüncü kişilere satılır (Tanör, c1 1999:280).

#### 4.1.2. Aracılık yüklenimi

Bu yöntemde, paylarını ihraç eden ortaklık, tüm ihraç ettiği payların satışını bedeli karşılığında aracı kuruluşa devretmektedir. Böylece menkul kıymet satışının riskini aracı kuruluş üstlenmektedir. Aracı kuruluş riskini konsorsiyum oluşturarak dağıtabilir (Koç, 1998:35).

Bu türde bir aracılık dört farklı şekilde yapılmaktadır:

**Bakiyeyi yüklenim:** Payların halka arzı ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenmek suretiyle aracı kurumca satın alınacağına taahhüt edilmesidir.

**Tümünü yüklenim:** Halka arz edilecek payların bedelinin aracı kurum tarafından satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmesi suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının taahhüt edilmesidir.

**Kısmen bakiyeyi yüklenim:** Bakiye yüklenimde satılmayan kısmın tümünün değil bir miktarının bedelinin satış süresi sonunda tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınmasının taahhüt edilmesidir.



**Kısmen tümünü yüklenim:** Tümünü yüklenimde payların tümünün değil, bedelinin bir kısmının satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılmasının taahhüt edilmesidir (Akbulak ve Akbulak, 2005:11).

## **5. Halka Arz Yöntemleri**

Halka açılma kararı almış olan şirketler mevcut payların halka arzı, sermaye artırımı veya bu yöntemlerin her ikisini de kullanarak paylarını halka arz edebilirler (SPK, YBK-2, 2012:13).

### **5.1. Mevcut Payların Halka Arzı**

Büyük sermaye ile ani şekilde kurulan şirket, kuruluşu ve tescili müteakip kurucu ortaklar paylarını TTK'ya göre önceden ön görülen şekil ve miktarda halka satar. Bu satış SPK'nın ön gördüğü halka arz şeklinde olabileceği gibi doğrudan doğruya hazır payların Borsa'da satışa çıkarılması yolu ile de olur. Eğer paylar Borsa'ya kote ise, bunların Borsa'da satış yolu ile halka intikal ettirilmesi için Kurul'dan izin alınması yeterlidir (Karşlı, 2004:433).

Mevcut payların halka arzı işleminin şirket açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçilmesidir. Bu yöntemde şirkete doğrudan bir kaynak girişi olmamaktadır.

Sahip olduğu payları halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık sahibi olduğu payların satışı nedeniyle belirli tutarlarda gelir elde etmesidir.

Bu yöntemin diğer yöntemden farkı paylarının nominal değerinin üzerinde satışından sağlanan primin, paylarını halka satan ortağa ait olmasıdır (SPK, YKB-2, 2012:13).

Mevcut payların halka arzı için Mevzuatın ilgili maddesinde: “ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması, payların rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya

tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kulanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur” denilmiştir. Ayrıca aynı maddeye göre ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun’un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, gerekli belgelerle birlikte Kurul’a başvurması ve esas sözleşme değişikliklerine ilişkin Kurul onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin, yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekir. Bununla beraber hissedarların paylarını satacak olan aracı kuruluş gerekli belgelerle Kurul’a başvurur. Ortaklık yönetim kurulu hissedar ve ilgili aracı kuruluşa, esas sözleşme değişikliği ve Kurul kaydına alınma sırasında gerekli belgeleri sağlamak ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmek zorundadır (SPK, seri:1-40, madde 5).

## **5.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz**

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımında, mevcut ortakların pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler. Bu ortaklıkların sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur. Bu yöntemin avantajı elde edilen satış hasılatının doğrudan şirkete ait olması ve şirketin hasılatı belirlediği finansman stratejisi çerçevesinde kullanabilme olanağına sahip olmasıdır (SPK, YKB-2, 2012:13).

Bu yöntemde Kurula başvurmadan önce yapılacaklar şöyledir: Yönetim kurulu esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun’un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, gerekli belgelerle birlikte Kurul’a başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul onayı alır. TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır. Bu işlemlerden sonra gerekli belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için ortaklık veya aracı kuruluş tarafından Kurul’a başvurulur. Payları GİP’te işlem görecektir ortaklıklar tarafından gerekli belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için Kurul’a başvurulur (SPK, seri:1-40, madde 5).

## 6. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Sermaye Piyasası Mevzuatı, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurallarla düzenleyerek, yatırımcının ihraççılar tarafından yanıltılmasını önlemeye çalışmıştır. İhraççılar açıklanacak olan satış yöntemlerini seçmekte serbesttir. Ortaklıklar bu yöntemleri belirlerken kurumlarının durumu, aracı kuruluşun önerileri, halka arz aşamasında sermaye ve para piyasasının görünümü, potansiyel müşteri grubu, rakip şirketlerin uyguladığı yöntemler gibi hususları dikkate almaktadır (Koç, 1998:12).

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sürecinde, ihraççı ortaklığın yerine getirmesi gereken iş ve işlemler, aracı kuruluşlarla ilişki kurulması, sermaye piyasası araçlarının Kurul nezdine kayıt altına alınması gibi önemli adımlardan sonra sıraya satış aşaması gelmektedir. Bu aşamada en önemli ve ilk dikkat edilmesi gereken konulardan biri, halka arzlarda kullanılacak satış yöntemleridir.

Halka arzda satış söz konusu olduğunda şemasal görüntü üç satış yönteminin olduğunu gösterir. Bunlar sırasıyla, talep toplama, Borsa'da satış ve talep toplamaksızın satış yöntemleridir.

Satış yönteminin seçiminde başarılı bir halka arz gerçekleştirmek için tasarlanan strateji rol oynar. Aracı kuruluş önderliğinde oluşturulmasında yarar bulunan bu strateji ile yurt içi ve yurt dışı satışlarda fiyat ve miktar olarak en başarılı noktaya ulaşılması hedeflenir. Yöntem seçiminde halka arzın büyüklüğü birinci derecede önem taşımakla birlikte, hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın iç ve dış kamuoyu nezdindeki tanınmışlığı, saygınlığı gibi hususlar da satış yönteminin belirlenmesinde etkili olmaktadır (Tanör, c2 1999:331-332).

### 6.1. Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yönteminde yatırımcıların satışa sunulan paylara ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin değerlendirilmesi ile satışa sunulan paylar yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur (Akbulak ve Akbulak, 2005:8). Talep toplama yöntemi

benimsenmişse, sabit fiyatla, fiyat teklifi olarak ya da fiyat aralığı yoluyla talep toplanabilir (Coşkun, 2010:149).

### **6.1.1. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi**

Bu yöntem uygulamada en çok başvurulan yöntemdir. Bu yöntemde, satışa sunulan hisse senedi için ihraççı veya hissedar ile yetkili kıldığı aracı kuruluş arasında yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde tek bir fiyat belirlenir ve izahnameye yazılarak, sirküler ile yatırımcıya duyurulur. Yani izahnamenin bir özeti ve halkı hisse senedi almaya davet duyurusu niteliğindeki sirkülerde; talep toplama süresi, şekli, başvuruların nasıl değerlendirileceği, pay senetlerinin nasıl ve ne zaman teslim edileceği, karşılanamayan talepler için bedel iadelerinin nasıl yapılacağı gibi hususlarda açıklamalar yer alır. Belirlenen fiyattan pay senedi almak isteyen yatırımcılar da bir talep formu doldurarak, sirkülerde duyurulan fiyatı ve satış şartlarını kabul ettiklerini beyanla, payları ne şekilde almak istediklerini belirtirler (Tanör, c2 1999:336).

Talep toplama süresi en az 2 iş günü olmak üzere, sirküler ilanından itibaren en az 3 en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar. Satışa sunulan sermaye piyasası araçlarını almak isteyen yatırımcılar, istedikleri miktarın bedellerini sirkülerde belirtilmiş olan banka hesaplarına yatırıp, halka arzı yöneten aracı kuruluşa başvurup talep formunu imzalarlar. Aracı kuruluşların talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerinin bir örneğini talep formuna eklemeleri gerekmektedir. Başvuru talepleri satışa sunulan pay tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Eğer talepler daha fazla ise “Genel” ve “Oransal Dağıtım” olmak üzere iki farklı yöntem kullanılır.

Genel yöntemde varsa belli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan tutar hariç tutularak, satışa sunulan toplam tutar talep eden yatırımcı sayısına bölünerek bu şekilde bulunan tutar ve altındaki alım talepler karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcı dağıtım sonucu ortaya çıkan miktarları gözden geçirir. Dağıtılan tutar bu alt sınırın altında kalırsa yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtılır. Oransal Dağıtım yönteminde ise belirli bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş

olan toplam sermaye piyasası aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunur. Bu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında sermaye piyasası aracı tahsis edilmesi suretiyle karşılanır (Coşkun, 2010:149).

### **6.1.2. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi**

Fiyat aralığı yönteminde tavan fiyat ile taban fiyat arasındaki fark, taban fiyatın %20'sini aşmayacak şekilde belirlenir (Coşkun, 2010:150). Bu takdirde talep tavan fiyatından toplanır. Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda gerçekleşen fiyat ile tavan fiyatı arasındaki farkın talepte bulunanlara iadesine ilişkin esaslar izahname ve halka arz sirkülerinde belirlenir (Akbulak ve Akbulak, 2005:9).

### **6.1.3. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi**

Saptanan belli bir fiyattan taleplerin toplanması ve arz-talep dengesine göre bahsettiğimiz esaslar çerçevesinde dağıtım yapılmasını öngören sabit fiyatla talep toplama yönteminin tersine, burada satış fiyatının ihraççı veya hissedar ve yetkili aracı kuruluş arasında, olabileceği en düşük miktar saptanır ve yatırımcılardan bunun üzerinde teklif vermesi istenir. Yatırımcılarda razı olacakları bedeli ve miktarı bir talep formu ile beraber teklif ederler. Bu yöntemde de süreler sabit fiyatla talep toplama yönteminde belirtildiği gibidir (Tanör, c2 1999:358).

Bu yöntemde aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır, bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazende fiyat aralığı belirlemez, sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2006).

Bu yöntemin sabit fiyatla talep toplama yönteminden bir diğer farkı alıcılara sabit bir fiyat empoze etmeyip, verilen asgari fiyat limitinin altında olmamak şartıyla teklif alınmasıdır. Bu şekilde bir müzayede mekanizması oluşturulur (Karlı, 2004:445).

Fiyat teklifi alma yoluyla halka arzda, fiyat teklifleri en yüksek tekliften en düşük teklife doğru olmak üzere her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok payın satılabileceği fiyat satış fiyatı olarak belirlenir. Bu fiyat düzeyinde talep edilen toplam pay miktarı satışa sunulandan fazla ise en yüksek fiyattan başlamak üzere dağıtım işlemi yapılır (Coşkun, 2010:150).

## **6.2. Borsada Satış Yöntemi**

Payların halka arzı uygulamada da sıkça görüldüğü gibi borsada da yapılabilir. Bu türden bir satış Kurul'un onayına bağlıdır (Tanör, c2 1999:361). Bu yöntem, belli bir aracı kurum tarafından borsanın birincil pazarında arz olunan payların satışı ile gerçekleşir. Halka arzın ilk günündeki açılış fiyatı, firmanın bu tür bir halka arz için borsaya kayıt yaptırdığı zaman açıkladığı pay fiyatıdır. Halka arza iştirak eden yatırımcı, elindeki payları satabilmek için genelde söz konusu payların ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2006).

Mevzuatın zorunlu kıldığı durumlar dışında uygulamada bu yöntem tercih edilen bir yöntem değildir. Bu yöntemim prosedür yönünden sağladığı kolaylıklara karşın taraflar açısından rağbet görmemesinin başlıca sebebi, borsada hangi fiyatın oluşacağı önceden kestirelemeyeceğinden, yüklenimde bulunulması, bu doğrultuda konsorsiyum oluşturulması sırtlanacak riskin belirsizliği nedeniyle pratikte olanaksız gözükmektedir. Benzer bir belirsizlik alıcılar açısından da söz konusudur. Borsada işlem gören bir pay sonuçta tuşa erken basan brokerların sağlayacağı önceliğe göre sahiplerini bulur. Bu da istenilen fiyattan istenilen miktarda alım yapılmasını engelleyen önemli bir sakıncadır (Tanör: c2 1999:361).

## **6.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi**

Yukarıda açıklanan yöntemlerden birini uygulama zorunluluğu olmayan ihraççılar tarafından kullanılacak bir yöntem, talep toplamaksızın satış yöntemidir. Bu yöntemde payların, bizzat ihraççı ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit

edilerek, yatırımcılardan talep toplamaksızın halka arz yoluyla satışı yapılır (Koç, 1998:16).

Bu yöntemde yine halka arz söz konusudur, ancak bu, belirli bir fiyat saptandıktan sonra talep toplamaksızın yapılmaktadır. Bu yöntem ayrıca, talep toplama yönteminin kullanılması durumunda da yeterli talebe ulaşılmaması durumunda talep dışında kalan paylar için de kullanılır. Bu yöntemde de, halka arza katılmak isteyen yatırımcılar, sirkülerde belirtilen süre içinde talep ettikleri miktarın tutarını banka ve aracı kuruluş nezdinde açılan hesaba yatırarak, sermaye artırımına katılmış olurlar (Tanör, c2 1999:361).

### **7. Halka Arzı Teşvik Edici Nedenler**

Şirketler halka arz kararı vermeden önce halka arzın ne kadar cazip olup olmadığına bakmaları gerekir. Halka arzın maliyetleri ve getirileri iyi karşılaştırılmalı ve ona göre karar verilmelidir. Şirketleri, paylarını halka arz etmeye yöneltecek başlıca nedenler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Halka açılma şirketin prestijini, saygınlığını itibarını artırarak ek fon gereksiniminin karşılanmasını kolaylaştırabilmektedir. Halka açılma, ortaklığa kamuya doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız denetime tabi olma gibi mali ve sosyal sorumluluklar yüklemekte; güven kazandırmaktadır. Güven ve saygınlığın artması, sermaye edinimini kolaylaştırmakta, sermaye piyasası bu tür ortaklıklar için uzun dönemli fon kaynağı haline gelmektedir (Akgüç, 1998;766). Payların borsaya kote olması ve borsa pazarlarında işlem görmesi durumunda firma değeri ve pay fiyatını belirlenmiş olur. Şirketler bu yolla tanınırlıklarını ve prestijlerini artırarak faaliyetlerini geliştirme imkanlarını artırır (Akbulak ve Akbulak, 2005;4). Aynı zamanda şirket yöneticileri sürekli halka arza teşvik eden önemli bir nedenin şirket imajını ve tanınırlığını artırmak olduğunu söylerler. Bu şekilde şirketin imaj ve statüsünü geliştirerek, şirketini görünürlüğünü artırmak istemektedirler. İsveç'te yapılan bir araştırmada tanınırlık faktörü yapılan halka arzların %65'inde ana etmen olarak belirtilmiştir (Draho, 2004;73).

- İşletme borçlanmadaki gibi belirli bir vadede faiz ve anapara ödemesi gerektirmeksizin en az emisyon primi kadar ek fon sağlar (Akbulak ve Akbulak, 2005;3). Halka açılma işlemi sonunda şirkete ek bir fon sağlanması halka açılmada önemli bir motivasyon unsurudur. Payların ihracı yoluyla halka açılmada, elde edilen fon doğrudan şirketin bünyesine girmektedir. Şirket elde edeceği fonu yeni ürün ve hizmet geliştirmede, mali yapısını öz kaynak lehine düzeltmede, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında, fabrika ve teçhizata yatırımda, borç geri ödemesinde, Ar-Ge bölümünün faaliyetlerine katkıda bulunma gibi yerlerde kullanabilecektir (Koç, 1998;16).
- Halka açılma şirketin paylarına likidite sağlamakta bu şekilde fonlama seçeneklerini artırmaktadır. Halka kapalı şirketlerin piyasa değerini belirlemek kolay olmadığından bu tür şirketlerin payları genellikle likit değildir. Paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra şirketler likit hale gelmekte, bu durum ortaklığın yeni pay çıkararak özkaynak sağlama imkanını artırmaktadır (Akgüç, 1998;766). Halka açılmamış bir şirkete hazır pazar bulmak ve değerini belirlemek kolay olmadığı için genellikle bu şirketler, likit olmayan şirketler olarak bilinmektedir. Payların borsada rahatça alınıp satılması söz konusu şirketleri oldukça likit duruma getirecektir. Halka açılmış şirketlerin paylarının piyasa değeri bu şirketlerin değerinin tespitinde önemli etkidir. Yatırımcı aynı zamanda halka açık şirketleri, yüksek derecede likidite nedeniyle, finansal açıdan başarılı görmektedir (Koç, 1998;17).
- Şirket, Sermaye Piyasası Kanunu'na ve sürekli denetime tabi olacağından şirket yöneticileri yönetimde daha özenli davranma gereğini duymakta, ortaklarla yöneticiler arasında olabilecek çıkar uyumsuzlukları büyük ölçüde önlenmektedir (Akgüç, 1998;766). Halka açılma şirketleri şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma gibi iktisadi, mali ve sosyal sorumlulukları yüklediği için, söz konusu şirketler bu özellikleriyle tüketiciler, yatırımcılar ve kreditorler gözünde güven ve prestij sağlarlar (Akbulak ve Akbulak, 2005;4).



- Halka açılma pay senetlerinin pazarlanabilirliğini artırmaktadır. Şirketler halka açıldıktan sonra, özellikle borsaya kote edilmişse, şirketin payları kolaylıkla alınıp satılmakta, nakde çevrilmesi kolaylaşmaktadır. Kısaca şirketini paylarının pazarlanabilirliği neticesinde, likiditesi artmaktadır. Likiditenin böylesine yüksek olması derecelendirme kuruluşlarınca yüksek bir notla derecelendirilmesini neticelendirecek, böylece hem pay fiyatları yükselecek hem de sermaye maliyeti düşecektir (Koç, 1998;17).
- Vergi kanunları ile halka açılma özendirildiğinde vergi yükü hafiflemektedir (Akgüç, 1998;766).

## **8. Halka Arzı Engelleyen Nedenler**

Bahsi geçen faydalarının yanında halka arzın, getirdikleri sorumluluklar nedeniyle, tercih edilmesini engelleyecek bazı nedenler vardır. Bunları aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

- Halka açılan bir şirket TTK'nın yanı sıra aynı zamanda SPK'ya da bağlı olacaktır. Bunun sonucu Kurul'un getirdiği bürokrasi ve formalitenin külfetine katlanmayı ve kâr dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir (Koç, 1998;22).
- Halka açılma yönetim esnekliğini bir derecede azaltacaktır. Genel kurulda artan ortak sayısı, ortakların bilgi alma hakları, yöneticilerin karar alma inisiyatiflerini sınırlamaktadır (Akgüç, 1998;767). Yöneticiler artık yoğunlaşmış bir ortaklığın aksine, çok geniş bir kitleye yayılmış ortaklara karşı sorumlu olmuşlardır (Draho, 2004;1).
- Kamuyu aydınlatma ilkesinden kaynaklı şirketler rakiplerinden saklamaya çalıştığı bilgileri kamuya açıklamak zorunda kalabilirler. Şirketin gizli kalmasını istediği özel finansal ve teknik bilgiler böylece açığa çıkabilir. Ayrıcı bunun bir de mali yükü bulunmaktadır (Akgüç, 1998;767). Bunun yanında belli bir dereceye kadar artan

raporlama, yönetimi meşgul edecek, alınan kararlar pay odaklı olacak ve pay sahiplerinin beklentilerini karşılamaya çalışılacaktır (Koç, 1998;23).

- Halka arzın maliyeti yüksek olabilmektedir. Halka arz tutarı düşük ise ve/veya araçlar kanalıyla özellikle yüklenimli aracılık türü ile arz yapılırsa, giderler daha yüksek çıkabilmektedir (Akgüç, 1998;767).
- Halka arz ile rekabet ortamı genişleyecek, rekabetçi çevredeki şirketin rakipleri artık şirkete daha ciddi bir tehlike gözüyle bakacak ve özel önlemler almak isteyebilecekler (Draho, 2004;1).
- Halka ilk arzlarda genellikle arz fiyatı piyasada oluşacak fiyatın altında olacaktır. Düşük fiyatlandırma şirketin sağlayabileceği bir kaynaktan mahrum bırakıp, kaynak maliyetini artırıcı bir etki göstermektedir (Akgüç, 1998;767). Yeni yatırımcılar şirketteki payları uygun bir fiyata satın alabildiklerinden, düşük fiyatlama mevcut sahipler için bir maliyet oluşturur. Düşük fiyatlamanın maliyeti çok yüksek olabilir. Bu alanda çalışmalar düşük fiyatlama düzeyinin %16 seviyelerinde olduğunu göstermiştir (Brealey ve diğerleri, 2007;376).

## İkinci Bölüm

### Halka İlk Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Bu Alanda Yapılmış Çalışmalar

#### 1. Halka İlk Arzlarda Düşük Fiyatlama Olgusu

Birçok halka ilk arz aracı kurum vasıtası ile gerçekleştirilir. Halka ilk arz olunan şirketin payları için öncesinden oluşmuş bir piyasa olmadığından, belirlenecek pay fiyatı için bir benchmark bulunmamaktadır. Dolayısı ile halka açık bir şirketin yeni payları fiyatlanırken yaşadığı belirsizlikten daha fazla bir belirsizlik durumu söz konusudur (Van Horne, 2002;578).

Düşük fiyatlamayı menkul kıymetlerin, menkul kıymetin gerçek değerinin altında saptanmış bir fiyatta ihracı olarak tanımlayabiliriz. Firmaların yöneticileri pay senetleri için mümkün olan en yüksek fiyatı güvence altına almaya heveslidirler, fakat aracı kurumlar temkinli olmaya yatkındırlar, çünkü yatırımcının talebini yüksek tahmin ederlerse, satılmamış bir miktar pay senedi ile karşı karşıya kalabilirler. Dolayısı ile aracı kurumlar genellikle, ilk halka açılmada payları düşük fiyatlamaya çalışırlar. Düşük fiyatlamanın, yatırımcıları pay senedi almaya özendirmek ve ihracın müşterilere pazarlama maliyetini düşürmek için gerekli olduğunu söylerler (Brealey ve diğerleri, 2007;376).

Halka ilk arzların, dolaylı ve doğrudan maliyetler olarak iki ayrı kategoride, tek seferde görülen önemli ölçüde maliyetleri vardır. Doğrudan maliyetler arasında mali tabloların hazırlanması ve denetimi için ödenen ücretleri, ya da aracı kurum ücretlerini sayabiliriz. Dolaylı maliyetler arasında yönetimin harcadığı zaman ve emeğin yanında bir de halka arzdan hemen sonra oluşan fiyatın altında bir halka arz fiyatı söz konusudur. Halka ilk arzlarda sıklıkla görülen bir özellik oldukça yüksek ilk gün getirileridir. Yapılan çalışmalar bu getirilerin oldukça çarpık şekilde, pozitif ortalamalı ve sıfıra yakın seviyede medyanlı olduğunu göstermiştir. Düşük fiyatlama olgusu, her ne kadar düzey değişebilse de, bir borsaya sahip olan bütün ülkelerde görülen bir olgudur (Ritter, 1998).

Halka ilk arzda düşük fiyatlama maliyetini bir örnekle açıklamaya çalışalım. 1986 yılında Microsoft aracı kurumlar vasıtasıyla tanesi 21 dolardan 2,8 milyon pay senedini halka arz etti ve halka satış saatleri içinde payın fiyatı 35 dolara fırladı. Burada doğrudan maliyetlere ek olarak düşük fiyatlamanın maliyeti  $(35\$-21\$) \times 2,8 \text{ milyon} = 39,2 \text{ milyon dolardır}$ . Dolayısıyla düşük fiyatlama maliyeti payların piyasa değerinin %40'ını emdi (Brealey ve diğerleri, 2007;378).

## **2. Düşük Fiyatlandırmayla İlgili Hipotezler**

Peki neden aracı kurumlar halka ilk arzları düşük fiyatlar ? Neden ihraççılar bu kadar çok paradan vazgeçmişlerdir ? Bu kafa karıştırıcı soruları cevaplamak için bazı hipotezler önerilmiştir. Bazı açıklamalar ikna edici cevaplar yerine daha fazla soru ortaya çıkarmıştır. Titiz teorik analizlere dayalı diğer açıklamalar ise önemli bilgiler ve test edilebilir savlar sunmuştur. Yine de bu savları destekler nitelikte ampirik bulgular yetersizdir. Diğer açıklamaları reddedecek derecede hiçbir hipotezin ampirik bulgular ile desteklenemediğini söylemek yerinde olacaktır (Tınıç, 1988).

Halka ilk arzda düşük fiyatlama ile ilgili birçok hipotez ortaya atılmış ve bunların geçerlilikleri ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Bu başlık altında bu hipotezlere kısaca değinilecektir.

### **2.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi**

Halka ilk arzlarda payların düşük fiyatlanmasını açıklayan bir hipotez asimetrik bilgi hipotezidir. Bununla ilgili yapılan bazı çalışmalar ihraççı ile yatırımcı arası ilişkiye bazı çalışmalar ise ihraççı ile aracı kurum arası ilişkiye odaklanarak bunlar üzerinden asimetrik bilgi hipotezini açıklamaya çalışmışlardır.

Bazı yatırımcıların halka ilk arz olacak şirket hakkında diğer yatırımcılardan daha fazla bilgili olduğunu savunan hipotezler mevcuttur. Bilgili ve az bilgili yatırımcılar bir halka arzda karşı karşıya geldiğinde az bilgili yatırımcılar eğer halka arz fiyatı beklenen değerden düşük ise yeni pay satın almada zorlanacaklardır. Eğer halka arz fiyatı

beklenen değerden yüksekse bu sefer az bilgili yatırımcılar arzu ettikleri miktarda pay satın alabileceklerdir. Buna “ters seçim problemi,” ya da “kazananın laneti” de denilmektedir. Yani bilgisiz yatırımcının beklenen kârı, eğer arzu ettiği miktarda pay alırsa, negatif düzeyde olacaktır. Bu riskin farkında olan ihraççılar bilgisiz yatırımcıları teşvik için isteyerek halka arz fiyatlarını düşük tutmaktadırlar (Rock, 1986).

Aracı kurum ve ihraççı arasındaki asimetric bilgiden kaynaklı düşük fiyatlamının varlığından bahseden çalışmalar mevcuttur. Buna göre ihraççının ulaşamayacağı düzeyde, piyasanın durumu ve potansiyel talep hakkında aracı kurumun bilgi avantajı mevcuttur. Bununla beraber ihraççı aracı kurumun pazarlama faaliyetlerini ve payları nasıl dağıttığını takip etmekte zorlanacaktır. Böyle bir durumda yapılacak en iyi seçim arz fiyatını aracı kurumun belirlemesine izin vermektir. Bu Şekilde elindeki bilgiye karşılık aracı kurum fiyatı düşük belirleyecek ve satışı garanti altına alacaktır (Baron, 1982).

## **2.2. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi**

Aracılık yüklenimi üstlenen aracı kurum herhangi bir zarara uğramaktan kaçınarak payları satmak isteyecektir. Bu durumda satılmama riskini mümkün olduğu kadar azaltmak için halka ilk arzlarda payların fiyatlarını mümkün olduğunca düşük belirleyecektir (Düzakın, 1999).

Bu hipoteze göre aracılık faaliyetlerinin riskini ve maliyetini düşürmek için aracı kurumlar bilerek halka arzları düşük fiyatlarlar. Diğer bir ifade ile düşük fiyatlama başarısız bir halka arz ve bundan doğacak yüksek maliyet ihtimalini düşürmek için kullanılır bir yöntemdir. Fakat bu hipotez ihraççıların neden aracı kurumlardan bu riski aracılık spreadlerini ayarlayarak dağıtmasını istemediğini açıklamakta yetersiz kalır (Tınıç, 1988).

## **2.3. Monopson Gç Hipotezi**

Halka ilk arzlarda düşük fiyatlamaya getirilen bir diğer açıklama aracı kurumun monopson gücü ile ilgilidir. Buna göre aracı kurumlar piyasa ile ilgili yüksek bilgisini kullanarak halka ilk arzları düşük fiyatlandırmaktadır. Bu şekilde aracı kurumlar daha az pazarlama zahmetine girecek ve alıcı tarafındaki müşterilerine düşük fiyatlanmış payları satarak kendilerini sevdireceklerdir. Özellikle bu açıklama tecrübesiz ve küçük ihraççılar için doğru olsa da aracı kurumlar kendi halka arzlarını da aynı boyuttaki diğer halka arzlar ile benzer seviyelerde düşük fiyatladığı görülmektedir. Aracı kurumlar kendi müşterilerini ve düzenleyici kurumları halka arzda düşük fiyatlamanın olağan olduğu konusunda ikna edebilmişlerdir (Ritter, 1998).

#### **2.4. Sigorta Hipotezi**

Halka arzlarda yüksek fiyatlamanın getireceği olumsuz sonuçlardan kaçınmak için ihraççılar halka arzları düşük fiyatlamak isteyebilirler. İhraççılar bir halka arzı yüksek fiyatlamaktan dolayı bazı hukuki sorumluluklar ile karşı karşıya kalabilirler (Tınıç, 1988). 1933 yılı kıymetli evrak yasasından beri sirkülerde imzası bulunan bütün katılımcılar ihmallerde birbirlerine karşı sorumludurlar. Böyle durumlarda gelecekte açılacak davaların sıklığı ve şiddetinden kaçınmanın bir yolu düşük fiyatlamadır. Fakat düşük fiyatlama açılacak davalardan kaçınmak için oldukça maliyetli bir yöntem olarak görünmektedir. Bununla beraber Finlandiya gibi benzer yasalara sahip olmayan ülkelerde de aynı seviyelerde düşük fiyatlama tespiti yapılmaktadır (Ritter, 1998).

#### **2.5. Spekülatif Balon Hipotezi**

Bu hipoteze göre halka arzlarda düşük fiyatlama, aracı kurumlardan halka arz fiyatından yeterince pay senedi alamayan yatırımcıların spekülatif iştahından kaynaklanmaktadır. Payların halka arz fiyatı kendi ekonomik değerleri ile uyumlu olurken özellikle sıcak ihraç (hot issue) dönemlerinde ikincil piyasada spekülasyon bu fiyatı geçici olarak yüksek düzeylere itecektir. Bu hipoteze göre ilk gün yüksek getiriler bir süre sonra negatif düzeye düşecek ve balon patlayacaktır. Fakat bunu kanıtlar nitelikte bulgu yoktur (Tınıç, 1988).

## 2.6. Bandwagon Hipotezi

Halka arz piyasası bandwagon etkisinde kalabilir. Eğer potansiyel yatırımcılar yeni arzlar ile ilgili sadece kendi ellerindeki bilgilerle hareket etmeyip aynı zamanda diğer yatırımcıların hangi payları satın aldıklarına dikkat ederlerse, bandwagon etkisi ortaya çıkabilir. Kendinden başka kimsenin satın almadığını farkedenden yatırımcı, elinde değerli bilgiler olmasına rağmen, satın almaktan vazgeçebilir. Böyle bir durumu engellemek için ihraççı ilk halka arzı düşük fiyatlar ve böylece ilk birkaç potansiyel yatırımcıyı teşvik ederek bandwagon etkisini başlatmış olur. Bu şekilde elindeki bilgilere bakmadan diğer yatırımcıların da bu etkiye kapılması beklenir (Ritter, 1998).

Bu hipotezin irrasyonel yatırımcı davranışlarına bağlı olduğu iddia edilebilir. Bu doğru değildir. Çünkü kendi davranışlarını başkalarının davranışlarına bağlayan yatırımcı rasyonel hareket etmiş sayılır, çünkü elde edeceği kâr başkalarının davranışlarına bağlıdır. Eğer kimsenin satın almadığını farkedelerse o halka arza yatırım yapılmaması gerektiğini düşünürler. Fakat ellerinde değerli bilgilere sahip olan yatırımcıların yine de kararlarını tamamen diğer yatırımcıların davranışlarına bağlayıp bağlamadığını varsaymak kolay değildir. Her iki varsayım da bugüne kadar kanıtlanamamıştır (Dietrich, 2012:19).

## 2.7. Sinyal Hipotezi

Bu hipoteze göre halka ilk arzlar yatırımcıların “damağında iyi bir tat bırakmak” için düşük fiyatlanmaktadır. Böylece ileriki yıllarda yapacağı arzlarda daha yüksek fiyat belirleyebileceklerdir. Bu argüman bazı sinyal modellerinde formüle edilmiştir. Bu modellerde ihraççı firma değerlerinin yüksek veya düşük olduğu konusunda özel bilgilere sahiptir. Buna göre firmalar halka ilk arzın sermaye artırımını ile izlendiği dinamik bir arz stratejisi izlerler. Fakat ampirik çalışmalar ilk gün getiriler ile sermaye artırımları arasında bir ilişki bulamamışlardır. Bu da sinyal hipotezinin düşük fiyatlamayı açıklamadaki önemini azaltmaktadır (Ritter, 1998).

## **2.8. Kurumsal Engel Hipotezi**

Bu hipoteze göre payların halka ilk arzda düşük fiyatlandırılması halka ilk arz aşamasında fiyatın belirlendiği gün ile payların ilk işlem günü arasındaki zaman farkından kaynaklanmaktadır. Bu süre zarfında endeksteeki yükseliş düşük fiyatlamaya neden olmaktadır. Fakat yapılan çalışmalar kurumsal engel hipotezinin düşük fiyatlamayı açıklar yeterlilikte olmadığını göstermiştir (Ritter, 1984).

Sermaye piyasalarında bu süre ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilir. İsviçre’de bu süre birkaç gün ile birkaç hafta arasında değişmektedir. Fiyatın sabitlendiği tam tarih bilinmemektedir. Çünkü İsviçre sermaye piyasası kanunlarında böyle bir yasal zorunluluk yoktur. Bu nedenle payların işlem gördüğü günden bir ay öncesinin endeks getirileri dikkate alındığında endeksteeki değişimin düşük fiyatlandırma nedeni olamayacağı sonucuna varılmıştır (Kunz ve Aggarwal, 1994).

## **2.9. Deneyim Eksikliği Hipotezi**

Halka ilk arzlarda düşük fiyatlamasının diğer bir açıklaması ise tarafların yani aracı kurumun ve ihraççı şirketin deneyim eksikliğinden kaynaklandığı şeklindedir (Kunz ve Aggarwal, 1994). Eğer aracı kurum halka ilk arzda payları yeteri kadar düşük fiyatlandırmaz ise ortalama ilk getiri düşük olacaktır. Bu durumda yatırımcılar, bu aracı kurum ile çalışmayı bırakacaklardır. Diğer taraftan ise aracı kurum halka ilk arzda payları çok düşük fiyatlandırır ise ilk günkü getiri çok fazla olacaktır. Ancak böyle bir durumda da potansiyel ihraççılar bu aracı kurum ile çalışmayı tercih etmeyeceklerdir. Böylece ihracın hem düşük fiyatlandırılması hem de yüksek fiyatlandırılması durumunda aracı kurumun işini kaybetmesi ihtimali söz konusu olacaktır (Beatty ve Ritter, 1986).

## **3. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlanması ile İlgili Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar**



Halka ilk arzlar ile ilgili yapılan uluslararası çalışma sayısı oldukça yüksektir. Yapılan çalışmaların çoğunluğunda halka ilk arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir. Uzun dönemi konu eden çalışmaların çoğunda ise durum tersine dönmüş ve halka ilk arz edilen şirketlerin uzun dönem artık getirisi yapılan çalışmaların genelinde negatif değerli bulunmuştur. Hemen hemen bütün ülkelerde görülen bu sonuç gelişmiş-gelişmekte olan ülkeler kıyaslanınca yalnızca düşük fiyatlamamanın büyüklüğü açısından bir fark göze çarpmaktadır. Bu başlık altında bu tür çalışmaların ilk kez yapılmaya başlandığı gelişmiş ülkeler ile ilgili literatür bilgisi verilecektir.

Ibbotson (1975) yaptığı çalışmada ABD’de New York Borsası’nda Ocak 1960 ve Aralık 1969 tarihleri arasında halka ilk arz olunan hisse senetleri arasından her ay için rasgele bir hisse senedi seçmiş ve düşük fiyatlama olgusunu test etmiştir. Çalışmada Ibbotson halka ilk arzlarda %11,4 oranında düşük fiyatlama tespit etmiştir.

Ljungqvist (1997) yaptığı çalışmada Almanya’da 1970-1980 yılları arasında halka ilk arz olunan 189 şirketin fiyat performansını ölçmüştür. İlk gün getirilerini hesaplarken 180 şirketli bir örneklem kullanmış ve ilk gün getirilerini ortalama %9,2 olarak hesaplamıştır. 189 halka arzlı örnekleme kullandığı uzun dönem fiyat performansında getirilerin düştüğünü ve piyasaya göre %12,1 daha az getiri sağladığını görmüştür. Çalışmada ayrıca halka ilk arz olunan şirketlerin pay fiyatlarının ilk yıl sonuna kadar piyasaya paralel hareket ettiğini ilk yıl sonrası düşüşün başladığını tespit etmiştir.

Düşük fiyatlamayı test ettikleri çalışmalarında Aggarwal ve Rivoli (1990) NASDAQ’da işlem görmeye başlamış toplam 1,598 halka arzı incelemiştir. Çalışmada bir yatırımcının halka arz tarihinde her bir paydan satın alıp ilk işlem gününde sattığında %10,67 oranında artık getiri elde edeceği sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca 2., 20. ve 100. günde düşük fiyatlama olup olmadığına bakılmıştır ve sırasıyla %11,16, %11,83 ve %11,17 oranlarında düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Çalışmada daha önceki çalışmalara da atıfda bulunarak ilk gün düşük fiyatlamamanın yatırımcıların hevesinden kaynaklandığını ileri sürmüş ve bunu test etmek için 250 işlem gününü kapsayan yeni bir test yapılmıştır. Testin sonuçlarına göre örneklemdaki halka arzlar piyasaya göre %13,73 daha az getiri sağlamışlardır. Bununla beraber 100. güne kadar tespit edilen

anlamalı yüksek getirileri de göz önünde bulundurarak piyasaya oranla fiyatlardaki düşüşün ilk 5 aydan sonra başladığı sonucuna varılmıştır.

Gounopoulos (2003) yaptığı çalışmada Atina Borsası'nda 1990 ve 2001 yılları arasında halka arz olmuş 225 firmayı incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre Yunan şirketlerinin halka ilk arzlarında düşük fiyatlama oranı %63,92 olmuştur. Bu periyotta halka arz edilen pay senetlerinin %13,3'ü sadece yüksek fiyatlanmış olduğu tespit edilmiştir. Çalışmasında ayrıca halka arzlardaki düşük fiyatlamayı sektörlere göre gruplandırmış ve en yüksek düzeyde düşük fiyatlama %67,14 ile imalat sanayisinde oluşmuştur. İmalat sanayisini sırasıyla %54,55 ile finansal şirketler ve %56,19 ile diğer sektörler takip etmiştir. Alt sektörler bazında bakıldığında ise çalışma en yüksek getirinin bilgi teknolojisi grubunda, en düşük getirinin ise telekomünikasyon grubunda olduğu görülmüştür.

Alvarez ve Gonzalez (2005) İspanya'da yaptıkları çalışmalarında Madrid Borsa'sında 1987-1997 yılları arasında halka arz olunmuş 112 şirketten, başka ülkelerde yapılan çalışmalar ile bulgularını kıyaslayabilmek adına 52 şirket seçilmiş, bu şirketlerin uzun dönem getiri performansları satın-al-elde-tut yöntemine göre sırası ile 1, 3 ve 5 yıllık periyotlarda incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre 1. yılda artı getiri %6,11, 3. yılda -%28,24 ve 5. yılda -%20,98 oranlarında bulunmuştur. Bu oranlardan sadece 3 yıllık getiri oranı istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuş diğer oranlar anlamlı bulunamamıştır.

Frederikslust ve Geest (2001) yaptıkları çalışmada Amsterdam Borsa'sında 1985-1998 yılları arasında yapılan ortaklık yapısında girişim sermayesi olan 38 ve ortaklık yapısında girişim sermayesi olmayan 68 şirket olmak üzere toplamda 106 halka arz incelemişlerdir. Bu bağlamda kısa ve uzun dönem fiyat performansları hesaplanmıştır. Söz konusu zaman periyodu içinde 106 şirketin ilk gün artı getirileri %16 seviyesinde olmuştur. Bu şirketlerden ortaklık yapısında girişim sermayesi olan şirketlerin ilk gün artı getirisi %13 olurken ortaklık yapısında girişim sermayesi olmayan şirketlerin getirisi %17 olmuştur. Arada oluşan bu fark, sertifikasyon hipotezini destekler nitelikte olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Çalışmada elde edilen bir diğer sonuç aracı kurum etkisidir. Pazar payı baz alınarak Hollanda'nın en prestijli aracı kurumu ABN AMRO Bank olduğu varsayılmıştır. Buna göre bu aracı kurumunun yönettiği 42 halka arzın ortalama ilk gün artı getirisi %9 olmuştur. Bu aracı kurumdaki daha az prestijli bir aracı kurum olduğu varsayılan RABO Bank ise yönettiği 6 halka arzda ortalama %24 ilk gün artı getiri elde edilmiştir.

Çalışmada uzun dönem performanslar incelenirken örneklem veri eksikliğinden 76'ya düşmüştür. 3 yıllık kümülatif getirilerin hesaplandığı çalışmada elde edilen sonuç piyasanın altında kaldığı gözlemlenmiş ve örneklem ikiye bölündüğünde bunun sebebinin ortaklık yapısında girişim sermayesi bulunmayan şirketler olduğu anlaşılmıştır. Bunun bir açıklaması olarak girişim sermayedarlarının yalnızca başarılı şirketleri halka arz etme eğiliminde oldukları gösterilmiştir.

Chambers ve Dimson (2009) halka arzlarda düşük fiyatlamanın varlığını birinci dünya savaşından günümüze iki ayrı dönemde incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmada 1917-1945 ve 1946-1986 olmak üzere iki ayrı dönemde Londra Borsası'nda işlem görmeye başlamış toplamda 1457 halka arzı incelemişlerdir. Bu şekilde birinci dünya savaşının sonlanmasından ikinci dünya savaşının sonlanmasına kadar geçen ilk dönemin özellikleri ve ikinci dünya savaşının sonlanmasından Big Bang yani Birleşik Krallık finansal piyasalarındaki deregülasyonların başlangıcına kadar olan ikinci dönemin özellikleri görülmeye çalışılmıştır. 515 halka arzın dahil olduğu 1917-45 döneminde ortalama düşük fiyatlama %3,8 olurken bu rakam 942 halka arzın dahil olduğu 1946-86 döneminde %9,15 olarak gerçekleşmiştir. 70 yıllık tüm dönemde gerçekleşen düşük fiyatlama oranı ise %7,26 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bessler ve Thies (2006) Almanya'da yaptığı çalışmada 1977-1995 yılları arasında Almanya'nın 8 farklı borsasında halka arz olunmuş ve kendi kriterlerine uyan 218 şirketi incelemiştir. Örneklem özel ve kamu halka arzlarını, özelleştirmeleri, ayrılma ve birleşmeleri içermiştir. Çalışmada piyasa getirisi olarak 3 ayrı benchmark kullanılmıştır. Bu şekilde örneklemdeki pay senetlerinin uzun dönem fiyat performansları satın al elde tut yöntemine göre ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmada özellikle ilk beş yıl içinde ilk

sermaye artırımına gitmiş şirketlerin performansı incelenmiştir. Bu şekilde bu şirketlerin performansı sermaye artırımını yapmayan şirketler ile karşılaştırılmıştır. Buna ek olarak sermaye artırımını yapmış önceden halka arz olunmuş şirketler ile bu şirketlerin performansı karşılaştırılmıştır.

DAX İndeksi'ni piyasa verisi olarak kullandığı hesaplamada 36 aylık uzun dönem getirisi tüm örneklem için -%12,7 olmuştur. Kullanılan piyasa verilerinden sadece DAFOX-SC-VW sıfırın etrafında dalgalanırken diğerleri negatif artık getiri göstermişlerdir.

Çalışmada ayrıca ilk gün artık getirilere göre uzun dönem artık getiriler karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda ilk gün görece olarak daha az artık getiri sağlayan şirketlerin uzun dönem performanslarının daha yüksek negatif seviyede olduğu görülmüştür. Düşük ilk gün artık getiriler düşük kalitede halka arzlara işaret ettiği söylenebilir. Diğer taraftan %12'den fazla ilk gün artık getiri sağlayan şirketlerin uzun dönem artık getirileri -%13,3 oranında olmuştur. Bu yönden de bu sonuç "hot issue" fikrini destekler nitelikte olmuştur. Halka arzdan sonra sermaye artırımına gitmiş şirketlerin performansı gitmeyen şirketlerin performansından daha yüksek olmuştur.

Dropetz, Kammermann ve Walchli (2003) 1983-2000 yılları arasında İsviçre piyasasında halka arz olunmuş 120 şirketinin ilk gün düşük fiyatlama performanslarını ve bu şirketlerin 109 tanesinin uzun dönem fiyat performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada örneklemin dahil olduğu dönem içerisinde ortalama ilk gün halka arzlarda düşük fiyatlama seviyesi %34,97 oranında bulunmuştur. Çalışmada ayrıca bu şirketlerden sadece 13 tanesinin yüksek fiyatlanmış, geriye kalan 107 şirketin düşük fiyatlandığı görülmüştür. Bulunan bu sonuçlar yüksek seviyelerde (%1) istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

İsviçre piyasasında gözlemlenmiş 2 büyük halka arz dalgasının da incelendiği çalışmada örneklem bu iki büyük dalgayı içerecek şekilde bölünmüş ve aynı hesaplama ve testler 1983-1990 ve 1994-2000 aralıkları için de yapılmıştır. Erken dönem için elde edilen ortalama düşük fiyatlama %53,61 seviyesinde bulunmuşken ikinci dönem için elde

edilen değer %18,66 seviyesinde gerekleŒmiŒtir (bu oranlar %1 seviyesinde anlamlıdır). Yazarlar sonuçların ilk dönemde çok yüksek, ikinci dönemde göreceli olarak dŒk bulunmasının ilgi çekici olduğunu belirtmiŒlerdir. alıŒmada sonuçlar mevcut bazı hipotezlere göre test edilmiŒtir. Bu sonuçların belirsizlik hipotezini, sinyalizasyon hipotezini ve bir dereceye kadar dönemsellik hipotezini destekler nitelikte olduğu belirtilmiŒtir. alıŒmada sabit fiyatlama ve talep toplama yöntemleri karŒılaŒtırılmıŒ ve talep toplama yönteminin sabit fiyatlama yöntemine göre daha doğru fiyatlama sağladığı grlmŒtir.

alıŒmada örnekleme sayılarını dŒrerek 120 aya kadar uzun dönem fiyat performansları farklı yöntemler ile hesaplanmıŒtır. Satın al elde tut yöntemi ile halka arzların İsviçre tüm piyasasına göre 36 aylık dönemde -%1,69, 48 aylık dönemde -%12,20, 84 aylık dönemde -%59,01 ve 120 aylık dönemde -%173,46 seviyelerinde piyasa altı performans elde ettiği hesaplanmıŒtır. Fakat yalnızca altmıŒıncı ayla birlikte sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı olmaya baŒlamıŒtır. Halka arzların küçük ölçekli firmalar tarafında yapıldığı dŒnlerek buna göre küçük ölçekli firmaların iŒlem gördüğü bir indeks (VSCI) kullanıldığında sonuçların oldukça farklı olduğu grlmŒtir. Bu Œekilde 36 aylık dönem için %5,12, 48 aylık %6,31, 84 aylık %9,83 ve 120 aylık -%17,30 seviyelerinde fiyat performansları bulunmuŒtur. Bu Œekilde benzer alıŒmaların IPO yatırımlarının uzun dönemde yatırımcı için tehlikeli olduğu yargısı, en azından İsviçre piyasası için abartılı bulunmuŒtur. Bu sonucu yazarlar, dŒk performansın bir halka arz etkisi olmadığı Œeklinde yorumlamıŒlardır. Halka arz Œirketlerinin küçük olması ve halka arz olmamıŒ aynı seviyede küçük Œirketler ile halka arz Œirketlerinin hemen hemen aynı seviyede uzun dönemde kötü performans sergilemeleri, yazarlara göre, bu sonucu açıklayabilir niteliktedir.

Avrupa genelini kapsayan bir alıŒma ile Giudici ve Roosenboom (2002) 2000 yılında borsalarda yapılan yeni düzenlemeler sonrası halka arzlardaki büyük artıŒı incelemiŒ ve bu kapsamda 2001 mart ayına kadar halka arz olmuŒ 482 Œirketin ilk gün artık getirileri hesaplanmıŒtır. Yeni düzenlemeler sayesinde Avrupa’da yüksek büyüme rakamlı Œirketler ve ileri teknoloji Œirketleri için ayrı borsalar dzenlenmiŒ ve bu kapsamda Fransa’da Nouveau March (1996), Almanya’da Neuer Markt (1997), Euro NM

Belgium (1997), the Dutch NMAX (1997) ve İtalya’da Nuovo Mercato (1999) borsaları kurulmuştur. Bu çalışmada yazarlar yeni kurulmuş bu borsalara yoğunlaşmışlardır. Bu kapsamda bu borsalarda 1996 mart ayından 2001 mart ayına kadar halka arz olunmuş 482 yüksek büyüme rakamlı şirket incelenmiştir. Çalışmada şirketlerin %50’den fazlası Almanya’nın Neuer Markt endeksinde listelenmişken %30 kadarı da Fransa’nın Nouveau Marché endeksinde listelenmiştir. Sektör bazında da örneklemin hemen hemen yarısını internet şirketleri ve bilgisayar yazılım-hizmetleri şirketleri oluşturmuştur. Yapılan hesaplamalar sonucunda bu şirketlerin ortalama ilk gün getirileri yani düşük fiyatlamaları %38,09 oranında gerçekleşmiştir. Örneklemin %25’i yüksek fiyatlanmış olmasına rağmen bu oran aynı dönem için daha önce yapılmış Avrupa’daki borsaları kapsayan çalışmalara göre inanılmaz boyutta (üç katı kadar) yüksek çıkmıştır.

Çalışmada yeni borsalarda halka arz olunmuş, daha genç, daha küçük ve ileri teknoloji, hızlı büyümeli inovatif sektörlerde faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Dolayısı ile bilgi asimetrisi oldukça yüksek olması bu şirketlerin paylarının fiyatlanmasını zorlaştırmıştır. Yüksek miktarda halka arzların gerçekleştiği dönemlerde halka arzların ilk gün artık getiri seviyelerinin düşük olması çalışmadan elde edilen bir diğer sonuç olmuştur. Çalışmada ayrıca ABD’de görülen genel internet hevesi gözlemlenmiş ve internet şirketlerinin halka arzlarının diğer şirketlere göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Gua, Lev ve Shi (2005) yaptıkları çalışmada Ar-Ge aktivitelerinin halka arz edilen şirketlerin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarına etkisini incelemişlerdir. Bu kapsamda ABD’de 1980-1995 yılları arasında halka arz edilmiş toplamda 2,696 bilim ve teknoloji şirketleri incelenmiştir. Daha önceki Ar-Ge ile ilgili çalışmaların açığa çıkardığı, Ar-Ge şirketlerinin bilgi asimetrisine sebebiyet vermesi ve yatırımcılar tarafından düşük değerlendirilmesi olguları bu çalışmanın temelini oluşturmuştur. Bulunan sonuçlar da bu olguyu destekler nitelikte olmuştur.

Örneklemin ortalama ilk gün artık getirisi %15 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Ar-Ge çalışmaları olmayan şirketlerin düşük fiyatlama seviyesi ise %8,7 oranında olması bahsi geçen olguyu güçlü bir şekilde destekler niteliktedir. Bu şekilde

Ar-Ge aktiviteleri ve harcamaları ile ilk gün getiriler arasında pozitif bir ilişki, kurulan model yardımı ile tespit edilmiştir.

İlk gün getileri için kesit veri nedensellik analizi yapılırken uzun dönem getirileri için hem kesit hem zaman serisi analizleri yapılmıştır. Bu şekilde yüksek, düşük ve sıfır Ar-Ge aktivitelerinin fiyat performansları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bulunan sonuçlara göre Ar-Ge aktiviteleri ve harcamaları ile uzun dönem fiyat performansları arasında pozitif yönlü ilişki mevcuttur. Ar-Ge aktivitesinin bilgi asimetrisinin büyük bir kaynağı olduğu ve yatırımcının payları yanlış değerlendirmesine sebep olduğu çalışma sonunda ortaya atılan sonuç olmuştur.

How (2000) yaptığı çalışmada Avustralya'daki madencilik şirketlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Çalışmada incelediği dönem 1979-1990 yılları arasındaki 22 yıl olurken kullandığı örneklem 130 madencilik şirketini içermiştir. Örneklem seçilirken şirketlerin Avustralya Borsasında halka açılmasına ve kodlarının 01 (altın), 02 (diğer metaller), 03 (katı yakıt) ve 04 (petrol ve gaz) olmasına dikkat etmiş ve bu şekilde örnekleme oluşturmuştur. Bu şekilde seçilen madencilik şirketleri daha önce yapılan genel düzeyde çalışmalardaki şirketlere göre oldukça genç şirketler (ortalama 674 günlük) olduğu görülmüştür.

Hesaplanan ilk gün artık getiriler söz konusu dönemde %107,18 oranında olmuştur. Örneklemdeki bütün şirketler pozitif ilk gün artık getiri elde etmiştir. Bir diğer dikkat çeken nokta örneklemdeki paketlenmiş halka arzlardır. Bu şekilde halka arz olunan şirketler pay ve varrantları paketleyerek halka arza giden şirketlerdir. Sadece pay fiyatlarının (varrant fiyatlarını dikkate almadan) dahil edildiği hesaplamada ilk gün artık getiri seviyesi %75,36 oranında gerçekleşmiştir. Varrantları görmezden gelmenin yüksek oranda artık getirileri düşürdüğü gözlemlenmiştir. Çalışmada karşılaştırma amaçlı imalat sanayi şirketlerinin dahil edildiği paketlenmiş halka arzlar incelenmiş ve aynı şekilde varrantları dikkate almadan yapılan hesaplamada ortalama %16,84 seviyesinde düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Buna göre madencilik şirketlerinin diğer şirketlerden oldukça yüksek ilk gün artık getiri sağladığı dolayısı ile düşük fiyatlama düzeyinin yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Bunun bir açıklaması örneklemdeki şirketlerin

sirkülerdeki tarihleri ile borsaya kote olma tarihleri arasındaki zaman farkı olduğu belirtilmiştir.

Diğer çalışmalarda halka arzların dönemsel olarak farklılık sergileyebildiği sonuçlarına atıfta bulunarak madencilik şirketlerinin dönemsel olarak düşük fiyatlama düzeylerindeki değişime bakılmıştır. Buna göre ortalama ilk gün artıklarının ve bu ortalamaların anlamlılık düzeylerinin yıllara göre oldukça farklı seviyelerde olduğu dolayısı ile piyasa koşullarının etkisi ortaya çıkmıştır.

Kümülatif uzun dönem getirilerinin hesaplandığı çalışmada madencilik şirketlerinin 36 aylık getirileri incelenmiş ve imalat sanayi şirketlerinde olduğu gibi anlamlı düzeyde piyasa altı getiriler elde etmediği gözlemlenmiştir. Buna göre 36 aylık artık getiri düzeyi madencilik şirketlerinde -%0,29 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Diğer taraftan uzun dönem getiriler satın al elde tut yöntemine göre hesaplandığında ilk yıl %20,32, ikinci yıl -%23,16 ve üçüncü yıl %7,60 seviyelerinde bulunmuştur. Hem kümülatif sonuçlar hem de satın al elde tut sonuçları daha önceki çalışmalardan farklı olarak sıfıra yakın ve pozitif düzeylerde bulunmuştur.

Kanada’da yapılmış bir başka çalışmada Kooli ve Suret (2001) Toronto Borsası’nda, Montreal Borsası’nda, Vancouver Borsası’nda ve Alberta Borsası’nda 1991-1998 yılları arasında listelenmiş 971 halka arzı incelemişlerdir. Bu dönemde gerçekleşen toplam halka arz sayısı 1373 şirket olarak gerçekleşmişken iki sebepten dolayı 402 şirket bu örneklemden çıkarılmıştır. Birincisi 118 halka arz tezgah üstü (CDN) piyasada işlem görmekte olup bu şirketler ile ilgili veri Datastream’den elde edilememiştir. Diğer 284 şirket ise küçük sermaye havuzunda (JCP) halka arz olmuş ve daha sonra birleşmelere konu olmuştur. Son örneklem 878 adi pay senedi halka arzı (bunun 433 tanesi küçük sermaye havuzu halka arzı) ve 93 adet paketlenmiş (unit) halka arz içermiştir.

Yapılan hesaplamalar sonucunda JCP halka arzlarının dahil edilmediği bulgulara göre söz konusu dönemde ortalama düşük fiyatlama %22,11 seviyesinde gerçekleşmiştir. JCP halka arzları ise aynı dönemde oldukça yüksek getiri sağlamış ve %140,88 seviyesinde düşük fiyatlanmıştır. Bulunan her iki değer de %1 düzeyinde anlamlı



olmuştur. JCP halka arzlarında görülen bu büyük fark yazarlara göre risk ve getiri gibi payların kendine has özelliklerinden ve 10-20 cent arası değişen düşük halka arz fiyatlarından kaynaklanmış olabilir. Bulunan bir diğer sonuç paketlenmiş halka arzların adi pay senetli halka arzlardan (JCP dahil değil) daha fazla düşük fiyatlanmış olmasıdır. Paketlenmiş halka arzların ortalama %41,50 seviyesinde düşük fiyatlanmışır. Paketlenmiş ve JCP halka arzlarında görülen bu fark kısmen bu halka arzların küçük ölçekli olmasından kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir.

Bu sonuçlar ışığında yazarlar Kanada'da halka arz piyasasının sadece büyük halka arzlar için iyi olduğu kanısına varmışlardır. Ayrıca sektör bazında ayırdıkları örneklem ile madencilik, emlak, teknoloji, petro ve gaz sektörlerinin en fazla düşük fiyatlanan sektörler olduğunu görmüşlerdir. Kanada'da görülen bu yüksek düzeydeki düşük fiyatlama olgusu kurulan model ışığında anlamlı olarak aracı kurumun ünü, halka arz yılı ve halka arzın JCP olup olmaması ile ilgili olduğu sonucuna varılmışlardır.

Schlag ve Wodrich (2000) yaptıkları çalışmada Birinci Dünya Savaşı'ndan önce halka arz olunmuş şirketleri incelemiş ve bu dönemde kısa ve uzun dönem düşük fiyatlama olgusunu test etmişlerdir. Bu bağlamda 1870-1914 yılları arası Almanya'da halka arz edilmiş şirketlerden bir örneklem oluşturulmuştur. Bu kapsamda veriler Frankfurt'da bulunan Finansal Çalışmalar Merkezi'nden aylık olarak elde edilmiştir. Bu şekilde elde edilen veriler ile kısa dönem ve uzun (1-5 yıl) dönem artık getiriler hesaplanmıştır. Örnekleme dahil edilebilmesi için, bir şirketin verilerinin en az yüzde ellisinin elde edilebilir durumda olmasına dikkat edilmiştir.

Söz konusu 30 yıllık dönemde halka arz edilmiş 182 şirketlik bir örneklem oluşturulmuştur. Örneklem veri bulma konusundaki kısıtlardan dolayı yıllara göre büyük dalgalanmalar göstermiştir. Sadece 9 şirket verisi 1894 yılından önceki yıllara aittir. Yapılan hesaplamalar sonucunda bu şirketlerdeki kısa dönem düşük fiyatlama düzeyi %4,8 seviyesinde oluşmuştur. Bulunan bu sonuç anlamlılık testlerinde de güçlü bir şekilde anlamlı olduğu görülmüştür. Örneklemdeki şirketlerin 168 tanesinin kısa dönemde düşük fiyatlandığı görülmüştür. Sektör bazında örneklem ayrıldığında en yüksek düşük fiyatlanan sektörler kimya (%7,9), metal sanayi (%6,3) ve makina

mühendislik (%6,3) sektörleri olmuştur. En düşük artık getiri ise %1,2 ile bankacılık ve %2,7 ile tekstil endüstri sektörlerinde gerçekleşmiştir. Bulunan bu sonuçlar istatistiksel analizlerin desteği ile günümüzle aynı seviyelerde olduğu görülmüş ve o günden bu güne pek birşeyin değişmediği vurgulanmıştır.

Çalışmada uzun dönem fiyat performanslarının incelendiği bölümde bulgular payların elde tutulma sürelerinin arttıkça getirilerinin düştüğünü göstermiştir. İlk yıl sonunda elde edilen getiri %0,4, ikinci yıl %0,23, üçüncü yıl %0,01, dördüncü yıl -%0,03 ve beşinci yıl -%0,04 seviyesinde olmuştur. Bu sonuçlardan yalnızca üçüncü yıla ait olan istatistiksel olarak anlamlı çıkmamış geri kalan dört yılın anlamlılık düzeyi yüksek bulunmuştur. Bu şekilde hem kısa dönem hem uzun dönem günümüzde görülen halka arz fiyat özellikleri “modern” sermaye piyasalarının bir özelliği olmadığı ortaya çıkmıştır.

#### **4. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlanması ile İlgili Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar**

Gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere oranla henüz olgunlaşmamış piyasalara sahip olması aynı zamanda yetersiz ekonomik düzenlemeler, yüksek enflasyon gibi karakteristik özelliklerinden dolayı uzun sürelerden beri ekonomik analizlerde gelişmiş ülkelere farklı sonuçlar vermişlerdir. Çalışmayı yaptığımız bu alanda aynı durum sergilenmiş, her ne kadar aynı yönde sonuçlar elde edilmiş olsa da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında elde edilen düşük fiyatlandırma oranı farkı oldukça yüksek seviyede gözlemlenmiştir. Bu ülkelerde halka arz olmuş göreceli zayıf şirketler, bu piyasadaki yüksek oranlı asimetrik bilgi ve bu gibi sebeplere bağlı olarak riskin yüksek olması yapılan çalışmalarda oldukça büyük olan bu farkı açıklar nitelikte olduğu öne sürülmüştür. Bu başlık altında gelişmekte olan ülkelerde yapılmış bazı çalışmalar sunulmuştur.

Krishnamurti ve Kumar (2002) yaptıkları çalışmada Hindistan’da Temmuz 1992, Aralık 1994 tarihleri arasında Hindistan’da halka arz edilmiş toplamda 386 şirketlik bir örneklem kullanmışlardır. Böyle bir seçim yapmalarındaki temel nedenlerden biri halka

arzın öncelikle, halka arz fiyatlamalarına getirilen serbestlik düzenlemesinden sonra olmuş olmasıdır. Bununla beraber verileri elde edilebilir olan 386 şirketlik bu örneklem üzerinde düşük fiyatlama olup olmadığına bakmışlardır. Çalışmada Hindistan'ın iki büyük endeksi olan Sensex ve National Index benchmark olarak kullanılmış fakat sonuçların hemem hemen aynı çıkmasından dolayı sadece Sensex sonuçları raporlanmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda Sensex'e göre düzeltilmiş ilk gün artık getiri oranı %72,34 seviyesinde gerçekleşmiştir. Çalışma ayrıca örnekleme halka arz fiyat seviyelerine göre ayırmış ve bu şekilde halka arz fiyat aralıklarına göre düşük fiyatlamayı test etmiştir. Buna göre halka arz fiyatı yükseldikçe düşük fiyatlama düzeyin düştüğü görülmüştür. Diğer bir deyişle halka arz fiyatı düşük olan şirketlerin ilk gün artık getirileri yüksek oluşmuştur. Halka arz fiyatlarını düşük belirleyen şirketlerin göreceli olarak küçük şirketler olduğunu belirterek yazarlar, küçük şirketler için bilgi asimetrisinin ciddi boyutlarda olduğunu, risklerinin yüksek olduğunu ve bundan dolayı bu farkın oluştuğunu belirtmişlerdir.

Çalışmanın sonuç bölümünde yazarlar diğer ülkelere göre daha yüksek seviyede çıkan artık getiri oranının Hindistan'da halka arz tarihleri ile borsada işlem görme tarihleri arasındaki yüksek zaman farkından kaynaklandığını belirtmişlerdir. Hindistan'da bu zaman farkı oldukça yüksek bir seviyede ortalama 3 ay düzeyinde gerçekleşmiştir.

Liu (2003) yaptığı çalışmada Çin pazarında Shanghai ve Shenzhen Borsalarında 1999-2002 yılları arasında halka arz edilmiş 354 şirketi incelemiştir. Elde ettiği bulgular ışığında Çin'in dünyada en yüksek düşük fiyatlamamanın görüldüğü pazarlardan biri olduğu sonucuna varmıştır. Çalışmanın kapsadığı olay penceresi periyotunda 354 halka arzın ilk gün ham getiri düzeyi %135,01 olurken elde edilen artık getiri yani düşük fiyatlama düzeyi %132,49 seviyesinde olmuştur. Bu sonuçlar önceki çalışmalar ile karşılaştıran Liu önceki çalışmalarda bulunan düşük fiyatlama düzeyinden bu sonuçların oldukça düşük düzeyde olmasını Çin piyasasının ilk safhalarında görülen halka arz tarihleri ile ilk işlem günü tarihleri arasındaki yüksek zaman farkına bağlamıştır.

Çalışması ile elde ettiği bir diğer sonuç ise Çin piyasasının riskli olmadığıdır. Buna göre örneklemdaki şirketlerin hiçbiri yüksek fiyatlanmamıştır. 354 şirketin %59'unun ilk gün getirisi %100'ün, %86,4'ünün ilk gün getirisi %50'nin üzerinde olurken sadece %3,7'si %25'in altında pozitif artı getiri elde etmiştir.

Darmadi ve Gunawan (2012) yaptıkları çalışmada Endonezya'da halka arzlarda ilk gün artı getiri performanslarını incelemiş ve bunu açıklayabilecek değişkenlerin ne olduğuna bakmaya çalışmışlardır. 1 Ocak 2003 ve 31 Temmuz 2011 tarihleri arasında halka arzı gerçekleşmiş 130 şirket arasından verilerine erişebildikleri 101 şirket ile bir örneklem oluşturmuşlardır.

Yaptıkları hesaplamalar sonucunda ilk gün getiriler -%44,8 ile %70 oranları arasında değişirken ortalama %22,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Örnekleme dahil olan 84 şirketin düşük fiyatlandığı görülürken, 14 şirketin yüksek fiyatlandığı tespit edilmiştir. Fiyatı değişmeyen şirket sayısı ise 3 ile sınırlı kalmıştır. Yüksek ve düşük fiyatlanan şirketler karşılaştırıldığında anlamlı olarak düşük fiyatlanan şirketlerin daha büyük ölçekte olduğu ve performanslarının daha iyi olduğu görülmüştür.

Örneklemin medyan değerine (%12,5) göre yüksek ilk gün getiri sağlayan ve düşük ilk gün getiri sağlayan şirketlerin karşılaştırılması yapılmıştır. Buna göre bağımsız komisyoncuların payı yüksek getirili şirketlerde anlamlı olarak yüksek çıkmıştır. Çalışmada yüksek fiyatlama ile kurul bağımsızlığı arasında yüksek ve anlamlı oranda korelasyon bulunmuştur. Yüksek oranda yönetim kurulu bağımsızlığının bulunduğu firmaların yüksek oranda düşük fiyatlanabileceği bu şekilde tespit edilmiştir.

Çalışmada ortaya çıkan bir diğer sonuç yönetim kurulu büyüklüğü arttıkça anlamlı bir şekilde düşük fiyatlama seviyesi düşmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü firma değeri ile ilgili belirsizlikleri düşürdüğü yazarlara göre bunun nedeni olabilir. Çalışmada son olarak şirket sahipliği oranlarının yüksek fiyatla bir ilişkisinin bulunup bulunmadığına bakılmış ve anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu şekilde şirketlerdeki sahiplik oranının payların kalitesi hakkında bir bilgi sunmadığı görülmüştür.

Çin piyasasında yapılan bir diğer çalışmada, Chi ve Padgett (2002) Shanghai ve Shenhzen Borsalarında 1996 ve 1997 yıllarında özelleştirmeler kapsamında halka arz olmuş şirketlerin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Çalışmada kısa dönem performanslar için bu dönemde yapılmış 340 halka arz örnekleme dahil edilirken uzun dönem performans için 409 halka arzlı bir örneklem kullanılmıştır. İki yıl içinde halka arz olmuş şirketlerin ortalama ilk gün artıklarını %127,31 seviyesinde bulmuşlardır. Satın al elde tut yöntemine göre 3 yıllık artıklar pozitif çıkmış ve %10,26 seviyesinde olmuştur. Aynı zamanda bulunan bu oran %1 seviyesinde anlamlı çıkmıştır. Çalışma özelleştirmeleri incelemiş ve uzun dönem artıkların diğer halka arzlardan farklı olarak pozitif düzeyde gerçekleştiğini tespit etmiştir.

Aggrawal, Leal ve Hernandez (1993) yaptıkları çalışmada Latin Amerika ülkelerinden Brezilya, Şili ve Meksikayı incelemiş, sermaye piyasaları getirilen yeni düzenlemeler ile gelişmekte olan bu ülkelerde düşük fiyatlandırma olgusunu test etmişlerdir.

Brezilya için 1980-1990 yılları arasını kapsayan bir örneklem oluşturmuşlardır. Söz konusu dönemde 122 halka arz gerçekleşmesine rağmen veri erişimi sağlanabilen 62 halka arz örnekleme dahil edilmiştir. Brezilya'da 1986 yılında enflasyonla mücadele planı devreye girmiş sıcak halka arz (hot issue market) piyasası bu tarihten sonra görülmeye başlanmıştır. Örneklemdeki şirketlerin %72'si 1985 yılından sonra, %39'u ise yalnızca 1986 yılında halka arz olmuştur. Şili için 1982-1990 yılları arasında halka arz olan 36 şirketten, veri erişimin mümkün olmamasından dolayı, 21 şirketlik bir örneklem oluşturulmuştur. Şili 1986 yılında tarihindeki ikinci büyük özelleştirme dalgasını yaşamıştır. Meksika için 1987-1990 yılları arasında halka arz olmuş şirketler ile çalışılmıştır. Söz konusu dönemde toplam 44 halka arz gerçekleşmiş ve tamamı örnekleme dahil edilmiştir.

Yapılan hesaplamaların sonucuna göre Brezilya'da halka arz edilen şirketlerin %78,5 oranında düşük fiyatlandırıldığı görülmüştür. Bulunan bu oran %5 oranında istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Brezilya'da görülen bu yüksek oranın bir açıklaması halka arzların küçük ölçekli, yüksek borçlu ve kötü geçmiş performanslı şirketleri içermesinden kaynaklandığı belirtilmiştir. Bir diğer açıklama ise enflasyon oranının yüksek

seyretmesi ve halka arz tarihi ile işlem görme tarihi arasında haftaların olmasıdır. Örneklemedeki tüm şirketler 60 gün içinde işlem görmeye başlamıştır. Uzun dönem için 1 yılın sonunda Brezilya şirketleri ortalama %39,2 seviyesinde artık getiri sağlamışlardır. Bu oran anlamlı bulunurken 3 yıllık -%25,6'lık artık getiri anlamsız bulunmuştur.

Şili piyasasında halka arz edilmiş şirketlerin ilk gün getirileri ise %16,3 seviyesinde gerçekleşmiş fakat örneklemin küçük olması sebebi ile bu oran anlamlı bulunamamıştır. Takip eden 3 ay boyunca ortalama pozitif olmakla beraber sıfırdan anlamlı olarak farklı olmamıştır. Uzun dönemde ise -%9,8 (1 yıllık), %33,9 (2 yıllık), ve %0,8 (3 yıllık) seviyelerinde artık getiri sağlamışlardır. Fakat bulunnan bu oranların hiçbiri sıfırdan anlamlı olarak farklı değildir.

Meksika için hesaplanan ilk gün düşük fiyatlama değeri ise %2,8 seviyesinde gerçekleşmiş ve bu oran istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer iki ülkede olduğu gibi Meksika'da da artık getiri ilk üç ay pozitif seyretmeye devam etmiştir. Uzun dönemde veri eksikliğinden dolayı yalnız 1 yıllık getiriler hesaplanmış ve ortalama -%17,7 oranından artık getiri elde edilebilir olduğu görülmüştür. Çalışmanın sonunda ise bu üç ülke için ilk gün getiriler ile uzun dönem getiriler kıyaslanmıştır. Brezilya için 1 ve 3 yıllık uzun dönem getiriler ile ilk gün getirileri arasında negatif bir ilişki olduğu görülmüştür. Buna göre yatırımcılar ilk gün aşırı değerli payları almaya eğilimliken uzun dönemde bu kaybı farketmektedirler. Fakat Brezilya'da görülen bu olgu Meksika ve Şili'de görülmemiştir.

Tablo 1. 32 ülke için ortalama ilk gün getiriler

Ülke	Yazar(lar)	Örneklem Büyüküğü	Dönem	Ortalama İlk Gün Getiri
ABD	Ibbotson, Sindelar ve Ritter	13308	1960-96	%15,8
Almanya	Ljungqvist	170	1978-92	%10,9
Avustralya	Lee, Taylor ve Walter	266	1976-89	%11,9
Avusturya	Aussenegg	67	1964-96	%6,5
Belçika	Rogiers, Manigart ve Ooghe	28	1984-90	%10,1
Birleşik Krallık	Dimson; Levis	2133	1959-90	%12
Brezilya	Aggarwal, Lean ve Hernandez	62	1979-90	%78,5
Çin	Liu	354	1999-02	%132,5
Danimarka	Bisgard	32	1989-97	%7,7
Finlandiya	Keloharju	85	1984-92	%9,6
Fransa	Husson ve Jacquillat	187	1983-92	%4,2
Hindistan	Krishnamurti ve Kumar	98	1992-93	%35,3
Hollanda	Wessels; Eijgenhuijsen ve Buijs	72	1982-91	%7,2
Hong Kong	McGuinness	334	1980-96	%15,9
İspanya	Rahnema, Fernandez ve Martinez	71	1985-90	%35
İsrail	Kandel, Sarig ve Wohl	28	1993-94	%4,5
İsveç	Rydqvist	251	1980-94	%34,1
İsviçre	Kunz ve Aggarwal	42	1983-89	%35,8
İtalya	Cherubini ve Ratti	75	1985-91	%27,1
Japonya	Fukuda; Dawson ve Hiraki	975	1970-96	%24
Kore	Dhatt, Kim ve Lim	347	1980-90	%78,1
Kanada	Jog ve Riding	258	1971-92	%5,4
Malezya	Isa	132	1980-91	%80,3

Meksika	Aggarwal, Lean ve Hernandez	37	1987-90	%33
Norveç	Emilsen, Pedersen ve Saettern	68	1984-96	%12,5
Portekiz	Alpalhao	62	1986-87	%54,4
Singapur	Lee, Taylor ve Walter	128	1973-92	%31,4
Şili	Aggarwal, Lean ve Hernandez	19	1982-90	%16,3
Tayland	Wethyavivorn ve Koo-smith	32	1988-89	%58,1
Tayvan	Chen	168	1971-90	%45
Yeni Zelanda	Vos ve Cheung	149	1979-91	%28,8
Yunanistan	Kazantzis ve Levis	79	1987-91	%48,5

**Kaynak:** Ritter (1998)

Tablo 1’de dikkat çeken nokta piyasaları henüz gelişme aşamasında olan ülkelerde görülen yüksek oranlı düşük fiyatlamalardır. Bu tip ülkelerde bilgi asimetrisinin fazla olması, ekonomik ortamın hala gelişmekte olması ve halka arz tarihi ile ilk işlem günü arasındaki zaman farkı gibi etkenler hem yatırımcılar hem de halka arzı yapan firmalar için yeni payları fiyatlamayı oldukça zorlaştırmıştır. Fakat göze çarpan bir diğer konu daha yeni çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerin düşük fiyatlama düzeylerinin de azaldığıdır.

## **5. İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlanması ile İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar**

Türkiye’de yapılan çalışmaların, özellikle uzun dönem fiyat performanslarını inceleyenlerin sayısı diğer ülkelere kıyasla düşük kalmasına rağmen oldukça yeterli seviyededir. Fakat Türkiye hem 90’lı yıllarda hem de 2000’li yıllarda, ekonomi politikalarındaki değişimler, sermaye piyasalarındaki düzenlemeler gibi oldukça dinamik bir süreç geçirmiştir. Bu bağlamda halka arzlarında hem kısa dönem hem uzun dönem fiyat performanslarının düzeyi sürekli ilgi çeken bir alan olmuştur. Bu başlık altında ülkemizde bu alanda yapılmış çalışmalara yer verilecektir.



Kıymaz (2000) yaptığı çalışmada 1 Ocak 1990 tarihi ile 31 Aralık 1996 tarihi arasında Borsa İstanbul'da (o zamanki adı ile İMKB'de) halka arz edilmiş 168 şirketten veri yetersizliğinden dolayı 5 şirketi çıkararak 163 şirketlik bir örneklem oluşturmuş ve Türkiye'de halka arzlarda düşük fiyatlamayı test etmiştir. Çalışmada ayrıca örneklem sektörlerine göre ayrılmış ve sektörlerin fiyat performansları incelenmiştir. Çalışmada her bir halka arz için ilk gün ve ikinci (after-market) gün artı getiri oranları hesaplanmıştır. İlk gün getiri oranları hesaplanırken baz alınan fiyat halka arz fiyatı olmuş, ikinci gün için ise ilk günün kapanış fiyatı kullanılmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda tüm örneklem için bulunan ilk gün artı getiri oranının %13,1 seviyesinde oluşmuştur. İmalat sektörünün getirisi %11,7, mali kurumların getirisi %15 olurken diğer sektörlerin getirileri ortalama %17,4 seviyesinde oluşmuştur. Bulunan tüm bu değerler istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır.

Örnekleme alt sektörler bazında bakıldığında ise turizm/lojistik grubu %25,4 ile en yüksek getiriyi sağlayan grup olmuştur. Alt sektörlerde bankacılık grubu hariç bütün gruplarda bulunan getiri oranları aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlıdır. Birinci günden sonra oluşan getiri oranları çalışmada 3. aya kadar hesaplanmış, hesaplanan kümülatif getirilerin 4. haftaya kadar pozitif seyrettiği görülmüştür. Fakat daha uzun dönemde 3 ay sonunda getirilere bakıldığında bütün sektör ve gruplarda anlamlı pozitif getiri sağlanamamış, anlamlı getirilerin hepsi negatif düzeyde seyretmiştir. Bu sonuçlar Türk halka arzlarının uluslararası halka arzlar ile aynı özellikleri sergilediğini göstermiştir.

Çalışmanın ikinci aşamasında Türkiye'deki halka arzları etkileyen faktörler yatay kesit analizi ile test edilmiştir. Analizin sonuçlarına göre aracı kurumun büyüklüğü, halka arz tarihi ile işlem tarihi arasında görülen piyasa artışlar ve aracı kurumsuz halka arzlar ilk gün artı getirilerin ana açıklayıcıları olarak görülmüştür.

Türkiye'de halka arzları incelediği çalışmasında Durukan (2002) halka arzlarda düşük fiyatlamayı ve bunu etkileyen faktörleri test etmiştir. Çalışmada 1990-1997 yılları

arasında İstanbul Borsası'nda işlem görmeye başlamış ilk halka arzlardan 173 tanesi (aynı dönemdeki toplam halka arzın %89'u) örnekleme dahil edilmiştir. Örneklemin dağılımı yıllara göre bakıldığında hemen hemen dalgalanma göstermemiş yalnızca 1991 yılında patlak veren körfez krizinden dolayı 1992'de 14, 1993'de ise 16 halka arz seviyelerine düşmüştür. Çalışmada ayrıca uzun dönem getiriler ile kısa dönem getiriler arasındaki ilişki yatay kesit analizi ile test edilmiştir. Çalışmada ilk gün getirilerin yanı sıra, aynı zamanda açılış getirisi ve gün içi getirileri de hesaplanmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda ilk gün getiri oranı %16,16, açılış getirisi %14,61 ve gün içi getiri ise %7,27 seviyelerinde gerçekleştiği görülmüştür. Bu sonuçların, gün içi getiri oranı hariç, %1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür. Uzun dönem kümülatif getirilerin de hesaplandığı çalışmada 12 aylık getiri oranı %5,82 düzeyinde başlayıp sırasıyla 24. ayda %34,05 düzeyine ulaşmış 36. ayda %29,66 seviyesinde bir getiri sağlamıştır. Çalışmada kısa dönem getirilerinin hesaplandığı bu üç yöntemin birbirlerine etkisi analiz edilmiş ve açılış getirisi ile ilk gün getiri arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Bu, halka arz fiyatından satın alan yatırımcının ilk gün getirisi ile kârını realize ettiğini göstermektedir. Bunun yanında açılış fiyatının gün içi fiyat ile negatif yönlü ilişkide olduğu görülmüştür. Bu ise piyasa halka arzın getirilerinin yatırımcılar tarafından farkedildiğini gördüğünde aşırı değerli payların fiyatlarının düştüğünü göstermektedir.

Uzun dönem ve kısa dönem getirilerin birbirleri ile ilişkilerine bakıldığı kısımda 24 ve 36 aylık uzun dönem getiriler ile kısa dönem getiriler arasında negatif bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu sonuçlar heves (fad) hipotezini destekler nitelikte olmuştur. Yani kısa dönemde aşırı değerlendirilmiş pay senetlerinin uzun dönemde fiyatlarının gerçek seviyesine çekildiği görülmüştür.

Çalışmanın son kısmında halka arz yöntemi, özelleştirme, payları satın alan yatırımcı çeşidi, firma yaşı, fiyat kazanç oranı, halka arz edilen pay oranı, borçluluk oranı ve firma büyüklüğü gibi değişkenlerin kısa dönem getiriler üzerine etkisi ölçülmüştür. Analizin sonucunda firma büyüklüğü, halka arz yöntemi, firma yaşı ve borçluluk oranı kısa dönem getirilerini anlamlı olarak açıkladığı görülmüştür. Firma yaşı ile borçluluk

oranındaki pozitif kat sayılar borçluluktan dolayı yüksek risk ve uzun süre faaliyet göstermiş olma getirileri pozitif yönde etkilediğini göstermiştir. Firma büyüklüğü ve kullanılan yöntemin negatif kat sayısı, piyasada yeni olma ve ortak satışı ile halka arz gitme, getirileri pozitif yönde etkilediğini göstermiştir. Firma büyüklüğü ve halka arz edilen pay oranı uzun dönem getiriler üzerinde negatif yönlü anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Buna göre uzun dönemde büyük pay oranlarına sahip büyük firmalar daha düşük getiri sağlamışlardır.

Türkiye’de gerçekleşen halka arzları inceleyen Orhan (2006) düşük fiyatlamayı kısa, orta ve uzun olmak üzere üç dönem üzerinden hesaplamıştır. 119 şirketin dahil olduğu örneklem İstanbul Borsası’nın sektör ayırımına göre bölünmüş ve herbir sektör için kısa vadede 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 ve 10 günlük, orta vadede 1, 2, 4 ve 6 aylık ve uzun vadede 1, 2 ve 3 yıllık artık getiriler hesaplanmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda en yüksek ilk gün (%11,28) ve onuncu gün (%115,03) getirisini enerji sektörü elde etmiştir. Kümülatif getiri yönteminin kullanıldığı hesaplamalar sonucunda orta vadede enerji sektörü yüksek getirileri korurken uzun vadede bu getiriler düşmüştür. Uzun vadede ise en yüksek getiriyi %761,11 ile pazarlama sektörü elde etmiştir. 3 yıllık dönemde sektörler arası getiri oranlarında çok büyük farklar oluşmuş, yazara göre bu üç yıllık dönemde birçok firmanın batması sonucu böyle bir tablo ortaya çıkmıştır.

Kaya (2012) yaptığı çalışmada kısa dönem düşük fiyatlamaları incelemiştir. Çalışmasında olay penceresi günlük, haftalık, aylık, 3 aylık ve 6 aylık olmak üzere 5 farklı dönemi içermiştir. Ocak 2010 ve Haziran 2011 tarihleri arasında İstanbul Borsası’nda halka arz olmuş 32 şirketi incelemiştir. Çalışmasının diğer aşamasında firma yaşı, yabancı yatırımcıya satılan pay adedi, firma büyüklüğü ve firmanın dahil olduğu sektör olmak üzere 4 farklı değişkenin kısa dönem getiriler üzerindeki etkisi ölçülmüştür.

Yapılan hesaplamalar sonucunda ilk gün artık getiri oranı %2,4, ilk hafta %7,8, ilk ay %7,5, üçüncü ay %11,2 ve altınca ay %0,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bulunan bu ortalamaların anlamlılık düzeyini tespit etmek için tek yönlü ANOVA testi uygulanmış fakat oranlarda hiçbirisi anlamlı bulunmamıştır.

Çalışmada daha sonra örneklem firma büyüklüğüne göre üçe bölünmüştür. İlk kategori varlık miktarı 100 milyon TL altında olan firmalar oluşturulmuşken, ikinci kategori 100 milyon TL ve 1 milyar TL arasında olan firmalar, üçüncü kategori ise 1 milyar TL'den fazla olan firmalar oluşturulmuştur. İkinci kategorideki şirketlerin ilk gün getirileri bütün dönemlerde oldukça yüksek seviyelerde seyrettiği yapılan hesaplamalar sonucunda görülmüştür. Diğer yandan firma büyüklük kategorileri ile artık getiriler arasındaki korelasyon katsayısı oldukça zayıf (0,21) çıkmıştır. ANOVA test sonuçlarına göre firma büyüklüğü ile artık getiri arasında herhangi bir ilişki mevcut değildir. Örneklem 12 altı 12-20 arası ve 20 üstü olmak üzere üç ayrı firma yaşı kategorisine bölünmüş ve bu kategorilere göre artık getirilerin dalgalı bir dağılım sergilediği bulunmuştur. İlk üç ayda genç firmaların daha çok artık getiri sağladığı fakat 6. ayda bütün getirilerin 20 yaş üstü firmaların altında kaldığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı firma büyüklüğünde olduğu gibi zayıf (0,77) çıkmıştır. Bu şekilde firma yaşı ile getiri arasında bir bağlantı bulunmadığı sonucuna varılmıştır. Yabancı yatırımcı oranları %10 altı, %10-%40 arası ve %40 üstü olmak üzere üç ayrı kategoride firmaların artık getirileri hesaplanmıştır. Sonuçlar düşük yabancı yatırımcı oranlı firmaların bütün dönemlerde daha iyi performans sergilediğini göstermiştir. Test sonucunda yabancı yatırımcı oranı artık getiriler üzerinde etkisinin varlığı anlamlı olarak tespit edilememiştir.

Son aşamada artık getiriler sektörler bazında hesaplanmış ve İstanbul Borsası'ndaki sektörler göre dağılım yapılmıştır. Metal, makina sanayi sektörü ilk üç ay en kötü performansı sergilerken bu sektör altıncı aydan sonra en iyi performansı sergilemiştir.

Erdoğan (2010) yılında yaptığı çalışmada Türkiye'de 1995-2000 yılları arasında halka arz olunmuş 126 firmayı incelemiştir. Örneklemdeki 44 firma mali sektörde faaliyet gösterirken 15 firma hizmetler ve 4 firma ise teknoloji sektörüne ait olmuşlardır. Çalışmada firmaların 60 aya kadar her bir ay için, kümülatif getiri yöntemi kullanılarak, performansları ölçülmüş ve bulunan sonuçlara göre ilk ay %16,17 seviyesinde düşük fiyatlama gerçekleştiği görülmüştür. Takip eden 8 ay boyunca ortalama artık getiriler piyasa üzerinde anlamlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu 8 ay boyunca her ay artık

getiriler %21 seviyesi etrafında sabit bir seyir izlemiştir. Bundan sonraki aylarda piyasa üzeri performans anlamlı bulunmamış, 36. ayda artık getiri ortalama %5,16 ve 60. ayda ise %50,78 seviyesinde olmuştur.

Çalışmada ayrıca ilk 5 yılda herbir yıl için satın al elde tut getirileri hesaplanmış, ilk yıl %0,05 olan bu değer üçüncü yıl -%1,72, beşinci yıl ise -%3,25 seviyelerinde olmuştur. Birinci ve dördüncü yıl hariç bütün sonuçlar anlamlıdır. Çalışmanın son aşamında takvim zaman getirileri incelenmiş, piyasanın üzerinde veya altında anlamlı bir getiri bulunamamıştır. Buna göre performans ölçüm yöntemleri bulunan sonuçları fazlasıyla etkilediği görülmüştür.

Bildik ve Yılmaz (2008) yaptıkları çalışmalarında 1990-2000 yılları arasında İstanbul Borsası'nda işlem görmeye başlamış 234 halka arzı incelemişler ve bu halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını satın al elde tut yöntemine göre hesaplamışlardır. İlk gün getirileri ortalamada anlamlı olarak %5,94 seviyesinde gerçekleşmiştir. Halka arz fiyatından alınan bir pay senetlerinin bir yıl sonunda elde ettiği ortalama gelir %2,34 olmuştur. İkinci yılın sonundan ise durum tersine dönmüş ve ortalama getiri istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde -%13,03 seviyesinde olmuş üçüncü yıl sonunda ise bu değer -%84,5'i görmüştür.

Kısa ve uzun dönem arası ilişkiyi belirlemek adına ilk gün getirilere göre örneklem beş gruba ayrılmıştır. Kısa dönemde en yüksek artık getiri elde eden grup uzun dönemde en düşük getiriyi (-%146,40) sağlamıştır. Beklendiği gibi en düşük ilk gün artık getiriyi sağlayan grup uzun dönemde en yüksek getiriyi (-%2,21) sağlamış fakat bu oran piyasanın altında kalmaktan kurtulamamıştır. Bu oranlar daha önceki çalışmalarda ortaya atılan halka arzlarda kısa dönem performansların uzun dönem performanslar ile ters yönlü ilişkide olduğu savını destekler niteliktedir.

Ülkemizde yapılan çalışmalarda görülen, diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir fark düşük fiyatlamaya olgusunun gelişmiş piyasalara benzer oranlarda seyrettiğidir. Özellikler son dönemde yapılan çalışmalarda görülen bu durum Türkiye'de yaşanan krizler ve arkasından gelen köklü reformların bir etkisi olarak düşünülebilir. Bununla beraber kısa

dönem performansların yapılan çalışmalarda birbirine yakın düzeylerde çıkmasına rağmen uzun dönem performanslarda farklı sonuçlar görülmüştür.

## Üçüncü Bölüm

### Halka İlk Arzlarda Kısa ve Uzun Dönem Üzerine Bir Uygulama

#### 1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

İşletmeler faaliyetlerini sürdürdüğü sırada fon ihtiyacını karşılamak, finansal yapılarını bozmadan hayatta kalabilmek adına büyük önem taşımaktadır. İşletmeler fon ihtiyaçlarını piyasadaki borçlanarak karşılayabilecekleri gibi şirket paylarını halka arz ederek de alternatif bir fon kaynağı elde edebilirler. Halka arzlar gelişmekte olan ülkeler için sermaye piyasalarının gelişmesi adına önem taşımaktadır. Genel olarak halka arzların küçük yatırımcıların da büyük şirketlere ortak olabilme imkanı sağlayarak zenginliği tabana yaymada rolü büyüktür.

Türkiye Borsa İstanbul'un kurulduğu 1984 yılında günümüze bir çok halka arz sahne olmuş, bu konuda yerli ve yabancı yatırımcıların dikkatini çekmiştir. Uluslararası çalışmalar ile kanıtlanmış halka arzlarda düşük fiyatlama olgusu ülkemizde de bir çok araştırmacı tarafından incelenmiş ve gelişmiş ülkelere paralel düzeyde sonuçlar elde edilmiştir. Gelişmiş ülkelere oranla Türkiye'de sayısı kısıtlı olan "halka arzlarda kısa ve uzun dönem fiyat performansı" çalışmalarında halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlandığı tespit edilmiş fakat uzun dönemde piyasaya göre getirilerin düştüğü gözlenmiştir. Yapılan çalışmalara rağmen halka arzlardaki düşük fiyatlamının sebebi hala çözümlenememiştir.

Bu çalışmada Türkiye'de halka ilk arzlarda uzun dönem getiri performansı hesaplanmaya çalışılmış ve kısa dönem ilk getiriler ile bir kıyaslama yapılmaya çalışılmıştır. Çalışmada kısa ve uzun dönem getiriler hesaplanmış ve sonuçlar piyasaya göre düzeltilerek artık getiriler elde edilmiştir. Artık getiri normal getiri üzerinde elde edilen getiridir (Akkoç, 2009). Piyasa verisi olarak BİST 100 endeksi kullanılmıştır. Uzun dönem artık getiriler hesaplanırken kullanılan yöntem satın al elde tut yöntemidir. Satın al elde tut yöntemi hisse senetlerinin satın alınıp piyasadaki dalgalanmalar dikkate alınmadan uzun süre elde tutulduğu pasif bir yatırım stratejisidir (Kurtaran, 2013). Kısa

dönem getiriler hesaplanırken seçilen dönemler ilk işlem günü, ikinci işlem günü, ilk hafta ve ilk aydır. Bu şekilde kısa dönem dört farklı zaman diliminde artık getiriler hesaplanarak incelenmiştir. Uzun dönem için ise birinci, ikinci ve üçüncü yıl olmak üzere üç farklı zaman diliminde elde edilen satın-al-elde-tut getirileri incelenmiştir.

Çalışmada ayrıca kısa ve uzun dönem artık getiriler sektör bazında incelenmiştir. Bu bağlamda Mali Kuruluşlar, İmalat Sanayi, Toptan ve Perakende Ticaret-Otel ve Lokantalar, Teknoloji ve “diğer sektörler” olmak üzere toplamda beş sektör altında incelenmiştir. Elektrik Gaz ve Su, Madencilik, Ulaştırma Haberleşme ve Depolama, Eğitim Sağlık Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler, ve son olarak İnşaat ve Bayındırlık olmak üzere beş sektörde yeterli sayıda halka arz gerçekleşmediği için bu sektörler “diğer” başlığı altında birleştirilmiştir.

Türkiye’de halka ilk arzların kısa dönem getirileri üzerine yapılmış çalışma sayısı oldukça fazla olmasına rağmen, uzun dönem getiriler üzerine yapılan çalışmalar kısıtlı kalmıştır. Bu çalışma ile alanyazınına bu konuda katkı sağlamak amaçlanmıştır.

## **2. Kapsam ve Veriler**

Bu araştırma çerçevesinde 01.01.1998 ve 31.12.2010 tarihleri arasında halka ilk kez arz edilmiş ve sonrasında Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamış şirketlerin halka arzda ilk gün, ikinci gün, ilk hafta, ilk ay, ilk yıl, ikinci yıl ve üçüncü yıl artık getirileri hesaplanmıştır. Uzun dönem fiyat getiri performansları incelenirken 3 yıl sonrasında oluşmuş verilere ihtiyaç duyulmuş ve BİST’te yayınlamış verileri baz alarak çalışma 2010 yılının onikinci ayına kadar toplamda 13 yıllık bir dönemi kapsamıştır. Bahsi geçen dönemde BİST’in veri tabanına göre 140 şirket halka arz olunmuştur. Çalışmada bu dönemde halka arz olunan şirketlerden 14 tanesi yeterli veri bulunamamasından dolayı çalışmadan çıkarılmıştır. Bunun sebebi bu şirketlerin bir kısmının BİST’te işlem sırası kapanmış, bir kısmı krizlerde iflas etmiş, bir kısmı da birleşmelere konu olmuştur. Sonuç olarak bu çalışmada toplamda 126 halka arz yer almıştır.



Halka arzların halka arz fiyatları, ilgili işlem günü payın ve BİST'in kapanış fiyatları, halka arz tarihinden 1, 2 ve 3 yıl sonrasına tekabül eden ayın kapanış BİST 100 endeks değerleri ve aynı aya tekabül eden halka arzların aylık birleşik getirileri Borsa İstanbul'un internet sitesinden ve paragaranti.com adresinden elde edilmiştir. Tablo 2'de araştırma kapsamına alınan halka arzların yıllara göre dağılımı verilmiştir.

*Tablo 2. Halka Arzların Yıllara Göre Dağılımı*

<b>Yıl</b>	<b>Araştırma kapsamına alınan şirket sayısı</b>	<b>Araştırma kapsamına alınmayan şirket sayısı</b>	<b>Tüm halka arzlar</b>
<b>1998</b>	14	4	18
<b>1999</b>	8	2	10
<b>2000</b>	29	6	35
<b>2001</b>	0	1	1
<b>2002</b>	4	0	4
<b>2003</b>	2	0	2
<b>2004</b>	12	0	12
<b>2005</b>	9	0	9
<b>2006</b>	15	0	15
<b>2007</b>	9	0	9
<b>2008</b>	2	0	2
<b>2009</b>	1	0	1
<b>2010</b>	21	1	11
<b>Toplam</b>	126	14	140

Tablo 2'de görüldüğü üzere çalışmaya dahil edilmeyen şirketlerin hemen hepsi ilk dört yıla yayılmıştır. Dahil edilmeyen şirketlerin işlem sıralarının kapandığı ya da birleşmelere konu edildiğinden bahsedilmiştir. Buradan da anlaşılacağı üzere bu şirketlerin bir çoğunun 2001 bankacılık krizinden etkilendiğini söyleyebiliriz. Tablo aynı zamanda Türkiye'de yaşanan krizlerin halka arz sayılarındaki etkisini de ortaya koymaktadır.

Çalışmaya dahil edilmeyen şirketler şunlardır: Efes Sınai Yatırım Holding A.Ş., EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Pastavilla Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş., Toprakbank A.Ş., Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı, Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş., EGS Holding A.Ş., Lio Yağ Sanayi ve Ticaret A.Ş., Sezginler Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Sınai Yatırım Bankası, Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş., EGS Finansal Kiralama, Sınai Yatırım Bankası Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve son olarak Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

### 3. Yöntem

Bu çalışmanın örneklemini 01.01.1998 ve 31.12.2010 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da halka ilk defa arz olunmuş paylardır. Borsa İstanbul'da bugüne kadar halka ilk defa arz olunmuş paylar çalışmanın evrenini oluşturmaktadır.

Çalışmada önce kısa dönem getiriler hesap edilmiş ve piyasaya göre düzeltilerek kısa dönem artık getiriler bulunmuştur. Sonraki aşamada ise uzun dönem bileşik getiriler piyasaya göre düzeltilerek uzun dönem artık getiriler elde edilmiştir.

Halka arz öncesi açıklanan halka arz fiyatları ile gerçekleşen halka arz fiyatları halka arzda satış yöntemlerine göre değişiklik göstermektedir. Ayrıca halka arzların uzun dönem getiri verilerine baktığımızda getirilerin hesaplanmasında, borsada satış yöntemini kullanan paylar için, ilk açıklanan halka arz fiyatları yerine gerçekleşen fiyat baz alınmıştır. Bu çalışmada halka arz fiyatları bu şekilde ele alınmış ve payların gerçekleşen fiyatı, halka arz fiyatı olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.

Çalışmada kullanılan yöntem "olay çalışması" (event study) yöntemidir. Bu yöntemde finansal piyasaların verileri kullanılarak belli bir olayın şirketler üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bunun sebebi olayların pay fiyatları üzerinde gösterdiği hızlı etkileridir. Olay çalışması yönteminde öncelikle ilgilenilen olay tanımlanır ve olay penceresi dediğimiz pay fiyatlarının inceleneceği zaman periyodu belirlenir. Pratikte genellikle ilgilenilen periyot bir kaç günü kapsar; mesela temettü dağıtımının açıklandığı

gün ve bundan bir gün sonrası. Bu şekilde açıklama gününde işlem saati kapandıktan sonra yapılan açıklamanın fiyatlar üzerindeki etkisi görülmüş olur. Olayın etkisini değerlendirmek için artık getiriler ölçülmelidir. Artık getiri gerçekleşen getiriden beklenen getirinin çıkarılması ile elde edilir. Burada beklenen getiri olayın gerçekleşmeyeceği bir ortamda elde edilen getiridir. Bu yöntemde beklenen getiri iki şekilde hesaplanabilir: sabit ortalama getiri modeli ve piyasa getirisinin esas alındığı piyasa modeli. Sabit ortalama getiri modelinde belli bir payın ortalama getirisinin zaman içinde sabit bir değer aldığı varsayılır. Piyasa modelinde ise piyasa getirisi ile pay getirisi arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılır (MacKinlay, 1997). Bu çalışmada sabit ortalama getirileri hesaplayabileceğimiz geçmiş fiyatlara sahip olunmamasından dolayı piyasa modeli esas alınmıştır. Bu şekilde halka ilk arzların piyasaya göre düzeltilmiş artık getirileri bulunmaya çalışılmıştır.

#### **4. Verilerin Hazırlanması**

##### **4.1. Pay Verilerinin Hesaplanması**

Halka arzlardaki düşük fiyatlandırma düzeyini hesaplamak için öncelikle ilk gün getirileri hesaplanmalıdır. İlk gün getirisi halka arzların ilk işlem günü elde ettiği getiridir. İlk gün getirileri hesaplamalarında halka arz fiyatı ile ilk işlem günü kapanış fiyatı baz alınır. İlk gün getirilerini hesaplamada literatürde kullanılan bir kaç yöntem mevcuttur. Bu yöntemler aşağıda açıklanmıştır. Bu çalışmada daha önce de bahsettiğimiz gibi gerçekleşen fiyatları, halka arz fiyatları olarak kabul etmiştik. Dolayısı ile bu çalışmada kullanılan eşitlik aşağıda açıklanan eşitliklerden 1 numaralı eşitlik olmuştur. Bu şekilde kısa dönem hesaplamaların hepsinde 1 numaralı eşitlik esas alınmıştır.

BİST'te halka ilk defa arz edilen şirketlerin ilk gün getirilerini hesaplamak için yapılan çalışmaların genelinde kullanılan formül aşağıdaki gibidir (Uzaki ve Abu Bakar, 2013).

$$RG_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad (1)$$

Formülde:

$RG_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki ham getirisini,  
 $P_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki kapanış fiyatını,  
 $P_{i,t-1}$  : i pay senedinin halka arz fiyatını,  
ifade etmektedir.

Bu yöntemin dışında literatürde kullanılan farklı getiri hesaplama yöntemleri mevcuttur. Bunlardan ikisi “açılış getirisi” ve “gün içi getiri”dir (Barry ve Jennings, 1993)

Açılış getirisinde (offer-to-opening return) ilk günün açılış fiyatı halka arz fiyatı ile karşılaştırılır. Aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$RG_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{O_{i,t}} - 1 \quad (2)$$

Formülde:

$RG_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki ham getirisini,  
 $P_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki açılış fiyatını,  
 $O_{i,t}$  : i pay senedinin halka arz fiyatını  
ifade etmektedir.

Gün içi getirisinde ise (intraday return) ilk gün açılış ve kapanış fiyatları karşılaştırılır. Aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$RG_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{OP_{i,t}} - 1 \quad (3)$$

Formülde:

$RG_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki ham getirisini,  
 $P_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki kapanış fiyatını,  
 $OP_{i,t}$  : i pay senedinin t günündeki açılış fiyatını,  
ifade etmektedir.

Bu çalışmada kullanılan ilk gün ham getiri hesaplama formülü 1 numaralı formüldeki gibidir. Borsada satış yöntemine göre yapılan halka arzlarda gerçekleşen fiyat halka arz fiyatı olarak kabul edilmiştir. Bunun sebebi uzun dönem birleşik getirilerin bu fiyatlar baz alınarak hesaplanmasıdır. Burada amaç kısa ve uzun dönem getirilerin birbirleri ile uyumlu olmasıdır.

Uzun dönem ham getiriler BİST'in veri tabanında açıklanan ham getirilerdir. Bu getiriler 3 yıllık dönem içerisindeki temettü ödemelerine ve sermaye artırımlarına göre düzenlenerek yayınlanan getirilerdir. Çalışmada uzun dönem ham getiriler bu veri tabanından elde edilmiştir.

#### 4.2. Endeks Verilerinin Hesaplanması

Herbir halka arz için ayrı ayrı ilk işlem günü ve bir gün öncesi olmak üzere BİST 100 endeks değerleri BİST veri tabanından elde edilmiştir. Aynı şekilde ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay kapanış fiyatları BİST veri tabanından elde edilmiştir. İlk gün artık getirilerin elde edilebilmesi için ya da diğer bir deyişle düşük fiyatlamayı tespit edebilmek için piyasa getirisine ihtiyaç duyulmuştur ve çalışmada BİST 100 endeksinin piyasa getirisini yansıttığı varsayılmıştır.

İlk gün getirilerin kıyaslanacağı BİST 100 endeks getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2005).

$$EG_{i,t} = \frac{E_{i,t}}{E_{i,t-1}} - 1 \quad (4)$$

Formülde:

$EG_{i,t}$  : Endeks getirisini,

$E_{i,t}$  : Pay senedinin ilk işlem gününde endeks kapanış değerini,

$E_{i,t-1}$  : İlk işlem gününden bir gün öncesinin endeks kapanış değerini

ifade etmektedir.

Uzun dönem artık getirilerin bulunması için halka arz tarihi ile aynı aya denk gelen 3 yıl sonraki BİST 100 endeksi ay sonu kapanış verilerine ihtiyaç duyulmuştur. Burada ay sonu kapanış fiyatlarının baz alınmasında temel amaç ilgili payların birleşik getiri verilerinin de payların ay sonu kapanış fiyatları üzerinden hesaplanmış olmasıdır. Veriler arasındaki uyumluluğu sağlamak adına ve ayrıca yapılan önceki çalışmalarda da bu yöntemin kullanılmasından dolayı bu çalışmada da böyle bir yöntem tercih edilmiştir.

Uzun dönem endeks getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$UEG_{i,t} = \frac{UEF_{i,t}}{IEF_{i,t}} - 1 \quad (5)$$

Formülde;

$UEG_{i,t}$  : Uzun dönem endeks getirisini,

$UEF_{i,t}$  : Uzun dönem endeks aylık kapanış fiyatını,

$IEF_{i,t}$  : Halka arz tarihli endeks kapanış fiyatını

ifade etmektedir.

### 4.3. Artık Getirilerin Hesaplanması

Çalışmanın son aşamasında ise her bir şirket için ayrı ayrı halka arz sonrası ilk gün, ikinci gün, ilk hafta, ilk ay, ilk yıl, ikinci yıl ve üçüncü yıl artı getirileri hesaplanmıştır. Bu çalışmada artık getiriler hesaplanırken diğer birçok çalışmada olduğu gibi getiriler riske göre düzenlenmiş değildir. Buradaki varsayım halka arzların betasının 1,00'a eşit olmasıdır. Ancak bu konu ile ilgili yapılan çalışmalar halka ilk arzların betasını 1,00'den büyük olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla pozitif piyasa risk primi varsayımı ile elde edilecek artık getiri verileri daha muhafazakar düzeyde olacaktır. Fakat betaların 1,00'e eşit varsayımı altında yapılan hesaplamalar artık getirilerde dikkate değer büyüklükte farklar meydana getirmeyecektir (Levis, 1993). Bu çalışmada bir diğer varsayım ise BİST 100 endeksinin piyasayı temsil eden alternatif yatırım aracı olmasıdır. Başka bir ifade ile ilk halka arzlara yatırım yapan yatırımcının alternatifi, piyasaya, yani BİST 100 endeksine yatırım yapmasıdır. Bu sebeplerden dolayı bu

çalışmada piyasaya göre düzeltilmiş artık getiriler hesaplanmış ve bu getiriler üzerinden değerlendirmeler yapılmıştır.

Kısa dönem artık getiriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$AG_{i,t} = EG_{i,t} - RG_{i,t} \quad (6)$$

Formülde;

$AG_{i,t}$  : kısa dönem artık getiriyi,

$EG_{i,t}$  : kısa dönem piyasa getirisini,

$RG_{i,t}$  : kısa dönem ham getiriyi

ifade etmektedir.

Benzer şekilde n pay senedinden oluşan bir grup pay senedi için piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama artık getiriler aşağıdaki gibi bulunmuştur (Kıymaz, 1997).

$$AG_t = \left( \frac{\sum AG_{i,t}}{n} \right) \quad (7)$$

Uzun dönem artık getiriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$UAG_{i,t} = UEG_{i,t} - UG_{i,t} \quad (8)$$

Formülde;

$UAG_{i,t}$  : uzun dönem artık getiriyi,

$UEG_{i,t}$  : uzun dönem piyasa getirisini,

$UG_{i,t}$  : uzun dönem ham getiriyi

ifade etmektedir.

Bu çalışmanın amacı daha önce de bahsedildiği gibi halka ilk defa arz olunan pay senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını ölçmek ve artık getiri olup olmadığını test etmektir. Bu bağlamda araştırma hipotezleri aşağıdaki gibi oluşmuştur.

$H_0$  : Halka ilk arzlarda rastgele seçilen pay senetleri ile kısa dönemde artık getiri elde edilemez.

$H_1$  : Halka ilk arzlarda rastgele seçilen pay senetleri ile kısa dönemde artık getiri elde edilebilir.

Buna göre halka ilk arzlarda düşük fiyatlama olgusunu tesbit etmek için kurulan hipotezlerin istatistiksel olarak gösterimi aşağıdaki gibidir.

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

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

Uzun dönem getiriler için kurulan hipotezler ise aşağıdaki gibidir.

$H_0$  : Halka ilk arzlarda rastgele seçilen pay senetleri ile uzun dönemde artık getiri elde edilemez.

$H_1$  : Halka ilk arzlarda rastgele seçilen pay senetleri ile uzun dönemde artık getiri elde edilebilir.

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

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

Bu hipotezleri test etmek için t istatistiği hesaplanacaktır. Dolayısı ile ortalama artık getirilerinin sıfırdan istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığı görülmeye çalışılacaktır.

Hipotezlerden de anlaşılacağı üzere iki yanlı t test uygulanmıştır. Bütün ortalama artık getiriler için “student t test” kullanılmıştır. Kullanılan t test değerinin formülü ise aşağıdaki gibidir.



$$t_t = \frac{AG_t}{\sigma(AG_t)} \sqrt{n-1} \quad (9)$$

Burada bilinmesi gereken nokta t testinin, değerlerin birbirinden bağımsız olduğu ve normal dağıldığı varsayımı altında yapıldığıdır (Aggarwal ve diğerleri, 1993).

### 5. Kısa Dönem Artık Getiriler ile İlgili Bulgular

Halka ilk arzlarda düşük fiyatlama düzeyi ve yapılan test sonuçları Tablo 3'de verilmiştir.

*Tablo 3. Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Yıllara Göre Dağılımı*

Yıllar	Halka arz sayısı	En düşük (%)	En yüksek (%)	Ortalama (%)	Standart Sapma	T istatistiği
<b>Tüm</b>	126	-18,9	48,6	7,61*	0,113	7,504
<b>1998</b>	14	-7,3	31,3	13*	0,121	3,983
<b>1999</b>	8	-3,6	29,7	12,1**	0,099	3,462
<b>2000</b>	29	-9	26,5	8,4*	0,110	4,106
<b>2001</b>	-	-	-	-	-	-
<b>2002</b>	4	-14,6	12,8	-2,1	0,113	-0,374
<b>2003</b>	2	10	14,5	12,2	0,032	5,319
<b>2004</b>	12	-18,9	22,3	3	0,119	0,880
<b>2005</b>	9	-5,4	18,6	6,2**	0,066	2,789
<b>2006</b>	15	-6,7	21,7	7,7**	0,115	2,627
<b>2007</b>	9	-5,8	19,4	7,6**	0,094	2,433
<b>2008</b>	2	0,2	9,8	5	0,067	1,041
<b>2009</b>	1	1,31	1,31	1,31	-	-
<b>2010</b>	21	-17,5	48,6	6,3***	0,139	2,058

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Tablo 3'ten de görüleceği üzere 126 halka arzın dahil olduğu hesaplamada ortalama artk getiri %7,61 düzeyinde bulunmuştur. Bu değer %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu alışma sonuçları halka ilk arzlarda ilk gün artk getirilerin pozitif olduğunu diğer bir ifadeyle halka arzların düşük fiyatlandırıldığını kanıtlamış olmaktadır. Dolayısı ile  $H_0$  olan null hipotezini bu sonuçlar reddetmektedir. En yüksek artk getirinin elde edildiği halka arz %48,6 değerini alırken en düşük değer %-18,9 olmuştur. Yıllar baz alınarak baktığımızda ise %12,2 ile halka ilk arzların en çok düşük fiyatlandırıldığı yıl 2003 yılı olmuş fakat bu rakam istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Çalışma sonuçlarına göre yüksek fiyatlanma yapıldığı 2009 ve 2002 yıllarında halka arz sayılarının kısıtlı kalması ve aynı zamanda bu iki yılın Türkiye'deki son dönemde görülmüş 2 farklı resesyon yılı olması bu yüksek fiyatlandırmayı açıklar nitelikte olduğu düşünülmektedir.

Bu alışma ile elde edilen bulgular daha önceki çalışmalar ile benzerlik göstermektedir. İlk gün getiriler ile ilgili yaptıkları çalışmalarında ilk gün getiriyi Durukan (2002) %7,27, Kırkulak (2010) %8,26, Teker ve Ekit (2003) %7, Kurtaran (2013) %8,32 oranlarında bulmuşlardır.

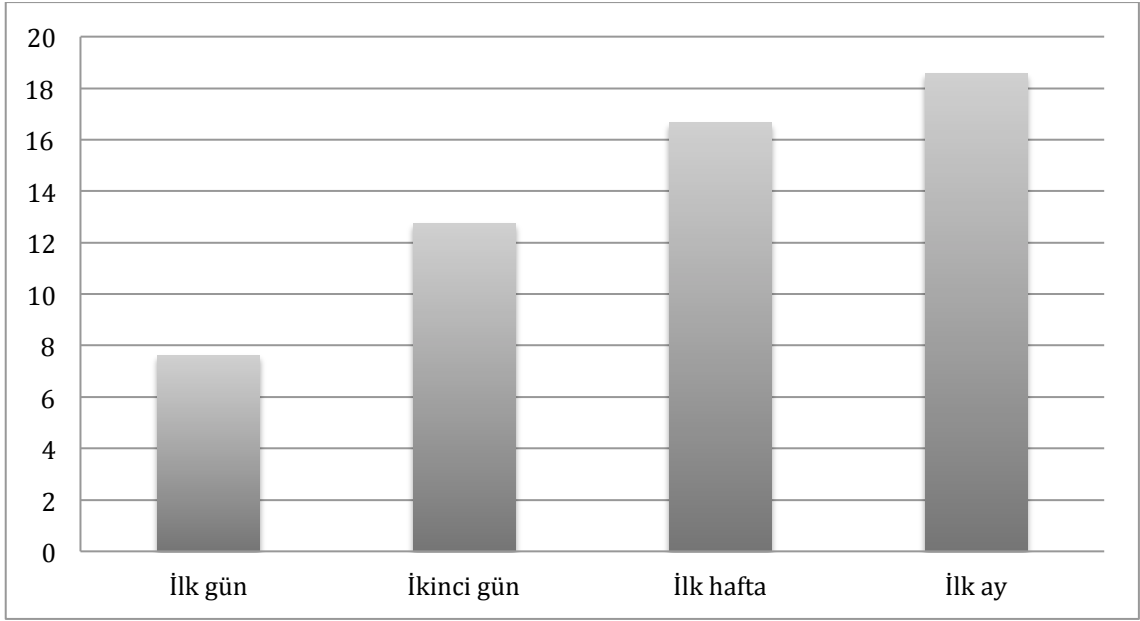
Kısa dönem kapsamında hesaplanan ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay artk getiri değerleri ya da düşük fiyatlama düzeyleri Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4. Halka İlk Arzların Kısa Dönem Artık Getirileri

Yıllar	Halka arz sayısı	İkinci gün (%)	İlk hafta (%)	İlk ay (%)
Tüm	126	12,74*	16,66*	18,58*
1998	14	13,33**	20,09***	25,84***
1999	8	15,77**	32,69	63,07
2000	29	14,53*	18,97**	30,61*
2001	-	-	-	-
2002	4	-4,04	-11,49	-4,26
2003	2	19,56*	27,39**	25,09
2004	12	-0,03	-2,62	-11,44
2005	9	5,48	5,13	9,22
2006	15	9,77**	11,11	3,84
2007	9	9,25***	5,79	1,76
2008	2	16,22	43,38	3,92
2009	1	10,16	10	3,72
2010	21	25,10	31,78***	24,89***

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Kısa dönem artık getiriler Tablo 4'te görüldüğü gibi ilk ay sonuna kadar artmaya devam etmiştir. Bu şekilde halka arzlara yatırım yapan bir yatırımcının ikinci gün, ilk hafta ve ay sonunda elde edeceği ortalama artık getiri sırasıyla, %12,74, %16,66 ve %18,58 oranında olduğu görülmüştür. Bu oranların tümü aynı zamanda da istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay artık getirilerin herbiri için  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Artık getiriler yıllara göre incelendiğinde 1999 yılında görülen getiri oranları oldukça yüksek seviyeler ulaşmış, ay sonunda görülen en yüksek oran olan %63,07 seviyesine gelmiştir. Fakat bu oran anlamlı değildir. Tablo'da dikkat çeken bir diğer nokta ise sıcak halka arz piyasası (hot issue market) olarak adlandırılacak 2000 ve 2010 yıllarındaki getirilerdir. Literatürde de üzerinde sıklıkla durulduğu üzere sıcak halka arz piyasalarında düşük fiyatlama oranları yüksek seyredebilmektedir. Bu çalışmamızda da literatüre uyumlu bir şekilde bu iki yılda görülen yüksek oranlı düşük fiyatlama seviyeleri oluşmuştur.



*Şekil 1. Halka İlk Arzlarda Kısa Dönem Artık Getiriler*

Üsteki grafikte halka arzların kısa dönem fiyat performanslarının seyri görülmektedir. Görüldüğü üzere halka arzlardaki kısa dönem artık getiriler sürekli bir artış göstermektedir. Burada dikkat çeken nokta artık getirilerin büyük çoğunluğu ilk iki günde oluşmuş olması, daha sonra göreceli olarak oldukça yavaş bir artış ile ay sonunda %18,58 oranını görmüş olmasıdır.

Bu çalışmada aynı zamanda ilk gün getirilerinin sektörel dağılımı da incelenmiştir. Elde edilen bulgular ışığında hangi sektörlerin daha düşük fiyatlandığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Yapılan hesaplama ve testlerin sonuçları Tablo 5’te verilmiştir.

Tablo 5. Halka Arzlarda Düşük Fiyatlamının Sektörel Dağılımı

Sektör	Halka arz sayısı	En düşük (%)	En yüksek (%)	Ortalama (%)	Standard sapma	T istatistiği
<b>Mali Kuruluşlar</b>	50	-6,9	48,6	9,65*	0,110	6,168
<b>İmalat Sanayi</b>	33	-17,49	31,3	7,41*	0,125	3,392
<b>Toptan ve Perakende</b>	11	-18,9	22,8	3,01	0,109	0,910
<b>Teknoloji</b>	11	-8,89	26,51	6,25	0,117	1,769
<b>Diğer</b>	21	-14,57	22,55	6,19**	0,101	2,782

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Tablo 5’te halka arzlarda ilk gün getirilerinin sektörel dağılımı yer almaktadır. Buna göre seçilen zaman periyodunda en yüksek ilk gün getiriler %9,65 ile Mali Kuruluşlar sektöründe gerçekleşmiştir. Bu oran aynı zamanda istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. En düşük getiriye Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektörü elde etmiştir. %3,01 olarak bulunan bu ilk gün getiri oranı istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Çalışmada ilk gün getirilerin sektörel dağılımında Teknoloji ve Toptan Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektörlerinin ilk gün artık getirileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Geri kalan Mali Kuruluşlar, İmalat Sanayi ve “diğer sektörler” gruplarının ilk gün artık getirileri sırasıyla %1, %1 ve %5 düzeylerinde anlamlı bulunmuşlardır.

Kısa dönem kapsamında ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay ortalama artık getirilere aynı zamanda sektörlere göre dağıtılarak bakılmıştır. Sonuçlar Tablo 6’daki gibidir.

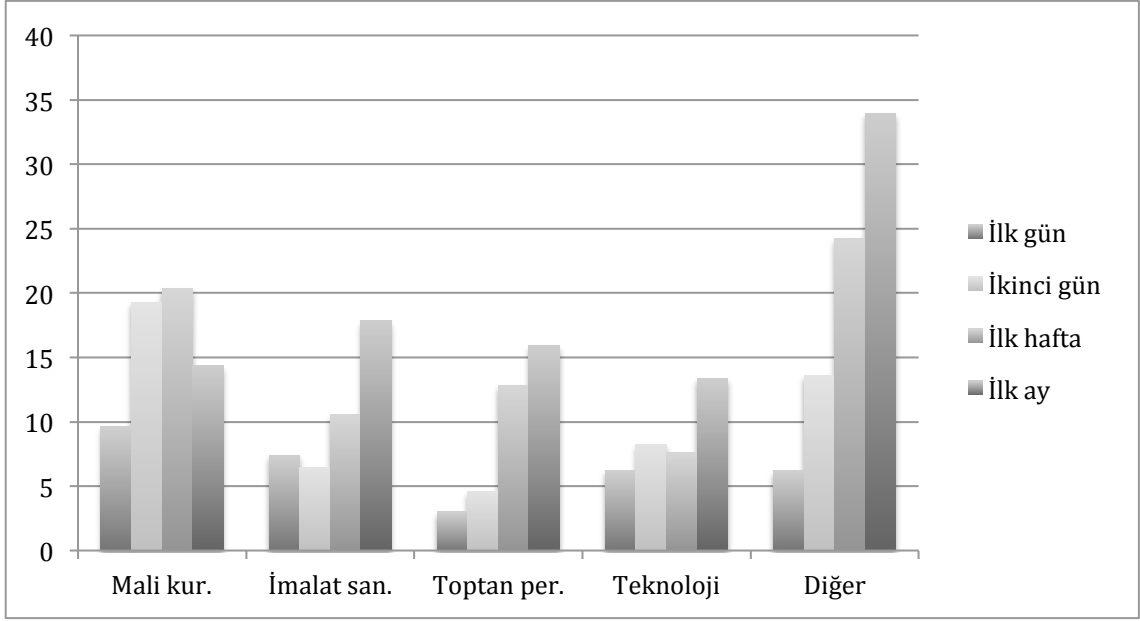
Tablo 6. Kısa Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı

Sektörler	Halka arz sayısı	İkinci gün ortalama artık getiriler (%)	İlk hafta ortalama artık getiriler (%)	İlk ay ortalama artık getiriler (%)
<b>Mali kuruluşlar</b>	50	19,29*	20,35*	14,35**
<b>İmalat Sanayi</b>	33	6,48	10,54	17,84**
<b>Toptan ve Perakende</b>	11	4,58	12,81	15,93
<b>Teknoloji</b>	11	8,26	7,61	13,35
<b>Diğer</b>	21	13,62**	24,26**	33,94

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Kısa dönem artık getirilerinde Mali Kuruluşlar'da görülen yüksek getiri oranları ilk haftaya kadar sürmüş ilk ay sonunda düştüğü görülmüştür. Buna göre ikinci gün %19,29 ve ilk hafta %20,35 olan artık getiri oranı ilk ay sonunda %14,35 seviyesine düşmüştür. Aynı zamanda bu oranlar istatistiksel olarak anlamlıdır. İkinci gün ve ilk hafta “diğer sektörler” grubu ilk gün artık getirilerinde de olduğu gibi anlamlı yüksek getiriler elde etmiştir. Ay sonunda ise %33,94 seviyesinde bir artık getiri ile en çok kazandıran sektör grubu olmuştur. Kendisinden sonra en çok kazandıran sektör grubunun %17,84 ile İmalat Sanayi olduğu düşünüldüğünde “diğer sektörler” grubunun oldukça yüksek getiri sağlamış olduğu görülmektedir.

Aşağıdaki grafikte kısa dönemde sektörlerin ilk gün, ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay artık getiri oranları gösterilmiştir.



Şekil 2. Kısa Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı

Grafikte görüldüğü gibi “diğer sektörler” grubu oldukça istikrarlı bir şekilde artık getiri oranlarını yükseltmeye devam etmiştir. İlk gün artık getiri oranlarında en yüksek seviyede olan Mali Kuruluşlar grubu bu ünvanını ikinci gün korumayı başarmış fakat ay sonunda Teknoloji sektöründen sonra en düşük seviyede artık getiri sağlayan sektör durumuna düşmüştür. Toptan ve Perakende sektörü ilk gün en düşük seviyede artık getiri sağlamasına rağmen istikrarlı bir şekilde getirilerini artırmayı başarmış kısa dönemde sürekli kazandırmıştır. Teknoloji sektörü ilk gün toptan ve perakende sektöründen daha fazla artık getiri sağlayarak en kötü ikinci performansı göstermiş olmasına rağmen ilk hafta ve ilk ay sonlarında en kötü performans gösteren sektör olmaktan kaçamamıştır.

## 6. Uzun Dönem Artık Getiriler ile İlgili Bulgular

Çalışmada uzun dönem fiyat performansları incelenmiş bu bağlamda halka ilk arzdan 3 yıl sonra oluşmuş bileşik artık getiriler hesaplanmıştır. Yapılan hesaplamaların ve istatistik testlerinin sonuçların Tablo 7’de verilmiştir.

Tablo 7. Halka Arzlarda 3 Yıllık Artık Getiri ve Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	Halka arz sayısı	En düşük (%)	En yüksek (%)	Ortalama (%)	Standart Sapma	T istatistiği
<b>Tüm</b>	126	-280,61	368,59	-31,65*	1,000	-3,552
<b>1998</b>	14	-280,61	102,11	-111,49*	1,114	-3,744
<b>1999</b>	8	-82,65	125,07	22,96	0,649	1,000
<b>2000</b>	29	-99,26	161,39	7,67	0,574	0,719
<b>2001</b>	-	-	-	-	-	-
<b>2002</b>	4	-191,4	-21,5	-114,77***	0,726	-3,161
<b>2003</b>	2	-252,31	-53,71	-152,74	1,408	-1,534
<b>2004</b>	12	-203,91	261,96	-96,49**	1,392	-2,400
<b>2005</b>	9	-92,46	368,59	24,77	1,599	0,464
<b>2006</b>	15	-59,43	54,22	-20,63**	0,351	-2,271
<b>2007</b>	9	-51,27	137,98	13,78	0,581	0,711
<b>2008</b>	2	-95,26	47,34	-23,96	1,008	-0,336
<b>2009</b>	1	-126,15	-126,15	-126,15	-	-
<b>2010</b>	21	-138,83	150,02	-34,73***	0,824	-1,931

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Çalışmanın bu aşamasında bileşik getiriler piyasaya göre düzeltilerek satın-al-elde-tut yöntemine göre bileşik artık getiriler elde edilmiştir. Buna göre 126 şirketin dahil olduğu ve 13 yılı kapsayan çalışmada şirketlerin halka arz tarihinden 3 yıl sonra elde ettiği ortalama bileşik artık getiri -%31,65 seviyesinde olmuştur. Elde edilen bu sonuç aynı zamanda istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Dolayısı ile halka arzların 3 yıllık getirilerinin kısa dönem gösterdikleri yüksek fiyat performansının tersine düşük olduğu bu çalışma ile kanıtlanmıştır. Bu sebeple  $H_0$  olan null hipotezimiz reddedilmiştir. Bu dönem süresinde elde edilen en yüksek getiri %368,56 ile olurken en düşük getiri ise -%280,61 düzeyinde olmuştur. Çalışmada aynı zamanda yıllar baz alınarak uzun dönem fiyat performansları incelenmiş ve bu bağlamda en yüksek performans %24,77 ile 2005 yılında ve en düşük performans -%152,74 ile 2003 yılında gözlenmiştir. Fakat bu değerler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Çalışmada



1999, 2000, 2005 ve 2007 olmak üzere toplam 4 yılda halka arzlar pozitif artık getiri elde etmiştir. Ancak bu yılların hiç birinde elde edilen değerler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Türkiye’de yapılmış bir çok çalışmada olduğu gibi (Durukan, 2002 ve Kurtaran, 2013) bu çalışmada da halka arzlarda uzun dönem yüksek miktarlı piyasa altı getiri elde edilebileceği sonucuna varılmıştır.

Çalışmada uzun dönem kapsamında ilk, ikinci ve üçüncü yılların satın-al-elde-tut yöntemine göre hesaplanmış artık getirileri Tablo 8’de verilmiştir.

*Tablo 8. Uzun Dönem Artık Getiriler ve Yıllara Göre Dağılımı*

<b>Yıllar</b>	<b>Halka arz sayısı</b>	<b>İlk yıl (%)</b>	<b>İkinci yıl (%)</b>	<b>Üçüncü yıl (%)</b>
<b>Tüm</b>	126	-1,17	-9,3	-31,65*
<b>1998</b>	14	13,99	3,71	-111,49*
<b>1999</b>	8	49,51	32,72	22,96
<b>2000</b>	29	3,94	10,26	7,67
<b>2001</b>	-	-	-	-
<b>2002</b>	4	-51,44*	-89,03**	-114,77***
<b>2003</b>	2	-56,31	-149,78**	-152,74
<b>2004</b>	12	-43,87**	-49,23	-96,49**
<b>2005</b>	9	-11,82	-17,31	24,77
<b>2006</b>	15	-20,42	-1,81	-20,63**
<b>2007</b>	9	-8,95	-10,9***	13,78
<b>2008</b>	2	10,86	-30,88	-23,96
<b>2009</b>	1	-54,48	-66,36	-126,15
<b>2010</b>	21	24,64	-6,09	-34,73***

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Tablo 8’den görüleceği üzere halka ilk arzların uzun dönem artık getirileri ilk yıldan başlayarak düşüş trendini sürdürmüştür; ilk yıl, ikinci yıl ve üçüncü yıl artık getirileri sırasıyla -%1,17, -%9,3 ve -%31,65 seviyelerinde olmuştur. Bulunan bu oranlardan

sadece üç yıllık getiri oranı istatistiksel olarak anlamlı çıkmış ilk iki yıl oranları anlamlı olmadığı görülmüştür. Bunun sonucunda ilk iki yıl için null hipotez reddedilememiştir. Uzun dönemde sürekli getiri sağlayan iki yıl mevcuttur. 1999 ve 2000 yılları tüm dönemlerde pozitif artı getiri sağlayarak yatırımcısına kısa dönemde olduğu gibi uzun dönemde de kazanç sağlamaya devam etmiştir. En düşük getirilerin görüldüğü yıllar 2009 ve 2003 olması bu yıllarda toplamda üç halka arz gerçekleştiğinde anlamlı sonuçlar ortaya çıkmamıştır.

Üç yıllık artı getirilerin şirketlerin bağlı buldukları sektörler göre sınıflandırarak ayrıca sektör performansları değerlendirilmiştir. Çalışmanın bu kısmı ile ilgili hesaplama ve istatistiki test sonuçları Tablo 9’da verilmiştir

*Tablo 9. Üç Yıllık Artı Getirilerin Sektörel Dağılımı*

<b>Sektör</b>	<b>Halka arz sayısı</b>	<b>En düşük (%)</b>	<b>En yüksek (%)</b>	<b>Ortalama (%)</b>	<b>Standard sapma</b>	<b>T istatistiği</b>
<b>Mali</b>	50	-176,64	261,96	-30,63**	0,827	-2,618
<b>Kuruluşlar</b>						
<b>İmalat</b>	33	-252,31	90,14	-49,51*	1,001	-2,841
<b>Sanayi</b>						
<b>Toptan ve Perakende</b>	11	-280,61	368,59	-31,09	1,739	-0,593
<b>Teknoloji</b>	11	-145,59	24,46	-53,91*	0,508	-3,515
<b>Diğer</b>	21	-191,4	218,66	6,41	1,049	0,280

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Çalışmada uzun dönem artı getiri performanslarına bakıldığında sektörler arasında en yüksek performansı Elektrik Gaz ve Su, Madencilik, Ulaştırma Haberleşme ve Depolama, Eğitim Sağlık Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler ile beraber İnşaat ve Bayındırlık olmak üzere beş sektörün dahil edildiği “diğer sektörler” grubu göstermiştir. Pozitif %6,41 artı getiri değeri ile çalışmada tek pozitif getiri elde eden “diğer

sektörler” grubunun bu değeri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Çalışmanın bu kısmında en düşük performans gösteren şirketlerin Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren şirketler olduğu görülmektedir. Teknoloji sektörünün 3 yıl sonunda elde ettiği ortalama getirisi piyasaya göre %53,91 daha az olmuştur. Bulunan bu değer aynı zamanda %1 oranında istatistiksel olarak anlamlıdır. Mali Kuruluşlar, İmalat Sanayi ve Teknoloji sektörlerinin hepsinde bulunan ortalama artık getiriler aynı zamanda istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

İlk yıl, ikinci yıl ve üçüncü yıl olarak belirlenen uzun dönem getirileri sektörlere göre dağıtılarak Tablo 10’da verilmiştir.

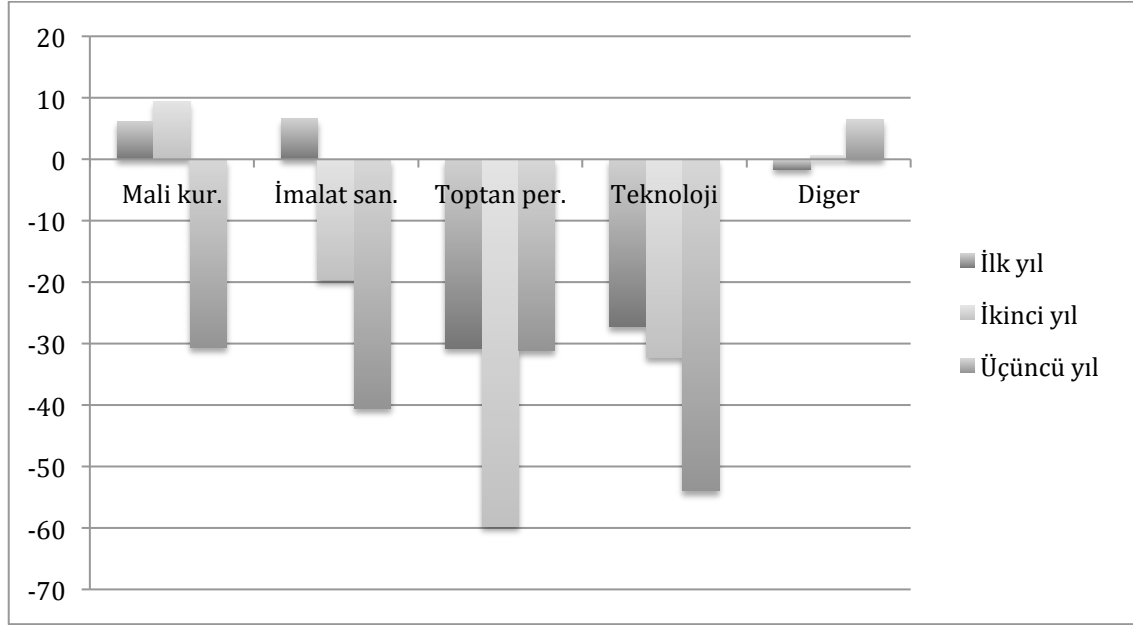
*Tablo 10. Uzun Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı*

Sektörler	Halka arz sayısı	İlk yıl artık getiriler (%)	İkinci yıl artık getiriler (%)	Üçüncü yıl artık getiriler (%)
<b>Mali kuruluşlar</b>	50	6,17	9,44	-30,63 <sup>**</sup>
<b>İmalat Sanayi</b>	33	6,59	-19,57	-49,51 <sup>*</sup>
<b>Toptan ve perakende</b>	11	-30,73 <sup>***</sup>	-59,69	-31,09
<b>Teknoloji</b>	11	-27,24 <sup>**</sup>	-32,22 <sup>***</sup>	-53,91 <sup>*</sup>
<b>Diğer</b>	21	-1,69	0,61	6,41

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Tablo 10’da görüldüğü üzere Mali Kuruluşlar’ın ilk iki yıl pozitif getiri sağlamış olmalarına rağmen bu oran üçüncü yılda -%30,63 seviyesine düşmüştür. Sadece Teknoloji sektörünün tüm oranları anlamlı çıkmış ve her yıl düşerek yatırımcısına kaybettirmiştir. Anlamlı bulunan bir diğer oran Toptan ve Perakende sektörünün ilk yıl getirisidir. Buna göre ilk yıl -%30,73 oranı ile en çok kaybettiren sektör Toptan ve Perakende sektörü olmuştur. Nispeten daha iyi durumda olan “diğer sektörler” grubu ise

ilk, ikinci ve üçüncü yıl sırası ile  $-1,69\%$ ,  $0,61\%$  ve  $6,41\%$  oranlarında artık getiri sağlamış fakat bu oranların hiçbiri anlamlı bulunamamıştır.



Şekil 3. Uzun Dönem Artık Getirilerin Sektörel Dağılımı

Uzun dönem getirilerin sektörlere göre dağılımı yukarıdaki grafikte verilmiştir. Görüldüğü üzere Teknoloji sektörü istikrarlı bir şekilde her üç yılda da yatırımcısına kaybettirmiştir. Aynı şekilde Toptan ve Perakende sektöründe her üç yıl için artık getiri oranı sıfırın altında seretmesine rağmen bu oranlar ilk ve üçüncü yıl aynı seviyelerde olurken ikinci yıl görülen en yüksek negatif düzeyde olmuştur. Grafiğe göre en iyi performansı “diğer sektörler” grubu göstermiştir. İlk iki yıl sıfırın etrafında seyreden diğer sektörler grubu üçüncü yıl en iyi pozitif getiriye sağlamıştır. İlk yıl pozitif getiri sağlayan İmalat Sanayi sektörü ise ikinci ve üçüncü yıl orantılı bir şekilde negatif getiri elde ederek ortalamanın altında bir seyir izlemiştir.

Çalışmada son olarak halka arz edilmiş payların uzun dönem fiyat performansına ilk gün getirileri performanslarına göre kategorize edilerek bakılmıştır. Bu bağlamda ilk gün artık getirileri pozitif, negatif ve değişmeyen olmak üzere üç gruba dahil olan

payların uzun dönemde ne gibi bir performans elde ettikleri görülmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgular Tablo 11’de verilmiştir.

*Tablo 11. Üç Yıllık Artık Getirilerin İlk Gün Artık Getirilere Göre Dağılımı*

<b>İlk gün artık getiri</b>	<b>Halka arz sayısı</b>	<b>Toplam halka arz içindeki payı (%)</b>	<b>Uzun dönem artık getiri (%)</b>	<b>Standard sapma</b>	<b>T istatistiği</b>
<b>Pozitif artık getirili</b>	84	67	-21,73 <sup>***</sup>	1,048	-1,899
<b>Negatif artık getirili</b>	34	27	-51,47 <sup>*</sup>	0,898	-3,340
<b>Artık getirisi değişmeyen</b>	8	6	-51,64	0,814	-1,793
<b>Toplam</b>	126	100	-31,65 <sup>*</sup>	1,000	-3,552

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Çalışmanın kapsadığı dönem içerisinde halka arzlarda ilk gün artık getirilerin pozitif olduğu şirketler toplam şirket sayısının %67’sini oluşturarak en büyük orana sahip şirket grubu olmuşlardır. Bu oran negatif artık getirili şirketlerden %27 ve artık getirisi değişmeyen şirketlerde ise %6 seviyesinde kalmıştır.

Tablo 11’de görüldüğü üzere ilk gün artık getirileri pozitif olan payların uzun dönem fiyat performansları diğer iki gruba göre daha yüksek olmuştur. Halka arzın ilk gününde pozitif artık getiri elde etmiş pay senetlerinin uzun dönemde elde ettikleri artık getiri - %21,73 olmuştur. Bu değer aynı zamanda %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Diğer taraftan halka arzın ilk gününde negatif artık getiri elde eden pay senetlerin uzun dönem getiri oranı, pozitif ilk gün artık getirili pay senetlerine göre daha düşük olmuş ve -

%51,47 seviyesinde kalmıştır. Bulunan bu oran istatistiki olarak aynı zamanda %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. İlk gün artık getirisi oluşmayan pay senetlerinin uzun dönem performansı -%51,64 seviyesinde oluşmuş fakat bu oran anlamlı bulunmamıştır.

Çalışmada ayrıca ilk gün getiriler medyana göre iki gruba ayrılarak, medyanın altında getiri sağlayanların yüksek fiyatlanan halka ilk arzlar, medyanın üstünde getiri sağlayanlar ise düşük fiyatlanan halka ilk arzlar olarak kabul edilmiş ve bu şekilde ilk, ikinci ve üçüncü yıllar için ortalama artık getiri oranları hesap edilmiştir. Sonuçlar Tablo 12’de verilmiştir.

*Tablo 12. Uzun Dönem Artık Getirilerin İlk Gün Artık Getirilerin Medyanına Göre Dağılımı*

<b>Fiyatlama düzeyi</b>	<b>İlk yıl (%)</b>	<b>İkinci yıl (%)</b>	<b>Üçüncü yıl (%)</b>
<b>Düşük fiyatlanmış</b>	-23,60*	-22,50**	-37,71*
<b>Yüksek fiyatlanmış</b>	21,26	3,90	-25,61**

\*0,01, \*\*0,05 ve \*\*\*0,10 düzeylerinde anlamlı

Düşük fiyatlanmış ve yüksek fiyatlanmış olmak üzere ikiye bölünen örneklem ile her iki gruba da 63 şirket düşmüştür. Bu sonuçlara göre önceki ayırımın tersine düşük fiyatlanmış, yani ilk gün artık getirileri en yüksek olan 63 şirketin uzun dönemde artık getiri oranlarının diğer gruba göre daha düşük olduğu görülmüştür. Buna göre bu şirketler ilk yıl -%23,6, ikinci yıl -%22,5, üçüncü yıl ise -%37,71 seviyelerinde artık getiri sağlayarak iki grup arasında kötü performansı gösteren grup olmuştur. Bu oranların hepsi aynı zamanda anlamlıdır. Yüksek fiyatlanan yani ilk gün artık getirileri en düşük olan 63 şirketin uzun dönem getirileri diğer gruba göre daha yüksek seviyelerde olduğu görülmüştür. Bu şirketler ilk yıl %21,26, ikinci yıl %3,9 ve üçüncü yıl -%25,61 oranlarında artık getiri göstermiş fakat sadece üçüncü yıl için bulunan değer anlamlı bulunmuştur. Bu sonuçlara göre ilk gün artık getirileri yüksek olan halka arzların uzun dönemde tersine düşük getiriler gösterdiği görülmüştür.

## 7. Sonuç

Türk sermaye piyasalarının en önemli faaliyet alanı olan Borsa İstanbul kuruluşundan bu yana halka ilk arzların düzenlendiği, aracı kuruluşlar vasıtası ile meydana geldiği alan olmuştur. Gelişmiş ülkelerde önceden beri süre gelen halka ilk arzlarda düşük fiyatlama olgusu o zamanki adı ile İMKB'nin 1985 yılında faaliyetlerine başlaması ile Türkiye'deki yatırımcıların da ilgilendiği bir alan olmuştur. Özellikle son dönemlerde halka arz seferberliği ile anonim şirketler, beraberinde holdinglerin halka arz olması ve aynı dönemde özelleştirmeler ile beraber halka arz sayılarının artması bu alana ilgiyi tekrar artırmıştır. Bu şekilde yaşanan 2001 ve 2009 krizlerine rağmen, halka arz sayısı çalışmanın kapsadığı dönemde 140 seviyesinde oluşmuş ve artmaya da devam etmiştir.

Bu çalışmada öncelikle düşük fiyatlandırmanın varlığını kanıtlamak için ilk gün gerçekleşen fiyat performanslarına bakılmıştır. Buna göre ilk gün artık getiriler pozitif ve istatistiki olarak da anlamlı çıkmıştır. Bu değerlere bakarak Türkiye'de halka ilk defa arz edilen pay senetlerine, halka arz gününde yatırım yaparak, piyasanın üzerinde bir getiri elde edileceği, yani halka ilk arzların düşük fiyatlandırıldığına kanıtlandığı görülmüştür. Elde edilen bu sonuç daha önce hem Türkiye'de hem uluslararası düzeyde yapılan çalışmalarla uyumlu olmuştur.

Çalışmaya dahil edilen 126 halka arz için yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen pozitif artık getiri oranı %7,61 seviyesinde bulunmuş, bu oran aynı zamanda %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Kısa dönem kapsamında halka ilk arzların aynı zamanda ikinci gün, ilk hafta ve ilk ay artık getiri oranları tüm örneklem ve her bir yıl için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda kısa dönem getirilerin istikrarlı bir şekilde sürekli arttığı görülmüştür. Kısa dönem düşük fiyatlamaların büyük çoğunluğunun ilk iki günde oluştuğu görülmüştür. Buna göre ikinci gün ortalama artık getiri oranı %12,74 olurken ay sonunda bu oran %18,58 seviyesine çıkabilmiştir. Kısa dönemde hesaplanan tüm oranlar istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Çalışmaya dahil edilen 126 halka arz faaliyet gösterdikleri sektörlere göre gruplandırarak aynı zamanda kısa dönem sektör performansları ölçülmüştür. Buna göre halka ilk arzlarda artık getiri performansı en yüksek sektör %9,65 oranı ile Mali Kuruluşlar sektörü olmuş ve bu değer istatistik olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuçtan yola çıkarak yatırımcıların halka ilk arzlarda pay senedi seçerken pay senetlerinin Mali Kuruluşlar sektöründe faaliyet gösterip göstermemesi ile ilgilenmesi, halka ilk arzların sektör gruplarına göre farklı düşük fiyatlandırıldığını bilmesi gerektiği söylenebilir. Bu şekilde elde edeceği maksimum artık getiri oranına ulaşabileceklerdir. Bu oran ikinci gün içinde geçerliliğini sürdürerek Mali Kuruluşlar grubu ilk iki günde %19,29 oranında bir artık getiriye yatırımcısına sağlamıştır. Fakat ilk hafta ve ilk ay için aynı şeyi söylemek mümkün olmayacaktır. Bu dönemler için Mali Kuruluşlar'ın fiyatları başka sektörler göre daha düşük düzeyde seyrederken “diğer sektörler” grubu ilk günden başlayan istikrarlı yükselişini ay sonuna kadar sürdürmüş ve ay sonunda yatırımcısına %33,94 oranında artık getiri sağlamıştır. Fakat bu oran anlamlı değildir.

Halka arzların uzun dönem fiyat performanslarının da incelendiği çalışmanın diğer bölümünde elde edilen bulgulara göre Türkiye’de 1998-2010 yılları arasında toplam 126 halka arzın ortalama artık getirisi satın al elde tut yöntemine göre hesaplanmıştır. Buna göre 3 yıl sonra elde edilen ortalama artık getiri -%31,65 seviyesinde oluşmuş ve bu oran %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Uzun dönemde üçüncü yıl yanında halka arzların ilk ve ikinci yıllarında artık getiri oranları hesaplanmış, sırasıyla bulunan oranlar -%1,17 ve -%9,3 seviyelerinde olmuş fakat bu oranların her ikisinde anlamlı bulunamamıştır. Yıllara göre de gruplandırılmış bulgular ışığında 2005 yılı %24,77 oranı ile en yüksek üç yıllık artık getirinin elde edildiği yıl olmuş fakat bu oran anlamlı değildir. Tüm dönemlerde 1999 ve 2000 yılları pozitif artık getiri sağlayarak kısa dönemde olduğu gibi uzun dönemde de yatırımcısına kazandırmaya devam etmiştir. Halka ilk arzlardaki uzun dönem negatif artık getiri daha önce yapılmış hem Türkiyede’ki çalışmalar, hem uluslararası düzeydeki çalışmalar ile örtüşmüştür. Buna göre yatırımcıların halka ilk defa arz edilen pay senetlerinden ilk işlem günü pozitif düzeyde getiri elde etmelerine rağmen uzun dönemde bu pay senetlerinden negatif getiri elde etmektedirler. Uzun vadeli yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların bu sonuçlara



göre halka yeni arz olunmuş pay senetlerinden kaçınmaları, portföylerinin pozitif getiri sağlamasına yardımcı olacaktır.

Uzun dönem artık getiri performanslarının sektörlere göre gruplandırarak yapılan hesaplama ve test sonuçlarına göre bahsi geçen 13 yıllık dönem içinde halka arz olunmuş sektör grupları arasında en çok üç yıllık artık getiriye “diğer sektörler” grubuna dahil olan sektörler sağlamışlardır. Üç yıl sonunda aynı zamanda tek pozitif getiriye sahip olan “diğer sektörler” grubunun bu süre içindeki getiri oranı %6,41 düzeyinde olmuştur. Uzun dönem kapsamında ilk ve ikinci yıllarda ise getiri oranları sıfırın etrafında oluşmuş ve yatırımcısına kaybettirmemiştir. Fakat elde edilen bu değerler anlamlı bulunmamıştır. En düşük getiriye sahip olan sektör grubu ise Teknoloji sektörü olmuştur. Teknoloji sektörü ilk, ikinci ve üçüncü yıllarda istikrarlı bir şekilde yatırımcısına kaybettirmiştir. Buna göre Teknoloji sektöründe faaliyet gösterip halka arz olunmuş şirketlerin uzun dönem artık getirileri ilk yıl için -%27,24 ikinci yıl için -%32,22 ve üçüncü yıl için -%53,91 oranlarında olmuş ve bu değerlerin hepsi anlamlı bulunmuştur. Buradan yola çıkarak uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcıların “diğer sektörler” grubunu tercih etmelerini söyleyememekle beraber Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren şirketlere daha dikkatli yaklaşmaları tavsiye edilebilir.

Çalışmanın son aşamasında halka arzların uzun dönem getiri performanslarına ilk gün getirileri baz alınarak bakılmaya çalışılmıştır. Söz konusu dönemde halka arz olunup çalışmaya dahil edilen 126 şirketin %67’si pozitif ilk gün artık getir elde ederken bu oran negatif artık getirili şirketlerde %27, belirgin oranda artık getiri göstermeyen şirketlerde ise %6 düzeylerinde olmuştur. Bu şekilde gruplandırarak uzun dönem artık getiri performanslarına baktığımız çalışmada negatif artık getirili halka arzlar uzun dönemde pozitif artık getirili halka arzlara göre daha kötü performans göstermişlerdir. Yapılan hesaplamaların sonuçlarına göre negatif ilk gün artık getirili şirketler uzun dönemde -%51,47 ve pozitif ilk gün artık getirili şirketlerin uzun dönemde -%21,73 seviyelerinde gerçekleşmiş her iki oranda anlamlı bulunmuştur. Diğer taraftan örneklem medyana göre ikiye ayrıldığında oluşan sonuç tam tersi olmuştur. Buna göre medyanın altında kalan yani ilk gün getirileri en düşük 63 şirketin uzun dönem getirileri ilk iki yıl diğer grubun üzerinde pozitif seyretmiş üçüncü yıl negatif seviyeye düşmesine rağmen

diğer gruba göre daha iyi performans sergilemiştir. Dolayısı ile halka ilk arzlarda ilk gün düşük fiyatlanan yani yüksek artık getirili pay senetlerinin uzun dönemde artık getiri oranları, ilk gün yüksek fiyatlanan yani düşük artık getirili pay senetlerinin uzun dönemdeki oranlarından daha yüksek seviyede olmuş, yatırımcısına uzun dönemde daha çok kazanç sağlamışlardır.

Bu sonuçlara göre yatırımcıların genel olarak halka arzlara yatırım yaparken kısa dönemde uzun pozisyon almaları, uzun dönemde ise kısa pozisyonda kalmaları tavsiye edilebilir. Fakat uzun dönemde özellikle ilk gün getirileri medyanın üstünde olan paylarda kısa pozisyon alınmalıdır.

Kısa dönemde Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren “yeni ekonomi” şirketleri için kısa pozisyon, Mali Kuruluş ve İmalat Sanayi gibi sektörlerde faaliyet gösteren “eski ekonomi” şirketleri için uzun pozisyon almaları tavsiye edilebilir. Fakat uzun dönemde “diğer sektörler” grubu hariç tüm sektörlerde kısa pozisyon alınmalıdır. “Diğer sektörler” grubunun en yüksek getirileri elde etmiş olmasından dolayı bu gruba dahil beş sektörden oluşan portföyler ile hem kısa hem uzun dönemde uzun pozisyon tavsiye edilebilir.

## Kaynakça

- Aggarwal, R., ve P. R. (1990). Fads in the Initial Public Offerings Market? *Financial Management* 22, 42-53
- Aggrawal, R., Leal R. ve Hernandez, L. (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*, 22/1
- Alagöz A. & Küçükkocaoğlu G. (2005). Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme. *Başkent Üniversitesi*. Ankara.
- Alvarez, S. ve Gonzalez, V. M., (2005). Signalling and the Long-Run Performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 325-250.
- Akbulak, S. ve Akbulak, Y. (2005). *Anonim Şirketlerin Halka Açılması*. Muğla Üniversitesi İİBF Tartışma Tebliğleri Serisi II.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın. 9. Baskı. İstanbul.
- Akkoç, S. (2009). Sermaye Piyasalarında Bulaşıcı ve Rekabetçi Etki: İMKB Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi. İ.İ.B.F. Dergisi*. 11, 2
- Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık. Ankara.
- Baron, D. P., (1982), A Model of the Demand of Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*. 37, 955-976.
- Beatty, R. P. ve Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Rebutation and the Underpricing of Intial Public Offerings. *The Journal of Financial Economics*, 15, s. 213-232.

- Bessler, W. ve Thies, S. (2006). Initial Public Offerings, Subsequent Seasoned Equity Offerings, and Long Run Performance: Evidence From IPOs in Germany. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 11, 1-37
- Bildik, R. ve Yılmaz, M. K. (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2, 2, 49-75
- Borsa İstanbul, *Halka Arz ve Borsa İstanbulda İşlem Görme Klavuzu*. [http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka\\_arz\\_ve\\_borsada\\_islem\\_gorme.pdf](http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf) (erişim tarihi: 28.08.2014).
- Brealey, R. A., Myers, St. C., Marcus, A. J. (1997). Çev. Bozkurt, Ü., Arıkan, T., Doğukanlı, H. *İşletme Finansının Temelleri*. McGraw Hill Literature Yayıncılık. İstanbul.
- Brealey, R. A. ve Myers, S. C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. Irwin Mcgraw-Hill, Sixth Edition.
- Chambers, D. ve Dimson, E. (2009). IPO Underpricing Over the Very Long Run. *Journal of Finance*, 64, 3
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar ve Analiz*. Detay Yayıncılık. Ankara.
- Darmadi, S. ve Gunawan, R. (2012) Underpricing, Board Structure and Ownership: An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms. *Managerial Finance*, 39, 181-200
- Dietrich, J., (2012). Variables Influencing the Severity of IPO Underpricing: An Empirical Analysis of the German Market. *Diplomica Verlag*. Hamburg, Almanya.

- Durukan, M. B. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28, 18-38
- Düzakın, H. G. (1999). Hisse Senetlerinin Halka İlk Arzda Düşük Fiyatlandırılması ile İlgili Hipotezlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *İktisat İşletme ve Finans*, 14, 64.
- Draho, J. (2004). *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*. Edwar Elgar. Birleşik Krallık.
- Drobetz, W., Kammermann, M. ve Waelchli, U. (2003). Performance of Initial Public Offerings: the Evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 57-3, 253-275
- Erdoğan, A. İ. (2010). The Long Run Performance of Initial Public Offerings: the Case of Turkey. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 26, 57-64.
- Frederikslust, R. A. I. V. ve Geest, R. Van der (2001). Initial Returns and Long-Run Performance of Private Equity-Backed Initial Public Offerings on the Amsterdam Stock Exchange. *EFMA 2001 Lugano Meetings*
- Giudici, G. ve Roosenboom, P. (2002). Pricing Initial Public Offerings on “New” European Stock Markets. *EFMA 2002 London Meetings*.
- Gounopoulos, D. (2003). The Initial Performance of IPOs: Evidence From Athens Stock Exchange. *EFMA 2003 Helsinki Meetings*.
- Guo, R., Lev, B. ve Shi, C. (2005). Explaining the Short- And Long-Term IPO Anomalies in the US by R&D. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 550-579.
- How, J. C. Y. (2000). Initial and Long-Run Performans of Mining IPOs in Australia. *Australian Journal of Management*, 25, 95.

- Ibbotson, R. G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272.
- Karapınar, A., Bayırlı, R., Bal, H., Çına Bal, E., Altay, A. (2010). *İleri Düzey SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*. 8. Baskı. Gazi Kitabevi. Ankara.
- Karşlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. 5. Baskı. Alfa Basım Yayım Dağıtım. İstanbul.
- Kaya, T. (2012). The Short Term Performance of Initial Public Offerings in Istanbul Stock Exchange: 2010-2011 Application. *Journal of Business, Economics and Finance*, 1, 64-76.
- Kırkulak, B. (2010). Uzun Dönemli Al-ve-Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 10, 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*, Temmuz-Eylül, 3, 47-73.
- Kıymaz, H. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in An Emerging Market: Evidence From Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 213-227.
- Koç, Ö. (1998). Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama. *Sermaye Piyasası Kurulu*, 118. Ankara.
- Kooli, M. ve Suret, J. M. (2001). The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence. *CIRANO Scientific Series*, 2001s-50.
- Krishnamurti, C. ve Kumar, P. (2002). The Initial Listing Performance of Indian IPOs. *Managerial Finance*, 28, 39-51.

- Kunz, R. M. ve Aggarwal, R. (1994). Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence From Switzerland. *Journal of Banking and Finance*, 18, 705-723.
- Kurtaran, A. T. (2013). Türkiye’deki İlk Halka aArzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 11, 185-210.
- Küçükkocaoğlu, G. ve Alagöz, A. (2006). İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. *Çalışma Tebliği*. Başken Üniversitesi.
- Levis, M. (1993). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-88. *Finacial Management* 22, 28-41.
- Liu, T. (2003). Investment Without Risk: An Empirical Investigation of IPO Underpricing in China. *Royal Institute of International Affairs*. China Project Report no: 4.
- Ljungqvist, A. P. (1997). Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence From Germany. *European Economic Review*, 41, 1309-1320.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 12-39.
- Orhan, M. (2006). Short and Long Run Performance of IPOs Traded on the Istanbul Stock Exchange, Initial Public Offerings: An International Perspective. *Butterworth Heinemann*, 45-55.
- Padgett, C. ve Chi, J. (2002). The Performance and Long-Run Characteristics of the Chinese IPO Market. *U of Reading. ISMA Centre Discussion*, 2002-09.
- Ritter, J. R. (1984). The Hot Issue Market of 1980. *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Ritter, J. R. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2, 5-30.

- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Schlag, C. ve Wodrich, A. (2000). Has There Always Been Underpricing and Long-Run Underperformance? – IPOs in Germany Before World War I. *Center for Financial Studies*, 2000/12.
- SPM, *Sermaye Piyasası Mevzuatı*, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) (erişim tarihi: 23.07.2014)
- SPK, *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*. 2012.
- Tanör, R. (1999). *Türk Sermaye Piyasası: 2. Cilt Halka Arz*. Beta Yayıncılık. İstanbul.
- Tanör, R. (1999). *Türk Sermaye Piyasası: 1. Cilt Taraflar*. Beta Yayıncılık. İstanbul.
- Teker, S. ve Ekin, Ö. (2003). The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in Year 2000. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4, 117-128.
- Tınıç, S. M. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of Finance*, 11, 789-822.
- Uşaklı, S. M. (2010). *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri*. Vedat Kitapçılık. İstanbul.
- Uzaki, K. ve Abu Bakar, N. B. (2013). Initial Public Offering (IPO) Underpricing, Underwriter Reputation and Oversubscription: Evidence from Shariah-Compliant Companies listed on the Malaysian Stock Exchange (MSE). *ISS & MLB*, Eylül, 24-26.
- Van Horne, J. C. (2002). *Financial Management and Policy*. Twelfth Edition. Prentice Hall. New Jersey.



## **İnternet Kaynakları**

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com) (erişim tarihi: 23.06.2014)

[www.paragaranti.com](http://www.paragaranti.com) (erişim tarihi: 28.09.2014)