

**İLK HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU VE BORSA
İSTANBUL'DA DÜŞÜK FİYATLAMANIN BELİRLEYİCİLERİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı**

İbrahim Korkmaz KAHRAMAN

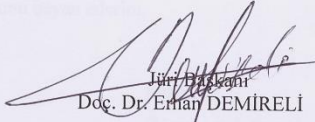
Danışman: Doç. Dr. Ender COŞKUN


Kasım 2016

DENİZLİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

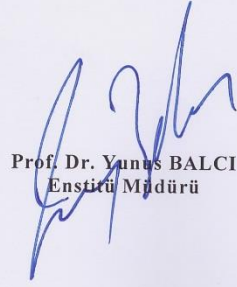
İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi İbrahim Korkmaz KAHRAMAN tarafından Doç. Dr. Ender COŞKUN yönetiminde hazırlanan “**İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Olgusu ve Borsa İstanbul’da Düşük Fiyatlamamın Belirleyicileri**” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 29.11.2016 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.


Jüri Başkanı
Doç. Dr. Erhan DEMİRELİ


Jüri-Danışman
Doç. Dr. Ender COŞKUN


Jüri
Doç. Dr. Dündar KÖK

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 29/11/2016 tarih ve ... 31/07 sayılı kararıyla onaylanmıştır.

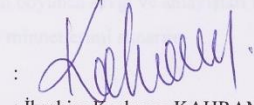

Prof. Dr. Yunus BALCI
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Yapmış olduğum araştırmalarda ve bu tez çalışmamı konusunda bana gösterdiği ve desteklerini esirgemeyen hocama saygıyla teşekkür ederim. Her zaman benden yardımlarını esirgemeyen tez danışman hocam Sayın Doç. Dr. Ender ÇOKKUN, Sayın Doç.

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza



Öğrenci Adı Soyadı : İbrahim Korkmaz KAHRAMAN

ÖNSÖZ

Yapmış olduğum araştırmalarda ve bu tez çalışması esnasında bana güvenleri ve desteklerini esirgemeyen herkese sonsuz teşekkür ederim. Her zaman benden yardımlarını esirgemeyen tez danışman hocam Sayın Doç. Dr. Ender COŞKUN, Sayın Doç. Dr. Dündar KÖK ve Sayın Doç. Dr. Erhan DEMİRELİ hocalarıma sonsuz şükranlarımı sunarım. Ayrıca görüş ve önerilerini benden hiçbir zaman esirgemeyen saygıdeğer Ali Ulvi ÖZGÜL'e teşekkürü bir borç bilirim.

Bu süreçte benden sabrını ve desteğini eksik etmeyen, hayatımda büyük yeri ve önemi olan sevgili Banu KÖTER'e ve tüm hayatım boyunca sevgi ve anlayışları ile bana destek olan ANNEM, BABAM ve KARDEŞİM'e minnetlerimi sunarım.

ÖZET

İLK HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU VE BORSA İSTANBUL'DA DÜŞÜK FİYATLAMANIN BELİRLEYİCİLERİ

KAHRAMAN, İbrahim Korkmaz
Yüksek Lisans Tezi
İşletme ABD
Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı
Tez Yöneticisi: Doç. Dr. Ender COŞKUN

Kasım 2016, 141 Sayfa

Şirketler için sermaye gereksinimini karşılayabilmek oldukça önemli hale gelmiştir. Şirketler bu gereksinimlerini karşılamak amacıyla hisselerinin belli bir oranını halka arz ederek büyüme yoluna gitmektedirler. Bu şekilde ilk halka arzını gerçekleştiren şirketler, yeni finansman kaynağı elde etmenin yanında şirketin tanıtımını, yurtdışına kolayca açılabilmeyi, şirketin prestij ve itibarını artırma gibi avantajlar elde edebilmektedir.

Bu çalışmada, ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin kısa dönem fiyat performansı ve bu performansı etkileyen faktörler analiz edilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde, ilk halka arz süreci ve halka arz kavramı ayrıntılı şekilde ele alınmaktadır. İkinci bölümde, ilk halka arzda düşük fiyatlama konusu ele alınarak ayrıntılı literatür taraması yapılmıştır.

Üçüncü bölümde, Borsa İstanbul'da ilk halka arzların fiyat performansları "piyasa modeli" yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Araştırma kapsamında ele alınan şirketlerin hisse senedi fiyatlarındaki kısa dönem anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Elde edilen anormal getiriler satış yöntemlerine göre karşılaştırılmıştır.

Araştırmanın sonucunda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin ilk gün pozitif anormal getiri sağladığı ve en yüksek getirinin Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama yönteminde gerçekleştiği fakat ilerleyen dönemlerde bu getirinin negatif getiriye dönüştüğü ilave olarak piyasa getirisi, piyasanın standart sapması, toplam borç ve net satışlar değişkenlerin de düşük fiyatlamayı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlama, Halka Arz Yöntemleri, Kümülatif Anormal Getiri, Hisse Senedi Getirisi, BİST

ABSTRACT**LOW PRICING PHENOMENON IN INITIAL PUBLIC OFFERING AND DETERMINANTS OF LOW PRICING IN BORSA ISTANBUL**

KAHRAMAN, İbrahim Korkmaz
Master Thesis
Department of Business
Accounting and Finance Programme
Thesis Advisor: Assoc. Prof. Dr. Ender COŞKUN

November 2016, 141 Pages

It has become very important to be able to meet the capital requirement for companies. In order to meet this requirements companies offer a certain proportion of thier shares to the public, in anticipation to explat growht opportunites. Companies that realize their initial public offering in this way can obtain advantages such as introducing the company, accessing foreign markets, enhancing the prestige and reputation of the company, as well as obtaining new financing sources.

In this study, short term price performance of the initial public offerings of Turkish companies and the factors affecting this performance has been analyzed.

In the first part of the study, the initial public offering process and the concept of public offering are discussed in detail. In the second part, a detailed literature survey has been conducted considering the low pricing issue in the initial public offering.

In the third part, the price performances of the initial public offerings of members of Borsa Istanbul have been studied by “market model”. Short-term abnormal and cumulative abnormal returns for stock prices of the companies under study have been estimated. The abnormal return obtained have been compared on the basis of their methods of selling.

As conclusions of this research, it has been determined that firms get possitive abnormal returns on the first day shares are publicized, the highest return being observed with the Book Running Sale Method by Getting the Bids, but in the following periods of IPO process, return changes sign and becomes negative return, additionally factors affecting the low pricing are market return, market (systematic) risk, total debt and net sales.

Keywords: Initial Public Offering, Low Pricing, The Public Offering Methods, Cumulative Abnormal Return, Stock Return, ISE (Istanbul Stock Exchange)

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	İV
ÖZET.....	V
ABSTRACT.....	VI
İÇİNDEKİLER	VII
TABLolar DİZİNİ	X
GRAFİKLER DİZİNİ	XI
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ	XII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZ SÜRECİ VE HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

1.1. Halk Arz Kavramı	2
1.1.1. İlk Halka Arz Tanımı	3
1.1.2. İlk Halka Arzın Avantajları.....	4
1.1.2.1. Finansman Sağlamak	5
1.1.2.2. Likidite Sağlamak	5
1.1.2.3. Yurt İçi ve Yurt Dışı Yaygın Tanıtım	5
1.1.2.4. İkincil Halka Arz İmkânı	6
1.1.2.5. Globalleşme.....	6
1.1.2.6. Kredibilite ve Prestij	6
1.1.2.7. Hisse Değerinin Artması	7
1.1.2.8. Diğer Avantajlar.....	7
1.1.3. İlk Halka Arzların Dezavantajları	7
1.1.3.1. Ters Seçim (Adverse Selection).....	7
1.1.3.2. Karın Paylaşımı	8
1.1.3.3. Gizliliğin Kaybı.....	8
1.1.3.4. Raporlama ve Denetim Sorumluluğu.....	9
1.1.3.5. Kontrol Kaybı	9
1.1.3.6. Halka Açılma Masrafları.....	9
1.1.3.7. Yasal Takip	11
1.1.4. Türkiye’de Halka Arz Seferberliği.....	12
1.2. İlk Halka Arz Süreci.....	14
1.2.1. SPK ve Borsa İstanbul’a Müracaat	14
1.2.2. Borsa İstanbul ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi	15
1.2.3. Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna Müracaat	15
1.2.4. Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi	16
1.2.5. Halka Arz İzahnamesinin Onaylanması.....	17
1.2.6. Payların Halka Arzı ve Satış Sonuçlarının Bildirilmesi.....	18
1.2.7. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama	18
1.3. Borsada İşlem Görmeye Başlayan Şirketlerin Yükümlülükleri.....	19
1.3.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü	19
1.3.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü.....	20

1.3.3. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü.....	20
1.3.4. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü.....	20
1.4. İlk Halka Arz Yöntemleri.....	21
1.4.1. Ortaklardan Satış (Mevcut Payların Halka Arzı).....	21
1.4.2. Sermaye Artırımı Yöntemiyle Halka Arz	22
1.4.3. Ortaklardan Satış ve Sermaye Artırımı Yönteminin Bir Arada Kullanılması.....	23
1.5. İlk Halka Arzda Satış Yöntemleri.....	25
1.5.1. Talep Toplama Yöntemi	26
1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama	26
1.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama.....	28
1.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama	29
1.5.2. Borsada Satış Yöntemi.....	30
1.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	30
1.6. İlk Halka Arzda Aracı Kurumun Rolü.....	31

İKİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU VE DÜŞÜK FİYATLAMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Olgusu.....	36
2.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi	36
2.1.2. Monopson Güç Hipotezi	37
2.1.3. Aracı Kurum İtibarı Hipotezi	38
2.1.4. Örtülü Sigorta Hipotezi.....	38
2.1.5. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi	39
2.1.6. Spekülatif Balon Hipotezi	40
2.1.7. Sinyal Hipotezi.....	40
2.1.8. Bilgi Edinme Hipotezi.....	41
2.1.9. Sıcak ve Soğuk Piyasa Hipotezi.....	41
2.2. İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	42
2.2.1. Piyasa Getirisi	42
2.2.2. Toplam Hasılat	43
2.2.3. Halka Arz Yöntemi	44
2.2.4. Şirketin Yaşı.....	45
2.2.5. Faaliyet Gösterdiği Sektör.....	45
2.2.6. Aracı Kurum.....	47
2.2.7. Aktif Toplamı.....	48
2.2.8. Halka Arz Oranı	49
2.2.9. Standart Sapma.....	50
2.2.10. İlk Halka Arzda Satış Yöntemi	51
2.2.11. Halka Arz Fiyatı	51
2.2.12. Özelleştirme Yoluyla Halka Açılma	52
2.3. İlk Halka Arzların Fiyat Performansları İle İlgili Yapılmış Çalışmalar	53
2.4. İlk Halka Arzların Satış Yöntemleri ile İlgili Yapılmış Çalışmalar.....	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLK HALKA ARZLARIN FİYAT PERFORMANSI VE BU PERFORMANSI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

3.1.	Araştırmanın Amacı ve Önemi	81
3.2.	Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti	82
3.3.	Kullanılan Değişkenler.....	84
3.4.	Araştırmanın Yöntemi.....	85
3.5.	Araştırmada Elde Edilen Sonuçlar	90
3.5.1.	Tanımlayıcı İstatistikler	90
3.5.2.	İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansları için Elde Edilen Sonuçlar.....	91
3.5.3.	İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansının Halka Arzda Satış Yöntemine Göre Karşılaştırılması.....	95
3.5.4.	İlk Halka Arzların Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerle İlgili Sonuçlar.....	102
	SONUÇ	105
	KAYNAKLAR	107
	EKLER.....	117
	ÖZGEÇMİŞ	141

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: Halka Açılma Masrafları	10
Tablo 2: Ulusal Pazar Sayısal ve Finansal Kriterler	17
Tablo 3: İlk Halka Arz Süreci Zaman Çizelgesi	19
Tablo 4: 1993-2015 Döneminde Türkiye’de Halka Arz Yöntemi ve Halka Arz Olan Şirket Sayısı	24
Tablo 5: 1993-2015 Döneminde Türkiye’de Halka Arz Olan Şirketlerin Sayısı ve Kullanılan Satış Yöntemleri.....	31
Tablo 6: 1993-2015 Dönemi Türkiye’de İlk Halka Arz Sayısı ve İlk Halka Arzda Yüklenim Şekilleri	34
Tablo 7: 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen İlk Halka Arzların Dağılımı.....	83
Tablo 8: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	90
Tablo 9: 1993 - 2015 Dönemi 265 Hisse Senedinin Kısa Dönem Fiyat Performansları	92
Tablo 10: 1993 - 2015 Dönemi 179 Hisse Senedinin Kısa Dönem Fiyat Performansları	94
Tablo 11: Hisse Senetlerinin Satış Yöntemlerine Göre Kısa Dönem Anormal Getirileri	97
Tablo 12: Hisse Senetlerinin Satış Yöntemlerine Göre Kısa Dönem Kümülatif Anormal Getirileri	98
Tablo 13: Kullanılan Satış Yöntemlerine İlişkin One-Way ANOVA Test Sonucu.....	99
Tablo 14: Tukey HSD Çoklu Karşılaştırma Analizi Sonuçları.....	101
Tablo 15: Regresyon Analizi Sonuçları	103

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1: 1993-2015 Yılları Arası İlk Halka Arzı Gerçekleşen Şirket Sayısı	12
---	----

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR	Abnormal Return
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
CAR	Cumulative Abnormal Return
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
IPO	Initial Public Offering
İHA	İlk Halka Arz
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPO	Secondary Public Offering
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
USD	Amerikan Doları
vb.	ve benzeri
YO	Yatırım Ortaklığı

GİRİŞ

Ülkemizde, şirketler belli büyüklüğe ulaşıncaya kadar kendi kaynaklarını kullanarak öz kaynaklardan finansmanı tercih etmektedir. Bu kaynaklar belli bir süre sonra yetersiz kalmaya başlamakta ve bu durum şirketleri yeni kaynaklar arayışına itmektedir.

Halka arz, işletmelere yeni ve düşük maliyetli fon bulmaları noktasında önemli bir alternatif olarak karşımıza çıkmaktadır. Ortaklardan fon sağlayıp sermaye artırımını yapmak istemeyen, bankaların sağladığı fonu maliyetli bulan işletmeler, mevcut hisse senetlerinin bir kısmını piyasaya sunarak yeni yatırımlar için fon kaynağı sağlamış olmaktadır.

Halka arz sürecinde finansal anlamda en büyük problemlerden birisi ilk halka arzda hisse fiyatlarının ne olacağıdır. Bu süreçte hisselerini ihraç eden şirket, ihraca aracılık eden aracı kurum ve bu hisseye yatırım yapmayı düşünen yatırımcı olmak üzere üç grup bulunmaktadır. Halka arz sürecinde bu üç grubun çıkarları göz önüne alınarak halka arz fiyatının ne olacağına karar verilmesi gerekmektedir.

Halka açılma işleminden azami fayda sağlamak için halka arz zamanının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca halka açılma kararı ile ilk işlem görme tarihi arasında bir zaman aralığı olabilmektedir. Bu nedenle şirketler halka açılma kararını aldığı tarihi ve sonrasını iyi bir şekilde tespit edebilmesi gerekmektedir.

Hisse senedi fiyatının düşük belirlenmesi, hisse senedi satışını kolaylaştırırken, halka arzı gerçekleştiren şirketi zor durumda bırakacaktır. Yüksek belirlenmiş bir fiyat ise yeterli talebin oluşmasına engel olacak ve bu durumda halka açılmadan beklenen finansman temini sağlanamayacaktır.

Düşük fiyatlanmış hisse senedi; yatırımcıları daha sonraki halka arzlara katılmaya teşvik edecek, yüksek fiyatlanmış hisse senedi ise; yatırımcı aleyhinde bir durum ortaya çıkaracak ve yatırımcı sonraki halka arzlarda isteksiz olacaktır.

İlk işlem günü kapanış fiyatı ile belirlenen halka arz fiyatı arasında pozitif yönde fark olması halinde düşük fiyatlama ortaya çıkmaktadır. Bu fark hisse senedi fiyatının düşük tespit edilmiş olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZ SÜRECİ VE HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

1.1. Halk Arz Kavramı

İşletmeler, genellikle az sayıda ortak tarafından ve kısıtlı bir sermaye ile kurulmaktadır. Bu tip işletmeler, zamanla büyümeye başladıklarında iç kaynaklar yeterli olmamaya başlamakta ve büyümelerini finanse edebilecek kaynaklar bulmaya çalışmaktadırlar. Bunun için iki temel yol vardır; yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar. Yabancı kaynaklar, işletmelerin borçlanmaları yoluyla elde ettikleri kaynaktır. Bu durumda, işletmelerin önceden belirlenmiş bir zamanda borçlarını ve bu borçlarla ilgili olan faiz ödemelerini yapma yükümlülükleri bulunmaktadır. Buna karşılık, öz kaynaklar yoluyla elde edilen kaynaklar, önceden belirlenmiş dönemlerde ve tutarlarda ödeme yapma zorunluluğu olmadığı için işletmeler tarafından tercih edilmektedir (Gökalp, 2014: 48).

Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersiz olması nedeniyle işletmeler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve küreselleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. Ülkemizde de yaşanan makroekonomik gelişmeler reel sektörün finansmanını olumsuz etkilemiş; bankacılık sektörünü ve sermaye piyasalarını kamu açıklarını kapatmaya yöneltmiştir. Bu durum reel sektörün finansman maliyetini yükseltmiştir (Dikbaş, 2006: 55).

İşletmelerin artan sermaye ihtiyaçları, işletmeleri çeşitli yollarla bu gereksinimlerini karşılama arayışına itmiştir. Şirket birleşmeleri, satın almalar, şirket hisselerinin belli bir oranının halka arz edilmesi şirketlerin fon ihtiyaçlarını temin etmede başvurulan yöntemler arasında önemli bir yer edinmiştir (Atar, 2007: 2).

Bu bağlamda halka arz, menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen şirketlerin başvurdukları önemli bir yöntemi ifade etmektedir (Tükel, 2010: 107). Halka arz uzun vadeli fon temini için kullanılan bir finansman yöntemi olmasına karşılık küçük tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonu değerlendirmesine, başka bir ifadeyle yatırıma dönüştürmesine imkân veren bir yöntemdir. Nitekim halka arz yoluyla şirketler sermaye piyasası yoluyla küçük ya da büyük yatırımcılardan (fon sahiplerinden) topladıkları fonları genellikle uzun vadeli yatırım ihtiyaçları doğrultusunda kullanmaktadırlar. Bu

bakımdan halka arz, istihdamın ve üretimin artmasında ve ekonominin gelişmesinde büyük öneme sahiptir (Yatbaz, 2013: 78).

1.1.1. İlk Halka Arz Tanımı

Halka açılma veya halka arz, anonim ortaklığın (şirket, ortaklık) kaynak ihtiyacının karşılanmasında başvuru olan doğrudan bir finansman yöntemidir.

Halka arz kavramı, SPK'nın 3 (c) hükmünde tanımlanmıştır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul 2000).

- i. Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını;
- ii. Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini;
- iii. Hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini;
- iv. SPK'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir.

Buna ilave olarak ayrıca "Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı 500'ü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır" hususu da eklenebilir. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tabi olurlar (SPK, 2012).

Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması genel halka arz tanımını oluşturmaktadır. "Her türlü yoldan çağrıda bulunma" kavramı içinde yer alan "her türlü yol" ibaresi, ister sözlü, ister yazılı veya ister elektronik ortam aracılığıyla herhangi bir sermaye piyasası aracının satın alınması için halka çağrıda bulunulmasını ifade etmektedir. Halka çağrı, sözlü veya yazılı bir şekilde, çok sayıda ve belirsiz kişilere, sermaye piyasası araçlarını satın almaları için her türlü yoldan duyuru yapılması anlamına gelmektedir (Uşaklı, 2010: 55).

İşletmenin halka açılması ile halka arzı ifadelerini birbirinden ayırmak gerekir. Halka açılma, halka kapalı bir işletmenin hisse senetlerini ilk olarak hisse senedi piyasasına (birincil sermaye piyasasına) sunmasıdır. Halka arz ise, daha önceden de hisselerini piyasaya sunmuş işletmenin, yani halka açık işletmenin, büyümesini

sürdürebilmek için zaman zaman hisse senedi veya tahvil ihraç etmesidir (Gökalp, 2014: 49).

Halka arz, aynı anda birden çok ülkede eş zamanlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu tür arzlara, “uluslararası halka arz” (global public offering) adı verilmektedir. Bu yöntem, ilk olarak 1984 yılında British Telecommunications Plc.’nin hisse senetlerinin halka arzında Londra, New York ve Toronto borsalarında gerçekleştirilen eş zamanlı satışlarda görülmüştür. Özellikle tek bir ülke piyasasının kaldırmakta zorlanabileceği yüksek miktarda hisse senedi ihraçlarında uluslararası halka arz tercih edilmektedir. Bu yöntemin yanı sıra, talebin en güçlü olduğu piyasada yapılan halka arza diğer piyasalarda yapılan tahsisli satışların eşlik ettiği uluslararası satış modelleri de mevcuttur (Ayoğlu, 2008: 82).

“İlk halka arz” (initial public offering – IPO), hisse senetlerinin ilk defa arz edilmesine, “ikincil halka arz” (secondary public offering – SPO) ise ilk halka arzı takip eden tüm halka arzlara verilen isimdir. Hisseleri halka arz edilmiş olan şirketlere de “halka açık şirket” denmektedir. Bu şirketlerin paylarını satın alan yatırımcılar, geçmiş performansını kuvvetli ve ileriye dönük büyüme potansiyeli olan bir şirkete ortak olarak kar payı geliri elde etmeyi hedeflerken şirket değerindeki muhtemel artıştan kazanç sağlamayı da amaçlarlar (Güngör vd., 2009: 37).

Halka açılmanın her yeni işletmenin başlıca hedeflerinden biri olduğu kabul edilmektedir. Ancak ABD gibi gelişmiş sermaye piyasalarında dahi bazı büyük firmaların halka açık olmadığı, Almanya ve İtalya gibi bazı ülkelerde büyük firmalar için halka açılma yoluna nadiren başvurulduğu görülmektedir. Bu nedenle halka açılmanın firma için bir çeşit “tercih” olduğu söylenebilir (Elmas, 2011: 10).

1.1.2. İlk Halka Arzın Avantajları

Şirketler için halka arz çeşitli faydalar ve fırsatlar sunmaktadır. Bunun yanında birtakım sakıncaları da bulunmaktadır. Şirketlerin ilk halka arz ile sağlayacakları avantajlar aşağıda ele alınmıştır:

1.1.2.1. Finansman Sağlamak

Şirketler hem kuruluş esnasında hem de kurulduktan sonra finansman sağlamak için birçok yöntem kullanmaktadırlar. Her bir finansman yönteminin kendine göre avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Halka arz şirketler için finansman sağlamakta kullanılan alternatif bir yöntemdir (Elmas ve Amanianganeh, 2013: 218).

Finansman yöntemi olarak halka arzın tercih edilmesi durumunda, şirketler paylarını halka arz ederek, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli ve uzun vadeli bir kaynak elde etmektedirler. Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve payları borsada işlem görmeye başladıktan sonra da paylarını teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından yararlanmak suretiyle finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler.

1.1.2.2. Likidite Sağlamak

Likidite; döviz, menkul kıymet, gayrimenkul gibi bir aktifin kısa sürede ve sorunsuz bir şekilde değer kaybına uğramadan nakde çevrilebilmesini ifade etmektedir.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile bu hisse senetleri için aktif bir ikinci el piyasası yaratılmış olmaktadır (Uşaklı, 2010: 86). Genellikle, aktif bir ikinci el piyasasına kavuşan senetlerin değerinin, potansiyel alıcı sayısının artması nedeniyle yükseldiği ifade edilmektedir. Oluşan ikinci el piyasası sayesinde, ortaklığa ait hisse senetleri kolay paraya çevrilebilir yatırım aracı niteliği kazanmaktadırlar (Ayoğlu, 2008: 101).

Payları borsada işlem gören şirket, ortaklarına ve yatırımcılarına kendi hisse senetleri için piyasa oluşturmaktadır. Oluşan piyasa hisselerin gerçek halka arz ve talep üzerinden en kısa sürede alım ve satım imkânı vermektedir. Bu, mevcut ortaklar için önemli bir kolaylıktır (Dikbaş, 2006: 59).

1.1.2.3. Yurt İçi ve Yurt Dışı Yaygın Tanıtım

Payları borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, borsanın şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurt içi ve yurt dışındaki yatırımcılara Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Şirketler hakkındaki bilgilerin kamuya duyurulması, şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurt içinde hem de yurt dışında tanınmasına yardımcı olmaktadır. Bu durumun sonucu olarak,

gerek yurt içi ve gerekse yurt dışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle işbirliğine gidebilme ve ortak girişimler oluşturularak benzeri konularda çalışmalar yapılabilmesi imkânı doğabilmektedir.

şirketlerin halka açılma ile ilgili haberlerinin ulusal basında yer alması şirketin tanıtımına önemli katkı sağlamaktadır. Ücretsiz şekilde yapılan böyle bir reklam faaliyeti, genellikle satışların ve gelirlerin artmasına yardımcı olmaktadır.

1.1.2.4. İkincil Halka Arz İmkânı

şirketler sadece birincil halka arz ile değil, payları işlem görmekte iken ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini, mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri “ikincil halka arz” lar ile karşılayarak yeniden finansman imkânı sağlayabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersiz oluşu ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede şirketler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. Borsa şirketi olarak sermaye piyasasından temin edilen finansmanın şirketlerin kaynak probleminin çözümüne sağladığı katkı, son yıllarda giderek daha fazla önem kazanmaktadır.

1.1.2.5. Globalleşme

şirketler yabancı ülkelerde de kolayca menkul kıymet ihraç edebilir ve o ülkede menkul kıymetlerini kote ettirerek işlem görmesini sağlayabilmektedir. Böylece, yurt dışı piyasalara erişme imkânı ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda menkul kıymetleri bir borsaya kote olan şirketlerin yabancı ortak bulması ve ortak girişim kurabilmesi fırsatları doğmaktadır (Elmas, 2011: 14).

1.1.2.6. Kredibilite ve Prestij

Müşteriler ve tedarikçiler açısından şirketin halka açık olması mali ilişkileri bakımından güven oluşturmaktadır. Ayrıca şirketin bilinilirliğindeki artış ile birlikte daha yaygın bir tanıtım imkânına erişmiş olması sonucu, yurt içi ve yurt dışında muhtemel işbirliği olanaklarının da artışı mümkün olmaktadır.

Halka açık şirketlerin kamuoyundaki ve iş dünyasındaki itibarı da yükselir. Bu durum, şirketin bütün faaliyetlerine yansır. İstikrarlı ve güven verici bir görüntü sayesinde bazı işler ve işlemler eskisinden daha kolay hale gelir (Dikbaş, 2006: 60).

1.1.2.7. Hisse Değerinin Artması

Borsada işlem gören hisse senetlerine talep, işlem görmeyenlere göre genellikle daha yüksektir. Yatırımcıların borsada işlem gören hisseler için daha yüksek ücret ödemeye istekli olmalarının 3 nedeni vardır (Elmas, 2011: 14-15):

- Hisse senetleri kolaylıkla pazarlanabilir,
- Halka açık şirketlerin piyasada daha gelişmiş ve daha bilgili oldukları varsayılır,
- Şirket hakkındaki bilgilere daha hızlı ulaşabilirler.

1.1.2.8. Diğer Avantajlar

Yukarıdaki avantajlara ek olarak halka arzın şu faydaları da bulunmaktadır (www.borsaistanbul.com):

- Payların borsaya kote edilmesi ve borsada işlem görmesi şirket değerinin ve pay fiyatının belirlenmesini temin eder.
- Halka arz ile şirketlerin riski dağıtmaları sağlanmaktadır.
- Kayıtlı sermaye sisteminden yararlanılarak daha kolay ve düşük maliyetli sermaye artırımını imkânı elde edilmektedir.
- Tahvil ve finansman bonusu gibi borçlanma senetleri ihraçlarında daha yüksek fon temin etme imkânı doğmaktadır.

1.1.3. İlk Halka Arzların Dezavantajları

İlk halka arzın şirketlere sunduğu avantajlar halka açılmayı teşvik ederken, bazı nedenlerle halka açılmayı olumsuz yönde etkilemektedir. Halka açılmayı olumsuz yönde etkileyen bu dezavantajlar aşağıda ele alınmıştır:

1.1.3.1. Ters Seçim (Adverse Selection)

Finansal piyasalarda oluşan işlemlerde taraflardan birinin genellikle işlem hakkında daha az bilgiye sahip olma olasılığı bulunmaktadır. Piyasada karşılaşılan bazı

ekonomik birimlerin diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumu bilgi asimetrisi olarak adlandırılmaktadır (Fidan, 2011: 43).

Bilgi asimetrisi ters seçim sorununu beraberinde getirir. Ters seçim (adverse selection); bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli kredi müşterisinin potansiyel “kötü” borçlu olduğu asimetrik bilgi sorunudur. Ters seçim sorunu söz konusu ise finansal piyasalarda tersi (arzu edilmeyen) sonuçlar verecek (örneğin, krediyi geri ödemeyecek) müşteri seçimi yapılması olasılığı artmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003).

Bu durum halka arzlar açısından ele alındığında hisse senetleri halka arz olunan şirketlerin yöneticilerinin, şirketin değeri konusunda genelde potansiyel yatırımcılarından daha doğru bilgiye sahip olması durumu ters seçim sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu asimetrik bilgi, şirketi halka arzı gerçekleştirebilmek için düşük fiyatlama yapmak zorunda bırakabilmektedir. Bu durumda halka açılan şirket, arzuladığı ve şirketin gerçek değerini takdir eden yatırımcıları seçemeyebilmektedir (Başpınar, 2008: 7).

1.1.3.2. Karın Paylaşımı

Anonim ortaklıklarda, halka açılmadan önce pay sahiplerine genellikle temettü (kar payı) dağıtılması söz konusudur. Bu durum, özellikle çok ortaklı şirketlerde küçük pay sahiplerinin yıllar boyu kar payı elde edememelerine neden olmaktadır.

Hâlbuki SPK’ya tabi ortaklıklar açısından, pay sahiplerine belli oranda kar payı dağıtma zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıklar, kurul tarafından belirlenen miktardan az olmamak kaydıyla esas sözleşmelerinde birinci temettü dağıtmaları yasal zorunluluktur.

Halka açık anonim ortaklıklarca dağıtılacak birinci temettü tutarı, anılan ortaklıkların hesap dönemi karından, kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın % 20 sinden az olamaz (Uşaklı, 2010: 93-94).

1.1.3.3. Gizliliğin Kaybı

Şirketler, kendilerini rakiplerine göre daha avantajlı kılan yönlerini ve kaynaklarını genellikle açıklamak istemezler. Ancak halka açılan bir şirket gerek yasal yükümlülükleri dolayısıyla gerekse yatırımcıları çekebilmek amacıyla kendine avantaj

sağlayan bu yönlerini açıklamak zorunda kalabilmektedir. Bunun sonucu olarak da mevcut avantajın kaybolması riski doğabilir (Başpınar, 2008: 7).

1.1.3.4. Raporlama ve Denetim Sorumluluğu

Halka açılan bir firma belli zaman aralıklarında veya belli durumların ortaya çıkmasıyla kamuoyuna veya ilgili düzenleyici ve denetleyici otoritelere açıklama yapmak zorundadır. Aynı şekilde halka açık firmalar dünyanın her yerinde bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Bütün bunlar şirket için ilave giderlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

1.1.3.5. Kontrol Kaybı

Halka arz edilmemiş işletmelerde işletme yönetimi ve denetimi belli kişilerin elinde toplanmıştır. Ortak sayısı halka arz sonrası artacağından işletmenin karar alması güçleşebilmekte ve işletmenin eski ortaklar tarafından yönetilmesi daha zor hale gelebilmektedir. İşletmeler bu durumu ciddi bir sorun olarak görseler de oydan yoksun hisse senedi ihracı ile bu sorunu giderme yoluna gitmektedirler (Bilgiç, 2008: 19).

1.1.3.6. Halka Açılma Masrafları

Halka açılan işletmelerin bazı sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sorumlulukların arasında belli dönemlerde finansal raporlar hazırlamak, bunları kamuoyuna duyurmak, işletme hakkında çıkan haberler veya iddiaları yanıtlamak, yatırımcıları periyodik olarak bilgilendirmek gibi sorumluluklar sayılabilir. Bunun dışında halka arz esnasında, SPK ve BİST ile olan çalışmalar devam ederken gerekli yasal harçları yatırmak, aracı kurum için aracılık komisyonu ödemek, piyasayı halka arz konusunda bilgilendirmek için reklam ve tanıtım faaliyetlerinde bulunmak halka arzı maliyetli bir süreç haline getirmektedir (Bilgiç, 2008: 19-20).

Tablo 1: Halka Açılma Masrafları

SIRA NO	KURULUN ADI	AÇIKLAMA	ÖDENEN ÜCRET
1	SPK	Kayıt Ücreti	Hisse senetlerinin ihraç değerinin binde ikisidir (% 0.2)
2	BİST Kurulu	Kota Alma/Pazar Kayıt Ücreti	Şirket sermayesinin Nominal tutarının binde biridir (% 0.1)
		Kotta Kalma Ücreti	Kota Alma Ücretinin ¼'ü
3	MKK	Üyelik Giriş Ücreti	Şirketlerden ödenmiş sermayesinin binde biri (% 0.1) oranında en az 2,000 ₺ en çok 50,000 ₺ olacak şekilde bir giriş aidatı alınmaktadır.
4	Aracı Kurum	Aracılık Komisyonu	Belirsiz
5	Bağımsız Denetim	Bağımsız Denetim Raporları Ücreti	Belirsiz

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/maliyetler> (01.08.2015).

Halka açılmanın şirketlere maliyetinin başlıca unsurlarını 5 bölüme ayırmak mümkündür:

Aracı Kuruma Ödenen Ücretler: İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne ve verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kurum ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kurumlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı kuruluş ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir (Küçükçaylı, 2013: 13).

SPK'ya Ödenen Ücretler: Halka arz sürecinde ortaklıklar ya da halka arz edenler, satışı yapılacak payların, nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değerinin binde ikisi tutarında ücreti, izahnamenin Kurulca onaylanarak ortaklığa veya halka arz edene teslimi öncesinde Kurul adına açılan hesaba yatırılmaktadır. Ancak payların ilk halka arzında, payların halka arz fiyatı ile nominal değeri arasındaki farka ilişkin kısmı için hesaplanan kurul ücreti binde bir olarak uygulanmaktadır. Yine payların ilk halka arzında, ayrıca ortaklığın satışı yapılmayacak paylarının nominal değeri üzerinden binde iki tutarında kurul ücreti alınmaktadır.

BİST'e Ödenen Ücretler: Hisse senetleri ulusal pazarda işlem görmeye başlayan işletmeden kotasyon, bölgesel veya yeni işletmeler pazarında işlem görmeye başlayan işletmeden ise Pazar kayıt ücreti alınmaktadır.

Kotasyon ücreti ve bölgesel pazar için pazar kayıt ücreti, işletmenin nominal sermayesinin % 0.1'i olarak hesaplanmaktadır. Yeni işletme pazarı için pazar kayıt ücreti ise, işletmenin nominal sermayesinin % 0.005'i kadardır. Ayrıca işletme hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başlamasına ilişkin ilan ile halka arz izahnamesinin borsa günlük bültenine ilanı nedeni ile de ilan masrafı ödenmektedir (Tille, 2000: 41).

MKK'ya Ödenen Ücretler: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., 2,000 ₺'den az, 50,000 ₺'den çok olmamak şartıyla halka açılan şirketlerden çıkarılmış/ödenmiş sermayenin binde biri (% 0.1) tutarında üyelik giriş aidatı almaktadır.

Diğer Maliyet Unsurları: Ayrıca; halka açılmak için, halka arz başvuru tarihinden önceki üç mali yıl ile son ara döneme ilişkin mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması gerekmektedir. Bağımsız denetim için talep edilen ücretler, bağımsız denetim kuruluşlarına göre çok büyük farklılık gösterebilmektedir.

Kotasyon başvurusu için bağımsız bir hukuk danışmanı tarafından şirketin hukuki durumunu anlatan bir "hukuki görüş" hazırlanması gerekmektedir. Buna ek olarak da yurt dışı satış için yerel aracı kurumların yanı sıra yabancı aracı kurumların kullanılması durumunda, yurt dışına yönelik bir "teklif" hazırlanması ayrıca bir maliyet oluşturmaktadır.

İzahname ve varsa teklif baskı maliyetleri, halkla ilişkiler ve reklam kampanyası masrafları (halkla ilişkiler şirketi ve reklam ajansına ödenecek ücretler, TV, gazete ve radyo reklam ücretleri vb.), yurt içi/yurt dışı analist ve yatırımcı toplantıları roadshow organizasyon masraflarını kapsar (Güngör vd., 2009: 106-107).

1.1.3.7. Yasal Takip

Halka arz sürecinde görev alan şirket yöneticileri ve aracı kurumlar, halka arz sırasında ve buna bağlı olarak sonrasında yatırımcıların veya düzenleyici-denetleyici kurumların yasal takiplerine maruz kalabilmektedir. Ayrıca, halka açılmakla daha çok ortağa sahip olan ve daha fazla birimin gözetim ve denetimine tabi olan şirketlerin, aile şirketlerine nazaran daha fazla davayla muhatap olması söz konusudur. Bu durumda

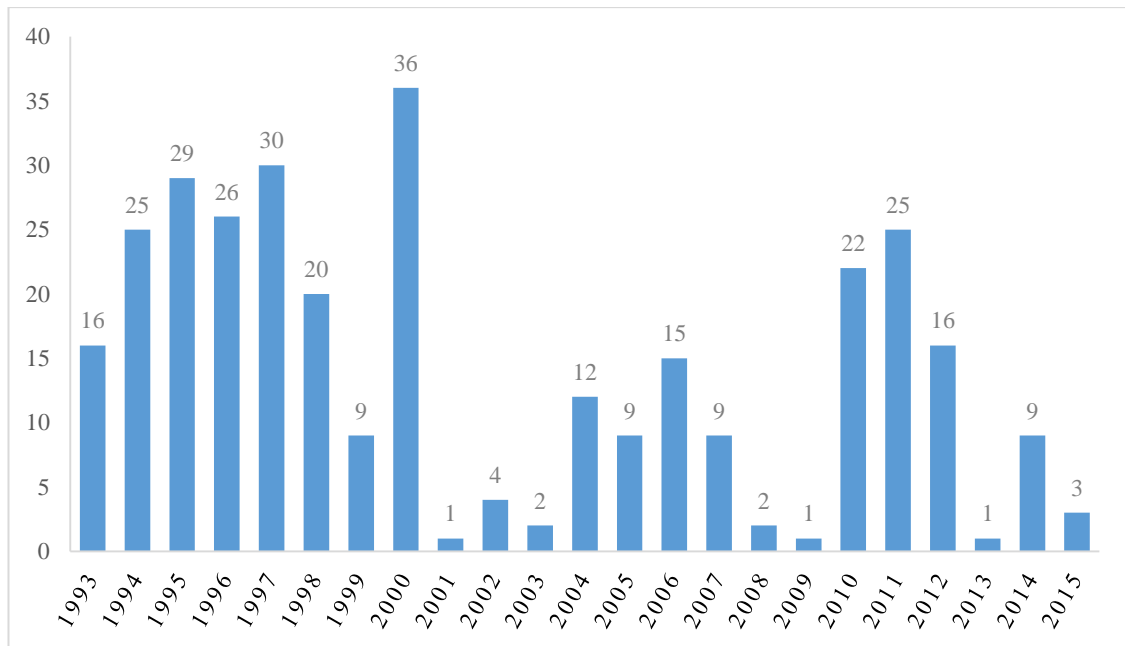
şirket, önemli tutarda tazminat yüküyle karşılaşabilmekte, yasal takipler lehe sonuçlansa dahi ilave masraflara katılmak zorunda kalabilmekte, en azından bu süreç yasal takibe maruz kalan yöneticilerini olağan işlerinden alıkoyabilmektedir (Başpınar, 2008: 8).

1.1.4. Türkiye’de Halka Arz Seferberliği

Borsa İstanbul’un açıldığı 1986 yılından 1990 yılına kadar gerekli yasal düzenlemelerin yetersizliği ilk halka arzların istenilen düzeyde gerçekleşmesini engellemiştir. Yasal düzenlemelerin yapılması sonucunda 1990 yılından 2001 krizine kadar birçok halka arz sürecine dâhil olmuştur. Bu dönemde halka arz olunan şirket sayısı yıllık ortalama 25-30 civarındadır. En çok halka arz 2000 yılında (35 şirket), en az halka arz ise 2001, 2009 ve 2013 yıllarında (1 şirket) gerçekleşmiştir. 2001 krizinde yatırımcıların çok büyük kayıplar yaşamaları onların borsaya olan güvenlerini sarsmıştır. Bu durum ilk halka arzlara da yansımış olup bu tarihten sonra yılda ancak birkaç şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiştir (Elmas, 2011: 33).

Borsa İstanbul bünyesinde 01.01.1993 tarihinden 30.06.2015 tarihine kadar toplam 322 şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiş ve şirket sayısının yıllara göre dağılımı Grafik 1’de verilmiştir.

Grafik 1: 1993-2015 Yılları Arası İlk Halka Arzı Gerçekleşen Şirket Sayısı



Kaynak: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri>, (07.09.2015).

Halka açılmanın gerek ülke ekonomisine gerekse şirketlere sağlayacağı faydalara yönelik farkındalığın artırılması için, Borsa İstanbul ile Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında 07.08.2008 tarihinde işbirliği protokolü imzalanmış ve “Halka Arz Seferberliği” başlatılmıştır. Seferberlik kapsamında halka arz süreci kolaylaştırılmış ve maliyetler düşürülmüştür. Bu düzenleme ve faaliyetlerin ana amacı; ekonomiye katkı sağlamak ve Türkiye’nin dünya finans piyasasında hak ettiği yere daha hızlı ulaşmasını sağlayabilmektir (Köksal, 2013: 9).

İşbirliği protokolü kapsamında bugüne kadar Sanayi ve Ticaret Odaları için 19.10.2009 tarihinde toplam 33 odanın temsilcileri Borsa İstanbul’a davet edilerek bir toplantı düzenlenmiştir. Toplantıda sermaye piyasasının sunduğu imkânlardan şirketlerin daha etkin ve geniş yararlanması için başlatılan çalışmalar kapsamında bilgi verilmiş ve halka arz teşvik çalışmaları kapsamında odalardan beklenen destekler anlatılmıştır. Ayrıca odaların bünyelerinde Borsa İstanbul ile halka açılmayı düşünen şirketler arasında “iletişim köprüsü” olarak hizmet vermesi planlanan destek birimlerinin oluşturulması talep edilmiştir.

Çeşitli şehirlerde faaliyet gösteren 28 Sanayi ve Ticaret Odası bünyesinde oluşturulan destek birimlerinde görevli 53 personele 22-23 Şubat 2010 tarihlerinde eğitim verilmiştir.

İşbirliği protokolü çerçevesinde, başlatılan halka arz teşvik çalışmaları kapsamında, İstanbul’da, Bursa’da ve İzmir’de payları Borsa İstanbul’da işlem görmeyen şirketlerin katıldığı “Halka Arz Seferberliği Zirveleri” gerçekleştirilmiştir. Söz konusu zirvelere ülkemizin ve aynı zamanda o illerin önde gelen şirketleri ile SPK kaydında olan şirketlerden payları Borsa İstanbul’da işlem görmeyen şirketlerin yönetim kurulu başkanı ve üst düzey yöneticileri katılmışlardır. Ayrıca halka arza yetkili aracı kurumlar, bağımsız denetim şirketleri, hukuk firmaları, özel sermaye fonları, yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılar, danışman şirketler ve sektörel dernekler gibi halka arzlarda taraf olan kuruluşlar da stand açmak, çalıştaylar organize etmek ve şirketlerle birebir görüşmeler yapmak suretiyle aktif bir şekilde zirvelere iştirak etmişlerdir.

Ayrıca diğer çeşitli illerde de, sanayi ve ticaret odaları, sektörel ve bölgesel dernekler ve meslek örgütleri tarafından ortaklaşa olarak “Halka Arz ve Borsa İstanbul’un

Sunduğu Fırsatlar” konulu seminerler düzenlenmiştir. Buna ilave olarak, sermaye piyasasından yararlanma potansiyeli yüksek olan şirketlere doğrudan Borsa İstanbul A.Ş. yöneticilerince ziyaretler yapılmaya, halka arz ve Borsa İstanbul’un sunduğu diğer fırsatlar konusunda bilgi verilmeye devam edilmektedir.

Şirketlerin halka arza ilgisini arttırmak amacıyla yapılan bu çalışmalar sonucunda İHA sayısında önemli artışlar olmuştur. 2001 yılından 2010 yılına kadar 9 yıl içinde toplam 55 şirketin ilk halka arzı gerçekleştirilirken 2010 yıldan 2012 yılı da dâhil 3 yıl içinde toplam 63 şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiştir.

1.2. İlk Halka Arz Süreci

Yapılacak halka arzın başarıya ulaşmasında doğru zamanın tespiti çok önemlidir. Doğru zamanlama için dikkat edilecek etkenlerden birisi şirketin faaliyet gösterdiği sektörün durumudur. Halka arzın başarısı uygun pazar koşullarına ilave olarak yatırımcıların, şirketin yer aldığı sektörün durumu hakkında düşüncelerine de bağlıdır. Zamanlama açısından diğer önemli bir etken de şirketin kendi durumudur. Bu etken, piyasanın genel durumu ve sektörel faktörler ile bir araya geldiğinde daha önemli hale gelmektedir (Gökalp, 2014: 104).

Türkiye’de pay senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun, borsada işlem görmesi ise Borsa İstanbul’un incelemelerine tabi tutulmaktadır.

1.2.1. SPK ve Borsa İstanbul’a Müracaat

SPK tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile birlikte hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için kurula müracaatta bulunulur. Şirket SPK müracaatı ile eş zamanlı olarak, borsa tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile hisse senetlerinin halka arz edilmesinden sonra borsanın ilgili pazarında işlem görmesi için borsaya başvuruda bulunur. Başvuru şirket tarafından ya da yetkili aracı kurum tarafından yapılabilmektedir (Dikbaş, 2006: 74). Ayrıca, tanıtım faaliyetinin şekli ve içeriği bu adımda belirlenmektedir. Mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi gerekmektedir. Şirket paylarının halka arz edileceğine dair şirket yetkililerinin beyanatları olabileceği gibi, yazılı ve görsel basında şirketin faaliyetleri hakkında bilgilere de yer verilebilir.

1.2.2. Borsa İstanbul ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi

Şirket'in halka arz ve Borsa'da işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirket merkez ve üretim tesisleri borsa uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunmaktadır. İşlem görme başvurusunda bulunan şirketin bulunduğu sektöre göre gerçekleştirilen incelemeler arasında çeşitli farklılıklar olsa da temelde kalitatif ve kantitatif hususlar üzerinde durulmaktadır (Dikbaş, 2006: 75-76):

Kalitatif incelemeler; şirketin hammadde temini, üretim süreci, üretim tesisleri, yurt içi ve yurt dışı satışları, yapılan ve yapılacak olan yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vb. anlaşmalar, sahip olunan markalar, alınması gereken izinler, şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri ile ilgili incelemeleri kapsamaktadır.

Kantitatif incelemeler ise şirketlerin finansal durumunun tespitine yönelik mali tabloların incelenmesi sürecini kapsamaktadır. Bu incelemelerde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve yardımcı defterler üzerinde çalışılmakta, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik analizler ve bu çerçevede oran analizi yapılmaktadır.

1.2.3. Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna Müracaat

Borsa İstanbul'un iştiraki olan Takasbank, Türkiye'de menkul kıymetlerin takası, saklaması ve uluslararası standartlarda numaralandırılması ile görevlendirilmiş bir sektör bankasıdır. Takasbank, Borsa İstanbul'da işlem görececek olan sermaye piyasası araçlarının tümüne uluslararası geçerliliği olan bir numaralandırma sistemi olan "ISIN kodu" vermektedir. Halka arz sürecinde şirketlerin Takasbank'a müracaatı ve halka arz edilecek sermaye piyasası aracı için ISIN kodunun Takasbank'tan alınması zorunludur.

Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ise Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kaydedilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu'dur. Kaydedilen sermaye piyasası araçlarını hak sahibi bazında kayıt altına alır. Takasbank müracaatını takiben halka arz edilecek payların, MKK'ya kayıt olması ve halka arzın tamamlanması ile birlikte halka arzdan pay alan yatırımcıların

MKK nezdindeki hesaplarına bu payların aktarılması için şirketin MKK'ya üye olması gerekmektedir.

Ayrıca şeffaflık ilkesi gereği sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketlerin finansal tabloları ile özel durum açıklamalarını MKK tarafından işletilmekte olan Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (www.kap.gov.tr) yayınlamaları gerekmekte olup, açıklamalarını Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlatabilmek için şirketlerin MKK'ya "KAP" üyeliği için de başvuruda bulunmaları ve elektronik sertifika almaları gerekmektedir.

1.2.4. Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi

Paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi için başvuran bir şirketin payları Borsa İstanbul uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonrasında Borsa Yönetim Kurulu'nca verilecek kararlar şartlarını sağladığı aşağıdaki şemada gösterilen Borsa İstanbul Pay Piyasası pazarlarından birinde işlem görür.

Ulusal Pazar: Ulusal Pazar, Borsa İstanbul'un en büyük pazarıdır. 31.07.2015 tarihi itibarıyla bu pazarda farklı sektörlerde faaliyet gösteren toplam 226 adet şirket işlem görmektedir. Ulusal pazarda kotasyon kriterleri ise;

Bağımsız Denetim Şartı: Bağımsız denetim raporları ve finansal durum tabloları Borsa'ya sunulmuş olmalı,

Faaliyet Süresi Şartı: Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olmalı ve 3 yıllık mali tablolar yayınlamış olmalı,

Sayısal ve Finansal Kriterler: Aşağıda alternatif gruplarda yer alan koşullardan aynı grup içerisinde yer alan koşulların tamamının sağlanmış olması.

Tablo 2: Ulusal Pazar Sayısal ve Finansal Kriterler

	Grup 1	Grup 2	Grup 3
Halka arz edilen payların piyasa değeri	Asgari 149,000,000 ₺	Asgari 75,000,000 ₺	Asgari 37,000,000 ₺
Vergi öncesi kar elde edilmiş olması	Son iki yıldan en az birinde	Son iki yıldan en az birinde	Son iki yıl
Halka arz edilen payların ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranı	-	Asgari % 5	Asgari % 25
Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolarındaki öz sermaye	Asgari 37,000,000 ₺	Asgari 24,500,000 ₺	Asgari 15,000,000 ₺

Kaynak: Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, Borsaistanbul, s. 12.

Sağlıklı Finansman Yapısı Şartı: Finansman yapısının, faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa Yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması, Yukarıda bahsedilen kriterler yerine getirildiği takdirde şirket hisseleri Ulusal Pazar'da işlem görebilmektedir.

İkinci Ulusal Pazar: İkinci Ulusal Pazar'ın kuruluş amacı kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamaktır. İkinci Ulusal Pazar'da 31.07.2015 tarihi itibarıyla 87 adet şirketin payları işlem görmektedir.

Kurumsal Ürünler Pazarı: Öncelikle menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarının, borsa yatırım fonları katılma belgelerinin, varantlar, sertifikalar ve diğer yapılandırılmış ürünlerin, ayrı bölümler halinde özel bir pazar bünyesinde işlem görmelerini ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmek üzere Kurumsal Ürünler Pazarı kurulmuştur.

1.2.5. Halka Arz İzahnamesinin Onaylanması

SPK tarafından, başvuru izahnamesinin mevzuatında öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması çerçevesinde incelenir ve uygun görülen izahname paylarının halka arzının gerçekleştirilmesi için onaylanır.

1.2.6. Payların Halka Arzı ve Satış Sonuçlarının Bildirilmesi

Hisse senedinin Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilmek zorundadır. Söz konusu tescil ve ilandan sonra, 15 gün içerisinde izahname ve tasarruf sahipleri için sirküler basın yayın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunulur. Ayrıca halka arz edilen hisse senetlerinin % 15'ine kadar da bir ek satış hakkı söz konusu olup, arzu edildiği takdirde halka arzdan sonra bu ek satış hakkı da kullanılabilir.

Özetlenen bu prosedür, hisse senetlerinin aracı kurumlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkindir. Şirketler isterlerse hisse senetlerini Borsa dışında değil, Borsa birincil piyasasında da halka arz edebilirler. Borsa birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde hisse senetleri Kurul kaydına alındıktan sonra ilk Borsa Yönetim Kurulu toplantısında şirketin işlem görme başvurusu görüşülerek Borsa Yönetim Kurulu kararı ile birincil piyasada halka arzına müsaade edilir. Borsa'da halka arza, Borsa Yönetim Kurulu'nun karar tarihinden bir hafta sonra başlanabilir. Borsa'da halka arz, izahnamede belirtilen süre içinde gerçekleştirilir. Söz konusu sürenin tamamlanmasından sonra veya süre dolmadan satış tamamlanmış ise satışın bittiği işgünü, şirket hisse senetleri ikincil piyasada işlem görmeye başlar (Dikbaş, 2006: 77-78).

1.2.7. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama

Satış işlemleri sonuçlandıktan sonra halka arz satış sonuçlarını aracı kurum, şirket hisse senetlerini satın alan yatırımcı sayısı ve kimlik bilgileri, satışın gerçekleştiği fiyat ve varsa hisse senedini satın alan yatırımcılar içinde toplam halka arz toplamının %5 ve üzeri satın alan yatırımcıların bilgileri SPK'ya ve borsaya bildirir. Halka arz sonuçları ile birlikte şirket hakkında hazırlanan son raporun incelenmesi sonucunda, Borsa yönetim kurulu şirket hisse senetlerinin işlem göreceği Pazar hakkında kararını verir.

Halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından gerekli görülen bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde ilan edilir. Borsa dışı satışlarda ise ilanı takip eden ikinci işgününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işleme alınmaktadır (Gökalp, 2014: 107).

Şirketin büyüklüğü, faaliyet gösterdiği sektör ve yapısı, Borsa'ya açılma sürecinde kullanılan yöntem, piyasa yapısı gibi çok çeşitli faktörlerden etkilenen halka arz sürecinin uzunluğunun tam olarak belirlenmesi zor olmakla beraber, Tablo 3'de örnek bir zaman çizelgesi yer almaktadır.

Tablo 3: İlk Halka Arz Süreci Zaman Çizelgesi

Süreç	1. Hafta					2. Hafta					3. Hafta					4. Hafta					5. Hafta					6. Hafta				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
SPK ve Borsaya Müracaat																														
SPK ve Borsa İncelemeleri																														
Borsa İstanbul Yönetim Kurulu Kararı																														
SPK İzahname Onayı																														
İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusunun İlanı																														
Halka Arzın Yapılması																														
Satış Sonuçlarının Borsaya Bildirilmesi																														
Şirketin İşlem Görmeye Başlaması																														

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/zaman-cizelgesi> (01.08.2015).

1.3. Borsada İşlem Görmeye Başlayan Şirketlerin Yükümlülükleri

Borsada işlem görmeye başlayan şirketlerin bazı yükümlülükleri yerine getirmesi gerekmektedir. Aşağıda bu yükümlülükler ele alınmaktadır.

1.3.1. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü

Halka açık anonim ortaklıkların temettü dağıtım yükümlülüğü ve temettü avansı dağıtımına ilişkin esaslar Seri:4, No:27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali

ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın % 20'sinden az olamaz.

Hisseleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü,

- Tamamen nakden dağıtmada,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtmada,
- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakmada,
- Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmada ortaklık bünyesinde bırakmada serbesttirler.

1.3.2. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Payları Borsamızda işlem gören şirketler, bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve 6 aylık mali tablo ve dipnotları ile ara dönem mali tablo ve dipnotlarını hesap döneminin bitimini izleyen ve belirlenmiş olan süreler içerisinde kamuya duyurulmak üzere KAP'a göndermektedirler. Söz konusu yükümlülük yerine getirilmediği veya SPK'dan ek süre izni alınmadığı takdirde bu yükümlülüğünü yerine getirmeyen şirketin işlem sırası kapatılmaktadır (www.borsaistanbul.com).

1.3.3. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin yıllık ve sınırlı bağımsız denetimden geçmiş 6 aylık ara döneme ait finansal tablo ve dipnotlarının belirli süreler içerisinde Borsa İstanbul ve kamuoyuyla paylaşılması gerekmektedir (Güler, 2010: 104).

1.3.4. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü

Şirketlerin yönetim kurulları, ortakları ve diğer menfaat sahiplerinin arasındaki ilişkiyi ve tarafların şirket üzerindeki hak ve sorumluluklarını belirler. Bu kapsamda, şirketler yıllık faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde Kurumsal Yönetim İlkeleri olan disiplin, şeffaflık, bağımsızlık, hesap verilebilirlik, sorumluluk, eşitlik ve sosyal sorumluluk konularına uyum konusunda beyanda bulunmaktadır.

1.4. İlk Halka Arz Yöntemleri

Türkiye’de payların ihracına ilişkin esaslar SPK’nın 04.03.2013 tarihli “Payların İhracına İlişkin Esaslar Tebliği” nin ikinci bölümünün 6. ve 7. Maddesinde düzenlenmiştir (www.spk.gov.tr). Şirketlerin halka arz için iki yöntem seçme hakları bulunmaktadır. Bu yöntemler Ortaklardan Satış (Mevcut Payların Halka Arzı) ve Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz (Yeni Pay İhracı Yoluyla Halka Arz)’dır. Ayrıca şirketler, Bu iki yöntemin bir arada kullanılması yöntemini de seçebilmektedir.

Yukarıdaki yöntemlerden hangisi kullanılırsa kullanılsın sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personeli ve bunların eşleri ve birinci derecede kan ve evlilik bağına bağlı olarak ortaya çıkan hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan ve dolaylı olarak satın alamazlar (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 316-317).

1.4.1. Ortaklardan Satış (Mevcut Payların Halka Arzı)

Bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş paylar, söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişilerce ilk halka arzı yapılmaktadır. Şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir. Ortaklardan satış işleminin şirket açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık şirket statüsüne geçilmesi; portföyündeki payların bir kısmını ilk halka arz ile satan gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık satış nedeniyle belirli tutarlarda hasılat elde edilmesidir (Elmas, 2011: 57-58).

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu’nun “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir (Seri:1, 26 Numaralı Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (15.11.1998, 23524 sayılı T.C. Resmi Gazete). Ancak özelleştirme kapsamında olanlar dâhil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 317);

- a) Ortaklık sermayesinin tamamen ödenmiş olması,
- b) Hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, Kurula başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermaye oranının en az;
 - Sermayeleri 12,209,760 ₺'sına kadar olan ortaklıklar için % 25,
 - Sermayeleri 12,209,760 - 61,048,800 ₺'sı arasında olan ortaklıklar için % 15,
 - Sermayeleri 61,048,800 ₺'sı ve daha fazla olan ortaklıklar için ise % 5 olması,
- c) Hisse senetlerinde rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması,
- d) Hisse senetlerinin, Kurulun hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması, zorunludur.

1.4.2. Sermaye Artırımı Yöntemiyle Halka Arz

Sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzı yöntemi ile halka arz aşağıda sayılan şekilde yapılabilir:

- a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü öncelik haklarını (mevcut hissedarların yeni pay altına alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.
- b) Sermaye artırımında ortaklarca öncelik hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, SPK'nın "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir (Seri:1, 26 Numaralı Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (15.11.1998, 23524 sayılı T.C. Resmi Gazete).

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımında, ortakların yeni pay haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK'ya yapılacak başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler uygulanır:

- a) Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde değişiklik tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.
- b) TTK hükümleri dâhilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Sermaye artırımını yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak belirtilmiş sermaye oranının en az aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekir (Gökalp, 2014: 99):

- Sermayeleri 14,200,000 ₺ kadar olan ortaklıklar için % 25,
- Sermayeleri 14,200,000 ₺ ile 70,800,000 ₺ arasında olan ortaklıklar için % 15
- Sermayeleri 70,800,000 ₺ ve daha fazla olan ortaklıklar için ise % 5 olması gerekir.

1.4.3. Ortaklardan Satış ve Sermaye Artırımı Yönteminin Bir Arada Kullanılması

Gerek mevcut hisselerin halka arz edilmesi yöntemiyle gerekse sermaye artırımını yoluyla gerçekleşecek olsun, halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının şirket sermayesine oranı Kurul'un belirlenmiş olduğu orandan az olamaz. Diğer bir ifadeyle Kurul, şirketlerin sermaye tutarlarına bağlı olacak şekilde asgari halka açılma oranını belirlemektedir. Söz konusu oranların hesaplanmasında baz teşkil edecek sermaye tutarları ise Kurul tarafından her yıl yeniden belirlenerek ilan edilmektedir (Güngör vd., 2009: 81).

Mevzuata göre, sermaye şartı sağlandığı sürece halka açılma oranının % 5'e kadar inebileceği anlaşılmaktadır. Ne var ki, bu kadar düşük oranla halka açılmalara pratikte pek rastlanmamaktadır. Belirli kurumsal yatırımcı grupları, halka arzlardan hisse senedi almak için, ilgili şirketin halka açık kısmının piyasa değerinin belirli bir tutarın üzerinde olmasını şart koşabilmektedir. Bu husus, küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin halka arz stratejileri çerçevesinde hedeflenen yatırımcı gruplar değerlendirilirken mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır (Güngör vd., 2009: 81-82).

Tablo 4: 1993-2015 Döneminde Türkiye’de Halka Arz Yöntemi ve Halka Arz Olan Şirket Sayısı

Yıllar	Ortaklardan Satış	Sermaye Artırımı	Ortaklardan Satış + Sermaye Artırımı	Toplam
1993	12	4	0	16
1994	17	8	0	25
1995	11	13	3	27
1996	11	13	3	27
1997	5	19	5	29
1998	1	13	6	20
1999	4	5	1	10
2000	5	22	8	35
2001	1	0	0	1
2002	2	2	0	4
2003	0	2	0	2
2004	3	3	6	12
2005	5	2	2	9
2006	7	3	5	15
2007	3	2	4	9
2008	2	0	0	2
2009	0	1	0	1
2010	6	5	11	22
2011	2	11	12	25
2012	1	9	6	16
2013	0	1	0	1
2014	3	2	4	9
2015	1	1	1	3
Toplam	102	141	77	320
Toplamın Yüzdesi	32%	44%	24%	100%

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (10.07.2015).

Tablo 4’de Borsa İstanbul’da yıllar itibari ile halka açılan toplam şirket sayılarını ve toplam içinde hangi yöntemin kaç şirket tarafından tercih edildiği gösterilmektedir.

1995 yılında 29 şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiş olup 2 şirket (Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.) tedrici kuruluş olup, halka arz yöntemlerinden herhangi biri kullanılmamıştır.

Tablo 4 ayrıntılı bir şekilde incelendiğinde 1993 yılından 31.06.2015 tarihinde kadar Borsa İstanbul bünyesinde halka açılan şirket sayısının 322 olduğu görülmektedir.

Bunların 102 tanesi (% 31.68) Ortaklardan Satış yöntemiyle halka arz olmuş, 141 adet (% 43.79) Sermaye Artırımı yöntemini kullanmış ve bu iki yöntemi kullanan sayısı da 77 (% 23.91) olarak kaydedilmiştir. Bu tarihler arasında en çok kullanılan yöntem Sermaye Artırımı yöntemidir. En az tercih edilen ise iki yöntemin bir arada kullanıldığı yöntemdir.

1993 yılından Türkiye’de kriz dönemi olan ve sadece bir adet şirketin halka arzının gerçekleştiği 2001 yılına kadar toplam 191 ilk halka arz gerçekleşmiştir. Türkiye’de kriz dönemleri olan 2001 ve 2009 yıllarında halka arz sayısı en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu dönemde 2001 ve 2009 yıllarında yalnızca birer adet halka arz gerçekleşmiştir. Buradan göreceli olarak krizlerin halka arzı etkilediği sonucuna ulaşılabilir.

En fazla halka arzın gerçekleştiği dönem 35 halka arz ile 2000 yılıdır. Halka arz seferberliğinin etkisi ile 2010, 2011, 2012 yıllarında toplamda 63 adet halka arz gerçekleşmiştir.

1.5. İlk Halka Arzda Satış Yöntemleri

Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını düzenleyerek, yatırımcının ihraççılar tarafından yanıltılmasını önlemeye çalışmıştır. Bu nedenle ortaklıklar, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında Sermaye Piyasası Kurulu’nun koymuş olduğu satış yöntemlerine ilişkin kurallara uymak zorundadır. İhraççılar açıklanacak olan satış yöntemlerini seçmekte serbesttir. Ortaklıklar bu yöntemleri belirlerken kurumlarının durumu, aracılardan 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 arz yoluyla satışında uygulanabilecek satış yöntemleri SPK’nın 18.04.2013 tarihli “Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtım İle Teslim Esasları Tebliği”nin Üçüncü bölümünün 9. Maddesinde düzenlenmektedir. Bu tebliğe göre sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında; Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi, Borsada satış yöntemi ve talep toplanmaksızın satış yöntemi kullanılabilir. İlk halka arzda genel olarak Talep Toplama Yöntemi ve Borsada Satış Yöntemi olmak üzere temelde iki yöntem kullanılmaktadır. Türkiye’de uygulamada kullanımı pek görülmeyen bir üçüncü yöntem ise Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemidir (www.spk.gov.tr).

1.5.1. Talep Toplama Yöntemi

Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi SPK'nın 18.04.2013 tarihli "Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtımını İle Teslim Esasları Tebliği"nin Üçüncü bölümünün 10. maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri bu Tebliğin ekindeki talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve bu talepler izahnamede yer alan usul ve esaslara göre değerlendirilerek, satışa sunulan sermaye piyasası aracının dağıtımını talepte bulunanlar arasında gerçekleştirilir. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Yetkili kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler (www.spk.gov.tr).

Talep Toplama Satış Yöntemi uygulamada üç farklı şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar; Sabit Fiyatla Talep Toplama, Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama, Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama yöntemleridir.

1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Bu yolla yapılacak halka arzlarda; satışa sunulan aracın hisse senedi olması durumunda ihraççı veya hissedar tarafından sabit bir fiyat belirlenir. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar. Talep toplama süresi en az 2 iş günü olarak belirlenir. Satışa sunulan sermaye piyasası araçlarından almak isteyen yatırımcılar, almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri sirkülerde belirtilen süre içinde sirkülerde belirtilen banka hesabına yatırır ve halka arzı yürüten aracı kuruluşça düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar. Banka, yatırımcıya, bedelin satışa sunulan hangi miktar sermaye piyasası aracı için tahsil edildiğini gösteren bir makbuz verir (Hotamış, 2007: 19-20).

Daha basit bir ifadeyle sabit fiyatla talep toplamada, öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır, katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yapar (Çavuşoğlu, 2008: 25).

Taleplerin arz edilen miktardan az veya fazla olması durumunda değişik yöntemler izlenir. Toplam talep, satışa sunulan miktardan az olduğunda bütün talepler karşılanır. Fazla olduğunda ise satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür. Bulunan miktar ve altındaki talepler karşılanır. Toplam talep fazla olduğunda

kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek dağıtılır. Dağıtım işlemi tüm satışa sunulan hisse senetleri bitinceye kadar devam eder (Sağlam, 2007: 8).

Teklif alma sürecinin bitiminden itibaren iki iş günü içinde aracı kurum yaptığı hisse senedi tahsisatını bir liste halinde halka arz olunan şirkete sunar. Şirkette bu listeyi onaylayarak iki iş günü içinde aracı kuruma geri verir. Aracı kurum kabul edilmeyen teklifleri ilan eder ve bunların yatırmış oldukları depozitoları derhal geri öder. Halka arza katılmaya hak kazanan yatırımcılara ise ilgili hisse senetleri dağıtılır (Kurtaran, 2012: 41).

Örnek: İhraççı tarafından sabit bir fiyat belirlenmiştir. Halka arz edilen toplam tutar: 25,000 lot olsun.

Talep:

1. Yatırımcı	5,500 lot
2. Yatırımcı	2,000 lot
3. Yatırımcı	5,000 lot
4. Yatırımcı	10,000 lot
5. Yatırımcı	12,000 lot
Toplam Talep	34,500 lot

Toplam talep, arz edilen miktardan fazladır. Bu durumda dağıtım aşağıdaki şekilde yapılmaktadır.

$25,000 \text{ lot} / 5 \text{ (yatırımcı sayısı)} = 5,000 \text{ lot}$ (her yatırımcıya en fazla 5,000 lot olmak üzere talepler karşılanır. Bu durumda;

1. Yatırımcı	5,000 lot
2. Yatırımcı	2,000 lot (5,000 lot'tan az istediği için)
3. Yatırımcı	5,000 lot
4. Yatırımcı	5,000 lot
5. Yatırımcı	5,000 lot
Toplam Talep	22,000 lot

Kalan: $25,000 \text{ lot} - 22,000 \text{ lot} = 3,000 \text{ lot}$

Talebi karşılanamayan yatırımcı sayısı: 3 olduğuna göre (1., 4. ve 5. yatırımcılar)
 $3,000 \text{ lot} / 3 = 1000 \text{ lot}$

Bu durumda;

1.yatırımcı: 5,000 lot + 500 lot	=	5,500 lot
2.yatırımcı: 2,000 lot	=	2,000 lot
3.yatırımcı: 5,000 lot	=	5,000 lot
4.yatırımcı: 5,000 lot + 1,000lot	=	6,000 lot
5.yatırımcı: 5,000 lot + 1,000 lot	=	6,000 lot

24,500 lot

Kalan 25,000 lot – 24,500 lot = 500 lot

500 lot talepleri karşılanamayan 4. ve 5. yatırımcı arasında eşit olarak dağıtılır.

4.yatırımcı: 5,000 lot + 1,000 lot + 250 lot =6,250 lot

5.yatırımcı: 5,000 lot + 1,000 lot + 250 lot =6,250 lot

1.5.1.2. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu tür halka arzlarda sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı veya hissedar tarafından; asgari bir satış fiyatı belirlenmekte ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanmaktadır. İhraççı tarafından belirlenen asgari fiyat baz alınarak, yatırımcıların bunun üzerindeki fiyat teklifleri ve miktara ilişkin talepleri, talep formu aracılığı ile toplanmaktadır. Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 işgünü geçtikten sonra başlamakta ve en az 2 işgünü olarak belirlenmektedir. Satışa sunulan hisse senetlerinden almak isteyen yatırımcıların, istedikleri miktara ilişkin teklif verdikleri fiyat üzerinden bedeli sirkülerdeki belirtilen bankaya, belirtilen sürede yatırıp, aracı kurumlarca düzenlenen talep formunu doldurmaktadırlar. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilmektedir (Tille, 2000: 58).

Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülmektedir. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği teklifler dikkate alınmaktadır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılmaktadır. Oluşan fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım, talep miktarı ile orantılı olarak yapılmaktadır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar

konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilmekte, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde, yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılmakta ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabi tutulmaktadır (Ozay, 2014: 19-20).

Örnek: Hisse senedi asgari satış fiyatı olarak 10 TL belirlenmiştir.

Halka Arz Tutarı: 500,000 adet

Talep	Fiyat (TL)	Adet
1. Yatırımcı	10	100,000
2. Yatırımcı	11	375,000
3. Yatırımcı	12	50,000
4. Yatırımcı	13	220,000
5. Yatırımcı	11	25,000

Talebin en fazla olduğu 11 TL ve üstündekiler en yüksekten düşüğe doğru karşılanır.

4.yatırımcı 220,000 x 13

3.yatırımcı 50,000 x 12

Toplam 270,000

Kalan miktar $500,000 - 270,000 = 230,000$

11 TL'den talep toplama $375,000 + 25,000 = 400,000$ adet

Bu durumda yatırımcıların payına düşen

2.yatırımcı: $375/400=0,9375 \times 230,000 =215,625$

5.yatırımcı: $25/400=0,0625 \times 230,000 =14,375$

Bu durumda;

2.Yatırımcı	215,625
3.Yatırımcı	50,000
4.Yatırımcı	220,000
5.Yatırımcı	14,375
Toplam	500,000

1.5.1.3. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama

Hisseler fiyat aralığı ile Kurul kaydına alınmışsa ve sirküler fiyat aralığı ile ilan edilmişse fiyat aralığı yoluyla talep toplanabilir. Fiyat aralığı uygulanması durumunda tavan fiyat, taban fiyatın % 20'sini aşmayacak şekilde belirlenir (Küçükçaylı, 2013: 16).

Bu yöntemde aracı kuruluş öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşmekte ve sabit fiyat ile talep toplama yönteminden farklı olarak tek bir fiyat üzerinden değil, bir alt sınır üzerinden yapmaktadır. Yatırımcılar bu fiyatı baz alarak bunun üzerindeki fiyatlara ve istedikleri miktara ilişkin taleplerini bildirmektedir. Aracı kuruluşun alt sınır belirtmeksizin fiyat toplayıp daha sonra halka arz fiyatını belirlemesi de karşılaşılan bir uygulamadır. Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden başlayarak sıralanmakta ve en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat hisse senedinin satış fiyatı olarak belirlenir. Yani, bu yöntemde hem hisse senedi fiyatı, hem de yatırımcıların kimlikleri değişkendir (Daştan, 2008: 25).

Talep tavan fiyattan toplanır, talebe göre gerçekleşen fiyat ile tavan fiyat arasında fark olması durumunda, doğan fark yatırımcıya iade edilmektedir (Kırıbrahim, 2011: 13).

1.5.2. Borsada Satış Yöntemi

Talep toplama yöntemleri, payların aracı kuruluşlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkindir. Şirketler, paylarını Borsa birincil piyasasında da halka arz edebilirler. Bunun için Borsaya başvurulması ve başvurunun Yönetim Kurulu'nca kabul ve ilan edilmesi gerekmektedir. Bu yöntemde, paylar SPK kaydına alınmadan önce Borsa İstanbul Yönetim Kurulu toplantısında şirketin işlem görme başvurusu görüşülerek birincil piyasada halka arz başvurusunun kabul edilip edilmemesine karar verilmektedir. Borsada halka arza, karardan 1 hafta sonra başlanabilir ve halka arz sirkülerde belirtilen süre içinde gerçekleştirilir.

1.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Bu yöntemde, sermaye piyasası araçları, ihraççı veya aracı kuruluş tarafından, belirli bir fiyat ya da faiz oranı belirlemek suretiyle talep toplamaksızın satışa sunulur. Bu yöntemin uygulanması halinde, tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

Talep toplama yönteminin uygulanması durumunda, yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan paylar için de talep toplamaksızın satış yöntemi uygulanmaktadır (Uşaklı, 2010: 190).

Tablo 5 Türkiye’de ilk halka arzı gerçekleştiren toplam şirketlerin yıllar itibariyle hangi satış yöntemlerini kullandıklarını sayısal olarak göstermektedir. Tabloya göre en

çok kullanılan satış yöntemi, 167 defa kullanılan Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi ve en az kullanılan satış yöntemi ise; Fiyat Teklifi Alma Yöntemi ile Talep Toplama (8) yöntemidir.

Tablo 5: 1993-2015 Döneminde Türkiye’de Halka Arz Olan Şirketlerin Sayısı ve Kullanılan Satış Yöntemleri

Yıllar	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Borsada Satış	Toplam
1993	1	0	0	15	16
1994	5	0	18	2	25
1995	16	7	0	6	29
1996	24	0	0	3	27
1997	28	1	0	0	29
1998	19	0	0	1	20
1999	8	0	0	2	10
2000	34	0	0	1	35
2001	1	0	0	0	1
2002	3	0	0	1	4
2003	0	0	0	2	2
2004	9	0	1	2	12
2005	2	0	3	4	9
2006	4	0	4	7	15
2007	1	0	7	1	9
2008	0	0	1	1	2
2009	0	0	0	1	1
2010	4	0	11	7	22
2011	1	0	8	16	25
2012	5	0	1	10	16
2013	1	0	0	0	1
2014	1	0	3	5	9
2015	0	0	0	3	3
Toplam	167	8	57	90	322
Toplamın Yüzdesi	52%	2%	18%	28%	100%

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (10.07.2015).

1.6. İlk Halka Arzda Aracı Kurumun Rolü

Şirketler sermaye piyasası araçlarını kendileri halka arz etmesi halinde sermaye piyasası araçlarının geniş yatırımcı kitlesine ulaşmasında zorluk çekeceği, satış süresi

uzayabileceği için sermaye piyasası araçlarının satılamaması ve yeterli fonu sağlayamaması sonucuyla karşı karşıya kalabilir (Gökalp, 2014: 57).

Halka açılma sürecinde alınması gereken en önemli karar, hizmetinden en çok yararlanılacak ve başarı için en kritik rolü üstlenecek olan aracı kurumun seçimidir. Aracı kurum genelde halka açılma sürecini en iyi bilen taraf durumundadır. Dolayısıyla aracı kurumun bu konudaki tecrübelerini şirketle paylaşması, halka açılma sürecinde başarının sağlanması için kritik bir faktör olacaktır. Halka açılma sürecinde yasal sorumluluk taşıdığı ve yatırımcılarla bire bir muhatap olduğu için, aracı kurumun piyasada o tarihe kadar oluşturduğu saygınlık halka açılmada başarının sağlanması için oldukça önemlidir (Başpınar, 2008: 25).

Aracı kurumlar, sermaye piyasasının temel işlevi olan şirketler kesimine menkul kıymet ihracı karşılığı fon aktarımını sağlamaktadırlar. Aracı kurumlar, sermaye piyasasından fon toplamak isteyen bir yatırımcıya, piyasasının koşullarına uygun menkul kıymet türü ve özelliklerini belirleyerek bunun satılmasını sağlamaktadırlar (Gökalp, 2014: 57).

Aracı kurum aşağıdaki rolleri ile firmaya halka açılma konusunda yardımcı olmaktadır (Başpınar, 2008: 25-26).

Yatırımcı Bulma: Aracı kurumun görevlerinden biri halka açılan firmaya yatırım yapmak isteyen yatırımcıları bulmaktır. Bu yatırımcıların kurumsal mı yoksa bireysel mi olacakları, satılacak hisse senetlerinin geniş bir kitleye mi yayılacağı yoksa birkaç büyük yatırımcı arasında mı paylaşılacağı gibi konular, gerek halka açılma sürecindeki başarıyı gerekse halka açılma sonrası şirketin piyasadaki durumunu etkileyecektir.

Destekleme Alımları: Ülke mevzuatının izin verdiği ölçüde, halka açılma sonrası fiyat istikrarının sağlanması için destekleme alımlarının yapılması gerektiği durumlarda, aracı kurumun bunu etkin bir biçimde gerçekleştirmesi halka arzın başarısını kuşkusuz etkileyecektir.

Fiyatlandırma: Fiyatlandırma konusunda aracı kurumun sunacağı hizmet, yapılacak fiyatlandırma yöntemine göre farklılık arz edecektir: Örneğin sabit fiyatla talep toplama yönteminde aracı kurum firmayla beraber bir fiyat belirlemesi yaparken, fiyat aralığıyla

talep toplama yönteminde potansiyel yatırımcıların tepkisinin ölçülmesi ve belki de bunların ikna edilmesi gibi hizmetleri de verecektir.

Yüklenim: Halka arza aracılık, Kuruldan yetki belgesi almış aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalarca “en iyi gayret aracılığı” veya “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılabilir.

a) En İyi Gayret Aracılığı: SPK’ya göre en iyi gayret aracılığı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı üstlenmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder (Aracılık Tebliği Madde 38, Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri:5, No: 46. (7/9/2000 Tarihli ve 24163 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanmıştır).

En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş tarafından satılan menkul kıymetlerin bedeli, satış süresini izleyen iş günü sonunda ihraç eden şirkete veya halka arz edene tam ve nakden ödenmek zorundadır. Eğer aracılık sözleşmesinde bedelin ödenmesi konusunda bir süre belirtilmişse, ödeme sözleşmede belirtilen sürede yapılacaktır (Gökalp, 2014: 95).

b) Aracılık Yüklenimi: Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete İHA ile satılacak hisselerin tamamının veya belirli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Aracılık yüklenim dört şekilde yapılabilir (Elmas, 2011: 46).

i. Bakiyeyi Yüklenim: Hisse senetlerinin İHA yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının tamamının bedelinin satış süresi sonunda tam veya nakden ödenerek satın alınmasının satışı yapana taahhüt edildiği aracılık yüklenimidir.

ii. Tümünü Yüklenim: İHA ile satılacak hisselerin bedelinin, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edildiği aracılık yüklenimidir.

iii. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim: hisse senetlerinin İHA yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının taahhüt edildiği aracılık yüklenimidir.

iv. Kısmen Tümunü Yükleim: İHA ile satılacak hisselerin bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edildiği aracılık yükleimidir.

Tablo 6: 1993-2015 Dönemi Türkiye’de İlk Halka Arz Sayısı ve İlk Halka Arzda Yükleim Şekilleri

Yıllar	En İyi Gayret Aracılığı	Bakiyeyi Yükleim	Kısmen Bakiyeyi Yükleim	Toplam
1993	2	14	0	16
1994	8	17	0	25
1995	6	23	0	29
1996	5	22	0	27
1997	1	28	0	29
1998	1	19	0	20
1999	0	10	0	10
2000	0	34	1	35
2001	0	1	0	1
2002	0	4	0	4
2003	0	2	0	2
2004	0	11	1	12
2005	0	5	4	9
2006	0	12	3	15
2007	1	2	6	9
2008	1	1	0	2
2009	0	1	0	1
2010	8	8	4	20
2011	15	3	4	22
2012	15	0	1	16
2013	0	1	0	1
2014	2	7	0	9
2015	0	3	0	3
Toplam	65	228	24	317
Toplamın Yüzdəsi	20%	71%	7%	98%

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (10.07.2015).

Tablo 6’da 1993 yılından 2015 yılına kadar Borsa İstanbul’da ilk halka arzı gerçekleşen şirketlerin, hangi aracılık yükleim şeklini kullandıkları görülmektedir.

Tablo 6'yı özetleyecek olursak; 228 halka arz ile Bakiyeyi Yüklenim şekli en çok kullanılan yöntemdir. Tümenü yüklenim şekli ve Kısmen Tümenü yüklenim şekli bu tarihler arasında hiç kullanılmamıştır.

Yukarıdaki tarihler arasında toplamda 317 halka arzda yüklenim şekli kullanılmıştır. 5 adet ilk halka arzda ise yüklenim şekli bulunmamaktadır. Bu şirketler;

- 2010 yılında ilk halka arzı gerçekleştiren Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş.
- 2011 yılında ilk halka arzı gerçekleştiren Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş., Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. ve Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri

İKİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU VE DÜŞÜK FİYATLAMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Olgusu

Hipotez ile bağdaşmayan normalden sapmaya anomali denilmektedir. Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem ya da realite olarak tanımlanmaktadır. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik çerçevede açıklamak güç ise söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir (Elmas, 2013: 42).

Hisse senedi fiyatının doğru tahmin edilmesi, halka açılan şirketin hisse senedinin getirisinin, piyasa getirisine yakın olarak gerçekleşmesi anlamına gelmektedir.

Finans literatüründe, işletmenin hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “*düşük fiyatlama*”, gerçek değerinin üstünde bir fiyattan satışa sunulması ise “*yüksek fiyatlama*” olarak adlandırılmaktadır (Otlu ve Ölmez, 2011: 16-17).

İlk halka arzda pay senetlerinin düşük fiyatlandığı, dolayısı ile ilk halka arz sonrası anormal getirilerin ortaya çıktığı yönünde çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu durumu açıklamaya yönelik çeşitli hipotezler geliştirilmiştir. Aşağıda bu hipotezler ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

2.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi

İlk halka arzda Asimetrik Bilgi Hipotezi ilk olarak Baron (1982) tarafından yapılan çalışma ile literatüre girmiştir. Yatırım bankalarının ilk halka arz esnasında üç fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar; aracılık yüklenimi, danışmanlık ve dağıtımdır. Baron (1982) çalışmasında asimetrik bilgi, yatırım bankası ve ihraççı arasında görülmektedir. Buna göre yatırım bankası, hisse ihraç eden şirketten, daha fazla bilgiye sahiptir. İhraççı şirket, yatırım bankasının bu bilgisini kullanır. Bu yüzden aracı kuruma bir teşvik veya ödül niteliğinde, hisse senedinin fiyatının ne olacağına karar verme yetkisi bırakılır. Bu durumda yüklenimi üzerinde olan aracı kurum, sahip olduğu bu bilgiye karşılık düşük fiyatlama ile riskten kaçınmış olacaktır. Bu durumda ihraççı da düşük fiyatlamayı göze almaktadır.

Asimetrik bilgi hipotezi ile ilgili diğerk bir çalışmada Rock (1986) piyasada iki çeşit yatırımcının olduğunu belirtmektedir. Bunlar; bilgi sahibi olan yatırımcılar ve bilgi sahibi olmayan diğerk yatırımcılardır. Eğer hisse senedi fiyatı bilgili yatırımcıların bekledikleri şekilde fiyatlandırılır ise bu yatırımcılar hisselerin fiyatının yükseleceği beklentisi ile piyasadan diğerk yatırımcıları kovarak alım yaparlar. Bu durum bilgisiz yatırımcılar üzerinde “kazananın laneti” etkisi yaratmaktadır. şirket, bilgisiz yatırımcılar sorununu garanti altına almak için belli bir indirim maliyetine katlanmaktadır. Bu nedenle hisse senetleri gerçek değerinden daha düşük bir fiyatla halka arz edilmektedir.

Rock (1986) geliştirdiği asimetri modelini test eden başka bir çalışma da Michaely ve Shaw (1994) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada örneklem olarak 1984-1988 yılları arasında ilk halka arz olmuş 947 şirket seçilmiştir. Çalışmada “kazananın laneti” hipotezini doğrulayan sonuçlar elde edilmiştir.

2.1.2. Monopson G Hipotezi

İktisat literatüründe monopson piyasa; çok sayıda satıcıya karşılık bir tek alıcının bulunduğu piyasa türüdür. Böyle bir piyasada fiyatın ne olacağını alıcı belirler, satıcılar ise bunu kabullenmek zorundadır. Bu hipotez, düşük fiyatlamamanın hisse senedi arzına aracılık eden kurumun monopson gücünden kaynaklandığı görüşüne dayanmaktadır. Logue (1973), bu hipotezi test etmiş ancak monopson g hipotezini destekleyen sonuçlar bulamamıştır.

Düşük fiyatlandırma, yatırım bankalarının kk firmalara göre monopson gücünün bir sonucu olarak düşünülebilmektedir. Genelde itibarı yüksek olan şirketler kk şirketlerin tekliflerini reddetmektedir. Yatırım bankaları kk şirketlere göre halka arz üzerinde daha fazla pazarlık gücüne sahiptir. Yatırım bankaları kasıtlı olarak kendi müşterilerine hisse senedi satmak için ilk halka arzı düşük fiyatlandırmaktadır.

Monopson g hipotezine birtakım eleştiriler getirilmiştir:

Buna göre monopson g hipotezi itibarı yüksek yatırım bankaları bazı halka arzları neden reddettiğini açıklanamamaktadır. Ayrıca, piyasada yeterli sayıda yatırım bankası olduğu için, bu bankalar ihraç eden aracı kuruma monopson g hakkı vermeyecektir. Monopson g hipotezine yapılan bir diğerk eleştiri ise ihraların bilgisiz ve mantık dışı olduğunun bu hipotezin temelini oluşturduğunun olmasıdır.

2.1.3. Aracı Kurum İtibarı Hipotezi

Booth ve Smith (1986) tarafından, ilk halka arzda aracı kurumun rolü ile ilgili yapılan çalışmada riski yüksek hisse senetlerinin potansiyel olumsuz iç bilgileri de yansıttığı ileri sürülmektedir. Hisse senetlerinin beklenen performanslarındaki gizli bilgilerinin tamamının hisse senedi fiyatına yansması durumunda yatırım bankalarının (aracı kurum) itibarı riske atılmış olur. Bu nedenle, belirsizlik yüksek ise düşük fiyatlama daha fazla olacaktır. Belirsizliği düşük olan şirketler, itibarı yüksek olan aracı kurumu tercih edeceklerdir. Bu aracı kurumlar da itibarını korumak için riski düşük şirketlerin halka arzını gerçekleştirme eğiliminde olacaklardır. Bu nedenle, düşük fiyatlama kaçınılmaz olmaktadır.

Carter ve Manaster (1990), Booth ve Smith'in ortaya attığı bu hipotezi test etmişler ve 1979-1983 yılları arasında yapılmış olan 501 hisse senedi arzını incelemişlerdir. Yaptıkları analizin sonucunda aracı kurumun itibarı ile ilk gün getirilerinin büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. İtibarı yüksek aracı kurumlarda % 6 olan ilk gün getirisinin, itibarı düşük aracı kurumlarda % 23.3 olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu çalışmaların dışında, Michaely ve Shaw (1994) yaptıkları çalışmada; halka arz esnasında itibarlı yatırım bankası kullanılırsa önemli derecede uzun dönemli düşük fiyatlama elde edileceğini tespit etmişlerdir.

2.1.4. Örtülü Sigorta Hipotezi

ABD'de 1933 yılından beri geçerli olan bir yasaya göre, aracı kurumlar ile ihraççılar halka arz esnasında her türlü bilgiyi paylaşmak zorundadırlar. Ayrıca aracı kurumlar ihraççılar hakkında her türlü incelemeyi yapmakla yükümlüdürler. Eksik ve yanlış bilgilendirmeden sorumlu tamamen aracı kurumlardır. Yatırımcı zarara uğrarsa banka hakkında dava açabilmektedir. Buna göre düşük fiyatlama, aracı kurum tarafından itibar ve sorumluluklarına karşı sigorta görevi olarak kullanılmaktadır.

Tınıç bu hipotezi test etmek için yasanın yürürlüğe girişi öncesi ve sonrası dönem olmak üzere iki halka arz dönemi belirlemiştir.

Çalışmada, 1933 sonrası halka arzların, 1933 yılından önceki halka arzlardan daha fazla oranda düşük fiyatlandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu oran 1933 öncesi anormal getiri % 5.17 iken; 1933 sonrası oran % 11.06 ya çıkmaktadır.

Bu konu ile ilgili başka bir çalışma Drake ve Vetsuypens (1993) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada, Tınıç (1988) tarafından yapılan çalışma dönem seçimi bakımından eleştirilmiştir.

1933 yılında çıkan yasaya göre bu iki dönemde farklı sebeplerden dolayı düşük fiyatlama farkı ortaya çıkabilir. Bu nedenle çalışmada 1969-1990 yılları arasında, 1933 yılında çıkan yasaya göre dava açılan şirketler incelenmiştir. 93 şirket hakkında yanlış bilgilendirmeden dolayı dava açılmıştır. Bu 93 şirketin ilk halka arzında % 9.18 oranında getiri olduğu tespit edilmiştir. Diğer dönemlerde de düşük fiyatlamamanın olduğuna dair sonuçlar vardır. Bu sonuçlar, dava edilmeyi önlemek için hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı ileri sürülemeyeceğini göstermektedir.

Bu konuda başka bir çalışma da Lowry ve Shu (2002) tarafından yapılmıştır. Çalışmada, düşük fiyatlamamanın bu yasa ile açıklanmasının yanlış olacağı, bu yasanın olmadığı birçok ülkede düşük fiyatlamamanın gerçekleştiği ifade edilmiştir. Ayrıca ileride bu yasanın değişebileceğini ve şirketlerin halka açılma sırasında aşırı düşük fiyatlamadan dolayı da dava açabilecekleri ileri sürülmüş ve bu durumda aracı kurumların her iki konumda da zor duruma düşeceği belirtilmiştir.

2.1.5. Riskten Kaçınan Aracı Kurum Hipotezi

Tınıç'ın (1988) çalışmasında; genel olarak aracı kurumlar kendi risklerini ve yüklenim maliyetlerini düşürmek için hisse senedine düşük fiyat değeri biçmektedirler. Başka bir ifade ile, bu hipoteze göre halka arzda sorunlu ve başarısız sonuçlar almamak için düşük fiyatlama yoluna gidebilirler.

Yatırım bankaları ayrıca potansiyel talebin farkındadırlar; bilgi toplayabilmeleri mümkündür. İlk halka arza daha fazla hasılat elde etmek için yatırımcıların ilgisini çekmek isterler. Kendi risklerini azaltmak ve daha fazla hasılat elde etmek için düşük fiyatlamaya yoluna gitmektedirler.

2.1.6. Spekülatif Balon Hipotezi

Bu hipoteze göre halka arzların aşırı getirilerinin sebebi aracı kurumların sunduğu fırsatlardan ötürü yatırımcıların aşırı talepte bulunması ile birlikte herkesin fiyatların yükseleceği beklentisine kapılmasıdır. Bu durum yatırımcıların iştahını kabartmaktadır. Ekonomik şartlara bağlı olarak fiyatlar, spekülasyonun etkisiyle birlikte değerinin üzerine çıkmakta ve aşırı yükselmektedir. Belli bir zaman sonra piyasanın değişimine paralel olarak, ortaya çıkan bu balon patlamaktadır ve elde edilen yüksek getiriler negatif getirilere dönüşmektedir (Tınıç, 1988).

2.1.7. Sinyal Hipotezi

Bu hipoteze göre, ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamanın daha sonra yapılacak sermaye artırımlarında yüksek fiyattan satış yapabilmesi amacıyla yapıldığı ileri sürülmektedir. İhraççı şirket değerinin yüksek veya düşük olduğu konusunda ayrıcalıklı bilgiye sahiptir. Dolayısıyla şirketler, ilerideki halka arzlarda fiyatı daha yukarıda belirleyerek toplamda daha yüksek bir gelir elde etmektedirler. Halka ilk arzlarda düşük fiyatlama, bu anlamda ilerisi için bir “sinyal” olmaktadır ve halka ilk arz edilen şirketler ilerleyen birkaç yıl içinde tekrar hisse senedi halka arzı gerçekleştirebilmektedir.

Sinyal hipotezi ile ilgili Welch (1989) tarafından yapılan çalışmada; ilk halka arzdaki düşük fiyatlamanın, daha sonra yapılacak olan sermaye artırımlarında yüksek fiyattan satış yapabilmek için önemli olduğu vurgulanmıştır. Modelde ihraççı şirket, düşük ya da yüksek fiyat konusunda ayrıcalıklı bilgiye sahiptir. Daha sonraki halka arzlarda fiyatları yukarı çekerek daha fazla getiri elde edebilmektedirler. Düşük fiyatlama olgusu, ilerisi için “sinyal” olmaktadır.

1977-1982 periyodu arasında ilk halka arzı gerçekleştirmiş 1,028 şirketin incelendiği çalışmada bu şirketlerin ilerleyen zamanlarda üçte birinin tekrar halka arz gerçekleştirdiği tespit edilmiştir. İncelenen örneklem aralığında ortalama % 26 ilk gün getirisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, en iyi performansa sahip şirketler, ikinci halka arzlarında yüksek fiyat belirlemek için ilk halka arzlarını bilerek düşük fiyatlandırmaktadır (Welch, 1989).

Bu hipotezle ilgili bir başka çalışma da Jegadeesh vd., (1993) tarafından yapılmıştır. Araştırmada ilk günden sonra elde edilecek getirilerin ileride yapılacak

ihraçlara ilk gün kadar etki ettiği saptanmıştır. Sonuçlar, sinyal hipotezini destekler niteliktedir. Halka arzdan sonraki 20 günlük getiriler, ileride yapılacak halka arzların getirileri hakkında bilgi vermektedir.

2.1.8. Bilgi Edinme Hipotezi

Benveniste ve Spint (1989)'e göre aracı kurumlar yatırımcıların ilgisini çekmek için halka arz fiyatını ve hisse senedi dağılımını talep toplama sırasında belirlemek istemektedirler. Burada halka arza aracılık eden kurum, düşük fiyatlamayı açığa çıkarmaya çalışmakta ve bunu satış fiyatının belirlenmesinde kullanmaktadır. Talep toplama yöntemiyle aracılar, bilgili yatırımcılar sayesinde bilgi elde ettiklerini öne sürmüştür. Aracı kurumlar, düşük fiyatlama seviyesini azaltmak için küçük yatırımcılardan çok kendi müşterisi olan büyük yatırımcılara pozitif ayrımcılık yapmaktadır. Halka arzların genelde düşük fiyatlama ile gerçekleşeceğini düşünen yatırımcılar, kısa vadede pozitif getiri elde etmektedir. Bu nedenle aracı kurum, kendi istediği yatırımcıyı seçebilmektedir.

2.1.9. Sıcak ve Soğuk Piyasa Hipotezi

Bu hipoteze göre ilk halka arzda iki dönem bulunmaktadır. Bunlardan ilki; şirkete özgü gelişmelerin dışında içinde bulunulan sektör ve sermaye piyasasının yükselme eğiliminde olduğu dönemlerde halka açılma (sıcak piyasa) dönemi, diğeri ise bunun tam tersi durumlarda düşüş eğiliminde olan bir piyasada halka açılma (soğuk piyasa) dönemi olarak adlandırılmaktadır.

Ritter (1984) yapmış olduğu çalışmada, 1977-1982 yılları arasında “sıcak piyasa” döneminde halka açılan 325 şirketin, ilk halka arz fiyatından satın alınıp ilk gün kapanış fiyatından satılması durumunda ortalama getirinin % 48.4 olduğunu tespit etmiştir. Aynı dönemde “soğuk piyasa” döneminde 703 şirketin 1977-1982 yılları arasında getirisi ise % 16.3 olduğunun sonucuna ulaşmıştır. “Sıcak piyasa” olarak tanımlandığı dönem, yüksek getirilerin olduğu dönem; “soğuk piyasa” olarak tanımlandığı dönem ise getirilerin düşük olduğu dönemdir.

Elde edilen sonuçlardan sonra Ritter (1984), yüksek getirilerin elde edildiği sıcak piyasa döneminde doğal kaynaklar ve madencilik sektöründe halka arzların daha yoğun olduğunu tespit etmiştir. Buna bağlı olarak, doğal kaynaklar ve madencilik sektöründe

gerçekleşen halka arzlar ile diğer sektörlerde gerçekleşen halka arzlar için ayrı ayrı ilk gün getirileri hesaplamıştır. Doğal kaynaklar ve madencilik sektöründe gerçekleşen ilk halka arzlara yönelik “sıcak piyasa” dönemi için % 110.9 ve “soğuk piyasa” dönemi için % 18.3 getiri ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Çalışmada diğer sektörler için ortalama ilk gün getiri sıcak piyasa döneminde % 21 ve soğuk piyasa döneminde % 15.8 olarak bulunmuştur. Bu durum diğer sektörlerde gerçekleşen halka arzlarda, “sıcak piyasa” dönemi ile “soğuk piyasa” döneminde oluşan getiriler arasında pek de farklılık olmadığını göstermiştir. Ritter, bu dönemde yaşanan petrol krizi nedeniyle aracı kurumların söz konusu doğal kaynaklar ve madencilik sektörüne ait hisse senetlerini düşük değerleyerek halka arz ettiklerini ve bu sebepten dolayı 1980 yılında yüksek getirilerin elde edilmiş olabileceğini ileri sürmüştür.

Sıcak piyasa hipotezi ile ilgili, Allen ve Faulhaber (1989) çalışmalarında bu hipotez ile ilgili tutarlı sonuç elde etmişlerdir.

2.2. İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler

Yapılan bilimsel çalışmalarda düşük fiyatlamının, halka arzı gerçekleştirecek olan hisse senedinin gelecekte piyasada oluşacak fiyatının belirsizliğinden kaynaklandığını ve düşük fiyatlandırmanın hisse senedinin beklenen fiyat performansının belirsizliğinin bir sonucu olduğu ifade edilmektedir (Otlu ve Ölmez, 2011: 29).

Hisse senetlerinin fiyat performansı belirsizliğini doğrudan ölçmek mümkün olmadığı için, düşük fiyatlamayı etkileyebileceği düşünülen ve literatürde en çok kullanılan faktörler aşağıda açıklanmaktadır.

2.2.1. Piyasa Getirisi

Düşük fiyatlama, halka arz fiyatlarının belirlendiği zaman ile ilk işlem günü arasında geçen sürede piyasanın yükselmesinden kaynaklanabilir. Buna göre piyasa getirisi ile anormal getiriler arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir.

Literatürde her bir ilk halka arzın getirileri aşağıdaki formüle göre hesaplanmaktadır.

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

Yukarıdaki formülde;

$R_{m,t}$ = Piyasa Getirisi

$P_{m,t}$ = “t” günündeki endeksin kapanış fiyatı

$P_{m,t-1}$ = Endeksin “t” gününden bir gün önceki gün kapanış fiyatıdır.

Piyasa getirisinin düşük fiyatlamayı etkilediğine dair literatürde yapılan ilk çalışma; Ritter (1991) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1975-1984 arası ABD’de ilk halka arzı gerçekleştiren 1,526 şirket üzerinde yapılan çalışmada, ilk halka arzların uzun dönem fiyat performansını incelenmiştir. Çalışmada piyasa getirisinin düşük fiyatlamayı ve uzun dönemde fiyat performansını etkileyebileceği gerekçesi ile çoklu regresyon modelinde bağımsız değişken olarak kullanılmış ve bu faktörün istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bu konuda Arosio vd., (2000a), Hsu ve Hung (2004), Chen vd., (2011), Baluja ve Singh (2014) yaptıkları çalışmada piyasa getirisi ile düşük fiyatlama arasında pozitif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Hsu vd., (2007) tarafından yapılan çalışmada ise bu iki değişken arasında ilişki tespit edilememiştir.

Türkiye’de ise; Kıymaz (1997a), Kıymaz (2000), Aktaş vd., (2003), Yüksel ve Yüksel (2006) piyasa getirisi ve anormal getiri arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Küçükkocaoğlu (2008), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) ise ilişki tespit edememişlerdir. Otlu ve Ölmez (2011) negatif ilişki elde etmişlerdir.

2.2.2. Toplam Hasılat

Halka arz ile toplanan fonların büyüklüğü, hissenin fiyat performansı hakkında bilgi verebilir. Küçük hasılat elde edilen şirketler daha spekülasyon olabilmektedir. Bu nedenle belirsizlik bu şirketlerde daha fazla olacaktır ve dolayısıyla düşük fiyatlama küçük boyutlu halka arzlar için daha belirgin olacaktır. Anormal getirilerle ters yönlü bir ilişki olması beklenmektedir (Kıymaz, 1997a: 78).

Bu konuda yapılan ilk çalışmada Michaely ve Shaw (1994), 1984-1988 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 947 şirketi incelemişlerdir. Kurdukları regresyon

modelinde bağımsız değişken olarak kullandıkları toplam hasılat faktörünün bağımlı değişkeni açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bu konuda pozitif ilişki tespit edilen çalışmalar; Hsu vd., (2007), Zarafat ve Vejzagic (2014)'dir. Negatif ilişki tespit edilen çalışmalar; Bubna ve Prabhala (2007), Chen vd., (2011/sabit fiyat), Vithessonthi (2014) ve Pu ve Wang (2015)'dir. Michaely ve Shaw (1994), Biais ve Faugeron-Crouzet (2002), Chen vd., (2011/fiyat teklifi) ise çalışmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda Durukan (2002), Aktaş vd., (2003), Cihangir ve Kandil (2009), Ünlü vd., (2009) pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Kıymaz (1997a), Yüksel ve Yüksel (2006) çalışmalarında negatif ilişki bulmuşlardır. İlişki tespit edilemeyen çalışmalar ise Kıymaz (2000), Küçükkocaoğlu (2008), Ünlü ve Ersoy (2008), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), Otlı ve Ölmez (2011)'dir.

2.2.3. Halka Arz Yöntemi

Hisse senetlerinin halka arzı iki şekilde yapılabilir. Bunlardan birincisi, mevcut payların satışı şeklindedir. İkinci yöntem ise sermaye artırımını veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşmektedir.

Birinci yöntemde elde edilen hasılatlar şirkete değil, ortaklara getiri sağlar. Ortaklar da bu fonları istedikleri gibi değerlendirebilirler. Elde edilen bu fonların şirket tarafından kullanılmaması, yatırımcıları yatırım amacından uzaklaştırabilir. Bu da hisse senedinin performansının belirsizliğini artırmış olacaktır. Birinci yöntemin aksine ikinci yöntemde elde edilen hasılatlar şirketin kasasına girmektedir. Şirketin belirlediği büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum, yatırımcı için iyi bir seçenek olacaktır. Halka arz edilen hisselerin performansında belirsizlik az olacaktır (Carter ve Manaster, 1990).

Bu konu ile literatürdeki ilk çalışma Carter ve Manaster (1990) tarafından yapılmıştır. Çalışmalarında 1979-1983 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 501 hisse senedini incelemişler ve halka arz yönteminden ortaklardan satış yöntemini kullanarak düşük fiyatlamayı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Yapılan çalışmalar incelendiğinde, Shulzhuk ve Ismanova (2013) pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Türkiye’de yapılmış olan çalışmalarda ise, Küçükkocaoğlu (2008) pozitif yönde ilişki tespit etmiştir. Durukan (2002) negatif ilişki tespit etmiştir. Kıymaz (1997a), Kıymaz (1997b), Kıymaz (1997c), Kıymaz (2000), Yüksel ve Yüksel (2006), Ünlü (2006), Ünlü ve Ersoy (2008), Otlı ve Ölmez (2011) çalışmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

2.2.4. Şirketin Yaşı

Şirketin halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu süre, hisse senedi fiyat performansının belirsizliği hakkında bilgi verebilir. Buna göre daha uzun süre faaliyet gösteren şirketlerin yeni firmalara göre hisse senedi performansındaki belirsizliğin daha az olacağı düşünülmektedir. Şirketin yaşı ile düşük fiyatlama arasında negatif yönlü ilişki beklenmektedir.

Yapılan ilk çalışma olan Carter ve Manaster (1990)’ın çalışmalarında, 1979 ile 1983 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 501 şirket örneklemini teşkil etmektedir. Şirketin yaşını bağımsız değişken olarak regresyon modeline dâhil etmişlerdir. Anormal getiri elde etmede şirketin yaşı istatistiksel olarak negatif anlamlı bir faktördür sonucuna ulaşmışlardır.

Bu konuda, Ritter (1991), Zarafat (2013), Baluja ve Singh (2014) çalışmalarında pozitif ilişki; Carter ve Manaster (1990), Arosio vd., (2000/Sabit Fiyatla Talep Toplama), Georgieva (2011), Pennacchio (2014), Shulzhuk ve Ismanova (2013) negatif ilişki tespit etmişlerdir. Jegadeesh vd., (1993), Biais ve Faugeron-Crouzet (2002), Sahoo (2014), Arosio vd., (2000/Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama), Hsu ve Hung (2004), Hsu vd., (2007), Bubna ve Prabhala (2007), Chen vd., (2011) ilişki tespit edememişlerdir.

Türkiye’de yapılan çalışmalarda ise, Durukan (2002), Ünlü ve Ersoy (2008), Kırkulak (2010) pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Kıymaz (1997a), Kıymaz (1997b), Kıymaz (1997c), Kıymaz (2000), Yüksel ve Yüksel (2006), Ünlü (2006), Küçükkocaoğlu (2008), Cihangir ve Kandil (2009), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) ise çalışmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

2.2.5. Faaliyet Gösterdiği Sektör

Türkiye’de şirketler BİST bünyesinde 12 sektörde faaliyet gösterebilmektedir. Bu sektörler: Madencilik, İmalat Sanayii, Elektrik, Gaz ve Su, İnşaat ve Bayındırlık, Toptan

ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar, Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama, Mali Kuruluşlar, Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler, Kiralama ve İş Faaliyetleri, Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler, İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri, Gayrimenkul Faaliyetleri şeklindedir.

Konjektürel dalgalanmalara bağlı olarak sektörlerden birisi çok iyi performans gösterirken bir anda performansı çok kötüye gidebilmektedir. Bu nedenle şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörün düşük fiyatlamayı etkileyen bir faktör olması beklenmektedir.

Bu konuda yapılan ilk çalışma Ritter (1991)'e aittir. Çalışmasında 1975-1984 yılları arasında ilk halka arz olan 1,526 şirketi incelemiştir. İki farklı sektörü (petrol grubu ve banka grubu) ayrı ayrı değerlendirmeye tabi tutmuştur. Çalışmada petrol grubunda ve banka grubunda kukla değişken olarak kullanmıştır. Şirketlerin ayrımını yaparken SIC kodundan yararlanmıştır. Eğer petrol grubunda şirketlerin SIC kodu 131, 138, 291 ve 697 ise "1" diğerlerine "0" değeri vermiştir. Aynı şekilde bankaların SIC kodu 602, 603, 612, 671 ise "1" diğerlerine "0" değeri vermiştir. Regresyon modeli oluşturmuş ve bankacılık sektörünü pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı bulmuştur. Petrol sektörünü negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı bulmuştur.

Michaely ve Shaw (1994), 1984-1988 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 947 şirketi incelemiştir. Kurdukları regresyon modelinde bağımsız değişken olarak kullandıkları sektörün istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kırkulak (2010), 1995-2004 yılları arasında 150 şirket üzerinde yaptığı çalışmada, en küçük kareler yönteminde faaliyet gösterilen sektörün eğitim sektörü hariç düşük fiyatlamayı etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuç istatistiksel olarak anlamlıdır.

Georgieva (2011), 2000-2008 yılları arasında hem ABD'de hem de Almanya'da ilk halka arz olan 656 şirketi örneklem olarak ele almıştır. Bu şirketlerin 474'ü ABD, 182'si ise Almanya'da arzı gerçekleşen şirketlerden oluşmaktadır. 4 farklı sektör ayrımı yaparak bunları kukla değişken olarak kullanmıştır. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili sadece finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler, düşük fiyatlamayı negatif yönde etkilemektedir. Bu faktörü regresyon modelinde negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı bulmuştur. Diğer sektörlerde ilişki tespit edememiştir.

Baluja ve Singh (2014), 1992-2011 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşmiş 4,018 şirketi araştırmıştır. Kukla değişken olarak kullandığı sektör faktöründen iki sektörün düşük fiyatlamasını açıklamada kurduğu logit regresyon modelinde anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu sektörler; Madencilik, Taşıma ve Depolama sektörleridir.

2.2.6. Aracı Kurum

Baron'un 1982 yılındaki çalışmasında, asimetric bilgi hipotezinden bahsederken aracı kurumların hisseyi halka arz ederken bu hisselerin performansları hakkında şirketten daha fazla bilgiye sahip olduklarını ileri sürer. Şirketler hisselerin değerini ne olacaklarını bilmediklerinden, fiyatlama kararını aracı kuruma bırakır. Aracı kurumda, kendi müşterilerine düşük fiyatlama yoluyla hisseleri satar.

İlk halka arz esnasında aracı kurumun rolü büyüktür. Yüklenim açısından, yatırımcı bulması açısından, ayrıca aracı kurumun ününden kaynaklanan sebeplerle aracı kurumun seçimi düşük fiyatlamaya olumlu ya da olumsuz yansımaktadır.

Aracı kurum ile ilgili literatür incelendiğinde bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir hisse senedinin arzını gerçekleştirip gerçekleştirmediği, aracı kurum yüklenim şekli ve aracı kurumun itibarı gibi faktörlerinin ayrı ayrı düşük fiyatlamaya etki ettiğini tespit etmeye yönelik çalışmalar tespit edilmiştir.

1- Bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir hisse senedinin arzını gerçekleştirip gerçekleştirmediği:

Türkiye'de yapılan çalışmalarda Kıymaz (1997a) ve Kıymaz (1997b) pozitif ilişki tespit edilmiştir. Kıymaz (2000), Yüksel ve Yüksel (2006) çalışmalarında negatif ilişki tespit etmişlerdir. Kıymaz (1997c) ve Ünlü (2006) çalışmalarında ise ilişki tespit edememişlerdir.

2- Aracı Kurumun Yüklenim Şekli:

Ritter (1987) yapmış olduğu çalışma bu konuda yapılmış ilk çalışma niteliğindedir. Aracı kurumun yüklenim şeklini, tümünü yüklenim ve en iyi gayret aracılığı şeklinde ikiye ayırmıştır. Hangi yüklenim şeklinin kullanılması ile daha fazla düşük fiyatlama meydana geldiğini araştırmıştır. Çalışmada, 1977-1982 yılları arasında

ABD’de ilk halka arzı gerçekleşen 1,028 şirketi incelemeye tabi tutmuştur. İlk gün anormal getirilere bakıldığında; en iyi gayret aracılığı, tümünü yklenime göre daha fazla düşük fiyatlamaya performansı göstermiştir.

Aracılık yüklenim şeklinin bakiyeyi yüklenim şeklinde olması, aracı kurumları satış sonrasında kalan hisse senetlerini satın almaya zorlayacağından aracı kurumlar fiyatı düşük saptamaya gayret edeceklerinden ilişkinin ters olması beklenmektedir. En iyi gayret aracılığında ise aracı kurumun bakiyeyi satın alma gibi bir zorunluluğu söz konusu olmayacağından belirsizliğin fazla olması beklenmektedir. Bu durumda aracı kurumun yüklenim şekli ile düşük fiyatlandırma arasında doğrusal bir ilişki söz konusu olacaktır (Cihangir ve Kandil, 2009: 174).

Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde Küçükkocaoğlu (2008), Aktaş vd., (2003) pozitif ilişki, Dağlı ve Kurtaran (2008), nl vd., (2009) negatif ilişki, Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), Cihangir ve Kandil (2009) ise ilişki tespit edememiştir.

3- Aracı Kurumun İtibarı:

Aracı kurumun itibarı ile ilgili yapılan ilk alıŝma Carter ve Manaster (1990) tarafından yapılmıştır. 1979 ile 1983 yılları arasında gerçekleşen 501 ilk halka arzı incelemişlerdir. Yaptıkları analizin sonucunda aracı kurumun itibarı ile ilk gün getirilerin büyüklüğü arasında negatif ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. İtibar seviyelerine göre ilk gün getiriyi; itibarı yüksek aracı kurum kullanılırsa % 6 ve itibarı düşük aracı kurumlarda ise % 23.3 olarak bulmuşlardır. Bu çalışmada aracı kurumun itibarını bağımsız değişken olarak regresyon modeline dâhil etmişler ve istatistiksel olarak anlamlı bulmuşlardır.

Bu konuda yapılan diğer çalışmalarda, Michaely ve Shaw (1994) pozitif ilişki, Jegadeesh vd., (1993), Georgieva (2011), Sahoo (2014) ve Pennachio (2014) negatif ilişki, Bubna ve Prabhala (2007), Dağlı ve Kurtaran (2008), Chen vd., (2011), Baluja ve Singh (2014), Pu ve Wang (2015) alıŝmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

2.2.7. Aktif Toplamı

şirketin büyüklüğü, şirketin gelecekteki performansı hakkındaki belirsizliği azaltabilir. Bu yüzden şirketin büyüklük göstergesi olarak aktif toplamını kullanabiliriz.

Büyük firmalarda daha az belirsizlik beklenmektedir. Firma büyüklüğü ile düşük fiyatlama arasında negatif ilişki beklenmektedir (Kıymaz 1997a: 77).

Bu konuda yapılan çalışmalarda, Shulzhuk ve Ismanova (2013), Zarafat ve Vejzavic (2014) pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Pennachio (2014) çalışmasında negatif ilişki tespit etmiştir. İlişki olmadığına dair çalışmalar ise, Arosio vd., (2000) ve Chen vd., (2011) tarafından yapılmıştır.

Türkiye’de yapılan çalışmalar ise, Aktaş vd., (2003) ve Kırkulak (2010) pozitif ilişki, Durukan (2002) negatif ilişki tespit etmişlerdir. Kıymaz (1997a), Kıymaz (1997b), Kıymaz (1997c), Ünlü (2006), Ünlü ve Ersoy (2008), Küçükkocaoğlu (2008), Cihangir ve Kandil (2009), Otlu ve Ölmez (2011) çalışmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

2.2.8. Halka Arz Oranı

Halka arz oranının düşük olması, şirket sahiplerinin şirkete olan güven ve bağlılığının bir göstergesidir. Halka açılma oranı iki tür bilgi vermektedir. Birincisi, şirket sahiplerinin şirkete olan güvenlerini ortaya koyduğudur. Halka arz oranının az olması, piyasa tarafından olumlu olarak algılanır. İkinci olarak şirket, halka arz ettiği hisseleri satamama endişesinden dolayı halka arz oranını düşük tutmaktadır. Bu durumda piyasa, halka arz oranının az olmasını olumsuz yorumlayacaktır. Artan belirsizlik, düşük fiyatlamamanın daha da fazla olmasına yol açacaktır (Carter ve Manaster 1990).

Carter ve Manaster (1990), 1979 ile 1983 yılları arasında 501 ilk halka arzı gerçekleşen şirketleri incelemişlerdir. Çoklu regresyon modelinde halka açılma oranının logaritmasını bağımsız değişken olarak kullanmış fakat düşük fiyatlamayı etkilediğine dair istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulamamışlardır.

Bu konuda yapılan çalışmalarda Jegadeesh vd., (1993), Sahoo (2014) pozitif ilişki tespit etmişler, Arosio vd., (2000), Shulzhuk ve Ismanova (2013), Baluja ve Singh (2014) ilişki tespit edememişlerdir.

Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde, Yüksel ve Yüksel (2006), Dağlı ve Kurtaran (2008), Küçükkocaoğlu (2008), Kırkulak (2010) negatif ilişki tespit etmişlerdir. Aktaş vd., (2003) pozitif ilişki tespit etmişlerdir. İlişki tespit edilemeyen çalışmalar ise, Kıymaz (1997a), Kıymaz (1997b), Kıymaz (1997c), Kıymaz (2000), Durukan (2002),

Ünlü (2006), Ünlü ve Ersoy (2008), Otlu ve Ölmez (2011) tarafından yapılan çalışmalardır.

2.2.9. Standart Sapma

Düşük fiyatlama olgusu, hisse senedinin gelecek performansı hakkında bilgi sahibi olan ve olmayan yatırımcılar arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Bu durumda düşük fiyatlama bu iki grup arasındaki bilgi asimetrisinin varlığına ve hisse senedi performansının gelecekteki değişkenliğine bağlıdır. Değişkenliğin fazla olması belirsizliğin de fazla olacağını ve dolayısıyla düşük fiyatlamının daha fazla olacağını gösterir. Standart sapma ile düşük fiyatlama arasında pozitif ilişki beklenmektedir (Rock, 1986).

Standart sapma iki şekilde ele alınabilir. Birincisi piyasanın standart sapması, diğeri ise hisse senedinin standart sapmasıdır. Hisse senedinin getiri beklentileri, gelecekteki performansının belirsizliği (risk seviyesi) ile doğrudan ilişkilidir. Hisse senedinin performansının değişken olması belirsizliğin fazla olmasına neden olur. Bu nedenle getirilerin de fazla olması beklenir. Standart sapmanın yüksek olması, değişkenliğin daha fazla olduğunu gösterir; bu değişkenlik ile düşük fiyatlama arasında aynı yönde ilişki beklenir.

Bu bilgiler ışığında, hisse senedi ile ilgili söylenenler piyasa için de geçerlidir. Piyasanın risk seviyesi yüksek olursa, düşük fiyatlamının daha yüksek olması; riskin az olması halinde ise düşük fiyatlamının daha düşük olması beklenir.

Bu konuda yapılan çalışmalardan Arosio vd., (2000 – Piyasa Volatilitesi), Hsu vd., (2007 – Piyasa Volatilitesi), Chen vd., (2011 – Hisse Senedinin Standart Sapması), Zarafat (2013 – Piyasa Volatilitesi), Zarafat ve Vejzagic (2014 – Piyasa Volatilitesi) negatif ilişki tespit etmişlerdir. Jegadeesh vd., (1993), Arosio vd., (2000 – Hisse Senedinin Standart Sapması) pozitif ilişki tespit etmişlerdir. İlişki tespit edilemeyen çalışmalar ise Hsu ve Hung (2004 – Piyasa Volatilitesi), Chen vd., (2011 – Piyasa Volatilitesi), Baluja ve Singh (2014 – Hisse Senedinin Standart Sapması) tarafından yapılmıştır.

Türkiye’de yapılmış olan çalışmalar incelendiğinde, Kıymaz (1997a – Hisse Senedinin Standart Sapması), Kıymaz (1997b - Hisse Senedinin Standart Sapması),

Kıymaz (1997c - Hisse Senedinin Standart Sapması), Yüksel ve Yüksel (2006 - Hisse Senedinin Standart Sapması), Ünlü (2006 - Hisse Senedinin Standart Sapması), Otlu ve Ölmez (2011 - Hisse Senedinin Standart Sapması) pozitif yönde ilişki tespit etmişlerdir. Ünlü ve Ersoy (2008 - Hisse Senedinin Standart Sapması) çalışmalarında ise negatif ilişki tespit etmişlerdir. Küçükkocaoğlu (2008 – Piyasa Volatilitesi), Küçükkocaoğlu (2008- Hisse Senedinin Standart Sapması), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009 – Piyasa Volatilitesi), Cihangir ve Kandil (2009 - Hisse Senedinin Standart Sapması) çalışmalarında ilişki tespit edememişlerdir.

2.2.10. İlk Halka Arzda Satış Yöntemi

Türkiye’de hisse senetlerini ilk halka arz edecek olan firmaların uygulayacakları dört satış yöntemi vardır. Bunlar; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama, fiyat aralığıyla talep toplama ve borsada satış yöntemleridir. İlk halka arzlarda uygulanan satış yöntemlerinin hisse senetlerinde, düşük fiyatlamayı etkileyebileceği düşünülen birçok çalışma mevcuttur.

Ünlü ve Ersoy (2008), 1995- 2008 yılları arasında 112 ilk halka arz için yaptıkları çalışmada satış yöntemini kukla değişken olarak kullanmışlardır. Eğer sabit fiyatla talep toplama kullanılmışsa “1” değilse “0” değerini vermişlerdir. Kurmuş oldukları regresyon modelinde bağımsız değişken olarak kullandıkları satış yöntemi faktörüne dair; sabit fiyatla talep toplama yönteminde pozitif ilişki diğer yöntemlerde ilişki yoktur sonucunu elde etmişlerdir.

Yapılan çalışmalarda pozitif ilişki tespit edilen çalışmalar, Ünlü ve Ersoy (2008/Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi), Ünlü vd., (2009), Pu ve Wang (2015)’e aittir. Bubna ve Prabhala (2007), Dağlı ve Kurtaran (2008), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) çalışmalarında negatif ilişki tespit etmişlerdir. İlişki tespit edilemeyen çalışmalar ise, Ünlü ve Ersoy (2008/Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi Hariç), Kırkulak (2010), Otlu ve Ölmez (2011) tarafından gerçekleştirilmiştir.

2.2.11. Halka Arz Fiyatı

İlk halka arzı daha düşük fiyatla belirlenmiş firmalar daha spekülâtif olabilir. Bu yüzden daha yüksek düşük fiyatlama, halka arz fiyatı daha küçük olan ilk halka arzlardan beklenebilir (Karaca, 2008).

Bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde, Georgieva (2011) çalışmasında pozitif ilişki, Pu ve Wang (2015) çalışmasında ise negatif ilişki tespit etmişlerdir. Jegadeesh vd., (1993) ise ilişki tespit edememişlerdir.

Türkiye’de bu konuyla ilgili yapılan çalışmalarda ise Aktaş vd., (2003) çalışmasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Ünlü vd., (2009) tarafından yapılan çalışmada negatif ilişki tespit edilmiştir. Ünlü ve Ersoy (2008) çalışmalarında ise ilişki tespit edememiştir.

2.2.12. Özelleştirme Yoluyla Halka Açılma

Özelleştirme yoluyla halka arz edilen hisse senetlerinden elde edilen fonlar kamuya kalmaktadır. Bu durum yatırımcının sağladığı fonların hisseleri satın alan şirket için kullanılmadığını gösterir. Buda düşük performans beklentisine sebep olabilmektedir. Daha da önemlisi özelleşen kamu şirketlerinin genel olarak verimli çalışmadığı ve özelleştirme ile daha iyi performans göstermesi beklenmektedir (Kıymaz, 1997b: 57).

Bu konuda yapılan çalışmalarda ilişki tespit edilen kaynak bulunamamıştır. Kıymaz (1997b), Kıymaz (2000), Durukan (2002), Yüksel ve Yüksel (2006) çalışmalarında özelleştirme kapsamında ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin düşük fiyatlamaya göstereceğine dair herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir.

Düşük fiyatlamayı etkileyen yukarıda özetlenen faktörlerden başka literatürde kullanılan faktörler ve faktörlerle ilgili elde edilen bulgular “Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler ve Faktörlerin Düşük Fiyatlamaya İlişkisi” Ek-1’de özetlenmiştir. Buna göre örneğin, ilk gün getirisinin, halka arz zamanının, şirketin yüksek teknolojiye sahip olup olmamasının, hissedar sayısının v.b. düşük fiyatlamaya ile ilişkili olup olmadığı çeşitli çalışmalarda incelenmiştir. Aşağıda bu değişkenlerin listesi bulunmaktadır:

İlk Gün Getiri: Ritter (1991), Michaely ve Shaw (1994), Hsu ve Hung (2004), Kıymaz (1997b), Kıymaz (1997c), Ünlü (2006), Hsu vd., (2007), Küçükkocaoğlu (2008), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), Ünlü vd., (2009), Kırkulak (2010), Otlı ve Ölmez (2011), Baluja ve Singh (2014)

Net Satışlar: Jegadeesh vd., (1993), Biais ve Faugeron-Crouzet (2002), Hsu ve Hung (2004), Hsu vd., (2007), Küçükkocaoğlu (2008), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), Küçükkocaoğlu ve Alp (2011), Pu ve Wang (2015)

Halka Arz Zamanı: Arosio vd., (2000a), Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), Cihangir ve Kandil (2009), Baluja ve Singh (2014), Vithessonthi (2014)

Yüksek Teknolojili mi?: Hsu ve Hung (2004), Hsu vd., (2007), Shulzhuk ve Ismanova (2013)

Hot issue - Cold issue: Ritter (1984), Georgieva (2011), Zarafat (2013).

Sermaye: Arosio vd., (2000), Vithessonthi (2014)

Girişim Sermayesi Destekli mi?: Shulzhuk ve Ismanova (2013), Sahoo (2014)

Aktif Devir Hızı: Dağlı ve Kurtaran (2008)

Defter Değeri/Piyasa Değeri: Zarafat (2013), Shulzhuk ve Ismanova (2013), Zarafat ve Vejgavic (2014)

Aktif Karlılık Oranı: Dağlı ve Kurtaran (2008)

Halka Arz Dönemi: Chen vd., (2011)

Halka Arz Öncesi Borç Toplamı: Sahoo (2014)

Hissedar Sayısı: Michaely ve Shaw (1994)

İşlem Hacmi: Ritter (1991)

Satın Alan Yatırımcı Türü: Durukan (2002), Aktaş vd., (2003)

Toplam Borç/Özkaynak: Durukan (2002)

Fiyat İstikrarı Sağlayıcı Tedbir Uygulayıp Uygulamadığı: Cihangir ve Kandil (2009)

Talep Fazlalığı: Bubna ve Prabhala (2007)

2.3. İlk Halka Arzların Fiyat Performansları İle İlgili Yapılmış Çalışmalar

“Halka İlk Kez Arz Edilmiş Olan Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları” konusu günümüze kadar çok sayıda araştırmacı tarafından incelenmiştir. Bu çalışmalar, genellikle performansları iki zaman diliminde incelemektedir:

a) Kısa dönemde fiyat performansları

b) Uzun dönemde fiyat performansları

Çalışmaların büyük bir bölümü kısa dönemde fiyat performanslarını araştırırken, ilk halka arzlarda uzun dönemde fiyat performansı daha az araştırma konusu olmuştur.

İlk halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönemde fiyat performansını ele alan çalışmalar genelde halka arz sonrası ilk 1 aylık gelişmeleri incelemiştir. Nadir olarak ise 1 yıllık sürenin incelendiği çalışmalar bulunmaktadır. Özellikle halka arz sonrası ilk işlem günü ile takip eden birkaç gün ve hafta söz konusu olan çalışmalarda incelenmeye alınmıştır.

İlk halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönemde fiyat performanslarını ele alan çalışmalarda ise bu süre 3-5 yıl olarak alınmakla birlikte, genelde uzun dönemle ifade edilmek istenen süre 3 yıldır.

Bu konu ile ilgili yapılmış olan çalışmalar “İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu” Ek-2’de yer almaktadır.

Aggarwal ve Rivoli (1990) tarafından yapılan çalışmada 1977-1984 yılları arasında ABD’de ilk halka arzı gerçekleştiren 1,598 şirket örneklem olarak kullanılmıştır. Çalışmalarında tüm örneklem için düzeltilmiş getiriler hesaplanmıştır. Çalışmada ortalama düzeltilmiş getiriler birinci gün için % 10.67, ilk iki gün için % 1.16, ilk yirmi gün için % 10.83 ve yüz işlem günü için % 11.17 bulunmuştur.

Satın al ve tut yöntemine göre ilk gün kapanış fiyatından alan ve 250. gün sonunda satan yatırımcının -% 13.73 getiri elde edeceği sonucuna ulaşılmıştır. Yaptıkları çalışmada düşük fiyatlama olgusunun kısa dönemde varlığına ve ele alınan 250. günde elde edilen getirilerin negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aggarwal vd., (1993) tarafından yapılmış olan çalışmada Brezilya, Şili ve Meksika borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiştir. Çalışma ilk halka arzı gerçekleştiren; Brezilya borsasında 1980-1990 yılları arasında 62 şirketten, Meksika’da 1987-1990 yılları arasında 44 şirketten ve Şili’de 1982-1990 yılları arasında 36 şirketten oluşmaktadır.

Brezilya'da ilk işlem günü ortalama getiri % 78.5 bulunmuştur. Brezilya üzerine yapılan çalışmada piyasaya göre düzeltilmiş getiri 8. günde negatife dönmektedir. Halka arz fiyatından satın alıp bir yıl, iki yıl ve üç yıl elinde bulundurup satan yatırımcı sırasıyla % 39.2, % 0.4 ve -% 25.6 ortalama getiri elde eder sonucuna ulaşılmıştır.

Meksika'da ilk işlem günü ortalama getiri % 2.8 bulunmuştur. İlk yılın sonunda düzeltilmiş getiri -% 17.7 bulunmuştur.

Şili'de ilk gün getirisi % 16.3 bulunmuştur. Birinci, ikinci ve üçüncü yılın sonunda ortalama düzeltilmiş getiriler sırasıyla -% 9.8, % 33.9 ve % 0.8 bulunmuştur.

Barry ve Jennings tarafından 1993 yılında yapılan çalışmada 1988 ile 1990 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 229 hisse senedinin kısa dönem getiri performansı incelenmiştir. Açılış getirisi ve gün içi getiri olmak üzere iki çeşit getiri incelemeye dâhil edilmiştir. Halka arzın ihraç zamanında alım yapıp ilk gün satım yapan yatırımcılar mı yoksa gün içinde alım satım yapan yatırımcılar mı daha fazla getiri elde edebilir sorusu yanıtlanmaya çalışılmışlardır. Halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getirileri % 6.78 bulunmakla birlikte bunun % 90'ının açılıştaki işlemlerden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcıların gün içerisindeki alım satım yoluyla elde ettikleri getiri oranları yaklaşık sıfır bulunmuştur. Düşük fiyatlardan ilk gün alım yapanlar değil, ihraç zamanı alım yapan yatırımcılar daha kazançlıdır sonucuna ulaşılmıştır.

Loughran ve Ritter (1995), çalışmalarında 1970 ile 1990 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 4,753 ihracın uzun dönem fiyat performansı üzerinde durmuşlardır. Yıllık hesaplamalar yapmışlardır ve her yılı ayrı ayrı değerlendirmişlerdir. İlk halka arzdan üç yıl sonra ortalama % 8.4, 5 yıl sonra ise ortalama % 15.7 oranında getiri elde edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Bunu yaparken kullandıkları yöntem satın al ve tut getirisi yöntemidir.

Ritter (1998) çalışmasında hisse senedinin uzun dönem fiyat performansına odaklanmıştır. ABD'de 1970-1993 arasında ortalama getirinin halka arzdan sonraki döneminde beş yıllık süreçte ortalama % 7.9 oranında getirisi olduğunu elde etmiştir. Uzun dönemde piyasaya göre yüksek getirinin devam ettiği sonucuna ulaşmıştır.

Aggarwal (2000), Mayıs 1997 ile Temmuz 1997 yılları arasında halka arz olan 114 şirket üzerinde yapmış olduğu çalışmasında ortalama ilk gün ham getiriyi % 16.22 ve piyasaya göre düzeltilmiş ortalama ilk gün getirisini de % 15.82 bulmuştur.

Pham vd., (2001) çalışmalarında 1996-1999 yılları arasında Avustralya'da ilk halka arzı gerçekleştiren 113 şirketi örneklem olarak kullanmışlardır. Düşük fiyatlamamanın iki farklı yolla likiditeyi etkilediği söylemişlerdir. İlk olarak; yüksek düşük fiyatlandırmalar potansiyel yatırımcıların ilgisini çektiği için yeni yatırımcılar daha geniş bir alana yayılmıştır. Düşük fiyatlandırma büyük taleplerin doğmasına sebep olur bu büyük talepler sonucunda hisse senetlerinin dağılımı sırasında ayrımcılık yapılır.

Çalışmalarında kısa dönem fiyat performansını incelemişlerdir. Buna göre ilk beş gündeki ortalama ilk gün ham getirileri; birinci gün % 23.41, ikinci gün % 1.66, üçüncü gün -% 0.26, dördüncü gün -% 0.36 ve beşinci gün % 0.06 şeklinde bulmuşlardır.

Kooli ve Suret (2001) 1991-1998 yılları arasında Kanada borsasına kote olmuş 445 hisse senedinin kısa dönem fiyat performansı üzerinde çalışma yapmışlardır. İlk gün getirisinin % 20.57 ve piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirisinin % 22.57 olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Giudici ve Paleari (2001), çalışmalarında 1985 ile 1999 yılları arasında İtalya Borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren 150 şirketin uzun dönem fiyat performansını incelemişlerdir. Uzun dönem olarak hisse senedinin ilk halka arzından sonra bir yıllık, iki yıllık ve üç yıllık satın al ve tut yöntemini kullanarak getiri hesaplamışlardır. İlk gün getirisini % 24.78, bir yıllık satın al ve tut getirisini % 1.87, iki yıllık satın al ve tut getirisi mi-% 6.40 ve üç yıllık satın al ve tut getirisini ise -% 23.01 bulmuşlardır. Bu sonuçlar kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun uzun dönemde kaybolduğunu göstermektedir.

Ljungqvist vd., (2001), çalışmalarında 1992-1999 yılları arasında dünya genelinde yapılmış olan 2,143 halka arzı incelemişlerdir. Bu firmaların 1,411'i Avrupa ülkelerinde, 491'i Asya ülkelerinde, 110'u Kuzey ve Güney Amerika ülkelerinde ve 101'i Afrika ve Ortadoğu ülkelerinde halka arz olmuştur.

Seçilen örneklem için ortalama ilk gün getirinin % 20.2, Avrupa ülkeleri için % 19.2, Asya ülkeleri için % 27.5, Kuzey ve Güney Amerika Ülkeleri için % 5.4, Afrika ve Ortadoğu ülkeleri için % 14.5 olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Elde edilen sonuçlar göstermektedir ki en yüksek getiri Asya ülkelerinde, en düşük getiriler ise Kuzey ve Güney Amerika ülkelerinde gerçekleşmiştir.

Chahine (2002) yapmış olduğu çalışmada Fransa'da 1996 ile 2000 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 305 şirketi örneklem olarak seçmiştir. Kısa dönem fiyat performansını incelemiş ve ilk gün düşük fiyatlama seviyesini % 17.1 bulmuştur. Yedi günlük kümülatif getiri yatırımcıya % 20 getiri sağlamıştır. Elde edilen sonuç düşük fiyatlama olgusunu doğrulamaktadır. Kısa dönemde Fransa borsasında pozitif getiri elde edilebilmektedir.

Ritter ve Welch (2002) çalışmalarında 1980-2001 döneminde ABD'de 6,249 ilk halka arz üzerinde üç ana konu belirlemişlerdir. Bunlar, şirketlerin neden halka arz olduğu, yatırımcının neden düşük fiyatlama ile ilk gün ödüllendirildiği ve kısa ve uzun dönemde fiyat performanslarının nasıl olduğudur. Bu dönemde ilk getirisini % 18.8, üç yıl sonunda % 22.6 olarak bulmuşlardır. Bu getiriyi piyasaya göre düzeltilmiş şekilde hesapladıklarında oran -% 23.4 olarak ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlar bu dönemde hisse senetlerinin piyasaya göre daha düşük performans sergilediğini göstermektedir.

Merikas vd., (2009), 1984 ile 2000 yılları arasında halka arz olmuş denizcilik sektöründeki 143 şirketin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemişlerdir. Halka arz fiyatının belirlendiği gün satın alınması ile ilk gün satılması durumunda yatırımcı ortalama % 17.69 getiri elde etmektedir. Aynı şekilde altı ay elinde bulundurup satan yatırımcı -% 13.52, on iki ay elinde bulunduran yatırımcı -% 9.91, yirmi dört ay elinde bulunduran yatırımcı - % 4.4 ve otuz altı ay elinde bulunduran yatırımcı -% 15.72 getiri elde edebilmektedir sonuca ulaşmışlardır. Bu sonuçlar göstermektedir ki, ilk gün düşük fiyatlama seviyesi uzun dönemde yerini negatif getiriye bırakmaktadır.

Chemmanur vd., (2010) çalışmalarında 1999-2003 yılları arasındaki ABD'de ilk halka arzı gerçekleşen 934 şirketin kısa dönem ve uzun dönem fiyat performansını incelemişlerdir. Hot issue döneminde uzun dönem fiyat performansı cold issue döneminde olduğundan daha kötüdür. Ortalama ilk gün getiri % 54.9 bulunmuştur. Uzun dönem olarak kullanılan bir yıllık satın al ve tut getirisi -% 15.08 olarak bulunmuştur. Buna göre, ABD'de ilk gün düşük fiyat olgusunu ispatlayan sonuçlar elde etmiştir.

Chiang vd., (2011), 1995-2000 yılları arasında Tayvan borsasında ilk halka arzı gerçekleşen 84 şirketin ortalama ilk gün getirisini % 7.25 bulmuşlardır. Bu oran, 1995

yılı için % 6.82, 1996 yılı için % 35.46, 1997 yılı için % 0.72, 1998 yılı için % 4.21, 1999 yılı için % 11.98 ve 2000 yılı için -% 11.51 şeklindedir. Bu sonuçlara göre, en yüksek getiri 1996 yılında elde edilmiştir. 2000 yılında halka arz olan şirketlere yatırım yapan yatırımcılar negatif getiri elde etmişlerdir.

Miloud (2014) çalışmasında Paris Borsasında 798 ilk halka arzı incelemiştir. Kullanılan dönem 1995-2008 yılları arası ilk halka arzlarıdır. Çalışmada ilk halka arzların kısa dönem fiyat performansını hesaplamıştır. Ortalama ilk gün getiriyi % 15.66, beşinci gün getiri % 0.16 ve yirmi birinci gün getiriyi -% 0.67 bulmuştur. Halka arz olan şirketlerde düşük fiyatlamayı kanıtlayan sonuçlar elde etmiştir.

Ganesamoorthy ve Shankar (2013) Hindistan'da 2001-2010yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 219 şirketin kısa dönem fiyat performansını (75 günlük) incelemiştir. Kümülatif getirileri halka arz oranlarının (küçük, orta ve büyük) büyüklüğüne göre hesaplamışlardır. Halka arz oranı büyük olan şirketlerin -% 4.51, orta büyüklükteki arzların -% 7.47 ve küçük oranlı şirketlerin -% 14.56 kümülatif getiri elde ettiği sonucuna ulaşmışlardır. Halka arz oranı büyüdükçe fiyat performansının daha iyi olduğunu ve küçük halka arzların daha yüksek fiyatlandığını ortaya koymuşlardır.

Boulton vd., (2013), Ocak 1982 ile Aralık 2005 arasındaki 5,307 ilk halka arzı incelemiştir. Çalışmayı riske odaklanmış yatırımcılar ve ilk gün getiriye odaklanmış yatırımcılar şeklinde iki gruba ayırmışlardır. Bu gruplar arasında karşılaştırma yapmışlar ve elde ettikleri sonuçlar riske odaklananların ilk gün getirisini % 13.3 ve ilk halka arzın getirisine odaklananların ilk gün getirisini ise % 20.3 olarak bulmuşlardır. Buna göre, getiriye odaklananlar riske odaklanana göre daha yüksek getiri elde etmişlerdir.

Zhou (2014) Çin'de ilk halka arzların ilk gün performanslarını incelemiştir. Yapmış olduğu çalışma, 1992-2011 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 2,225 şirketten oluşmaktadır. Eğer bir yatırımcı ilk gün açılış fiyatından alım yaparsa ve kapanış fiyatından satarsa, bu varsayım ile ortalama % 98.05 oranında getiri elde eder. Eğer yatırımcı ilk ay sonunda hisse senedini satarsa ortalama getirisi % 90.42 oranına düşer. Ayrıca yatırımcı eğer halka arz fiyatının belirlendiği dönemde alım yapar ve ilk gün açılış fiyatından satış yaparsa % 93.84 oranında ortalama getiri elde eder. Ayrıca Çin borsası dünyada ilk halka arzda en yüksek ortalama ile ilk gün getirilerinin elde edildiği yerdir.

Hsu (2014) çalışmasında örneklem olarak 1975-2002 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşmiş 6,162 şirketi kullanmıştır. Çalışmada sanayide meydana gelen teknolojik yeniliklerin, ilk halka arzın işlem hacmini, ilk halka arz zamanlamasını ve ilk halka arz sonrası fiyat performansını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Teknolojik olarak gelişmiş şirketler, ilk halka arz esnasında daha fazla getiri elde eder ve daha çabuk satış gerçekleştirirler. İlk halka arzı takip eden üç yıl boyunca hayatta kalabilmek için daha fazla sermaye ve Arge harcamaları gerçekleştirmesi olasıdır. Teknolojik yenilikler, yeni yatırım fırsatları ve gelecek yatırımları finanse etmek için halka arzı teşvik etmektedir.

Zarafat ve Vejgavic (2014), Malezya borsasında 2004-2007 arası ilk halka arzı gerçekleşen 166 şirket üzerinde araştırma yapmışlardır. İlk halka arzın kısa ve uzun dönem fiyat performansını incelemişlerdir. Altı aylık, bir yıllık, iki yıllık ve üç yıllık getirilerini ayrı ayrı incelemişlerdir. Sırasıyla ortalama getirileri -% 5.2, -% 10.8, -% 21.4 ve -% 32.8 olarak bulmuşlardır. 2004 ile 2007 arasında Malezya borsasında altı aylık, bir yıllık, iki yıllık ve üç yıllık dönemlerde pozitif getiri elde edilememektedir sonucuna ulaşmışlardır.

Jagannathan (2015), Singapur borsasında 1993-1994 yıllarında ilk kez arz edilen yirmi firmanın kısa dönem fiyat performansını incelemiştir. Kısa dönem olarak bir aylık ve bir yıllık ham getiriler ile piyasaya göre düzeltilmiş getirileri hesaplanmıştır. Buna göre bir aylık ham getiriyi % 0.1 ve düzeltilmiş getiriyi -% 0.5 bulmuşlardır. Bir yıllık düzeltilmiş getiriyi ise -% 1.8 bulmuştur. Buna göre, Singapur borsasında 1993-1994 döneminde halka arzı gerçekleşen şirketlerin piyasadaki daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

Dell'Acqua vd., (2015), çalışmalarında İtalya borsasında 2001 ile 2012 yılları arasında ilk kez halka arzı gerçekleşen 129 şirketin kısa dönem fiyat performanslarını incelemişlerdir.

İlk gün ortalama getiriyi % 6.52, piyasaya göre düzeltilmiş getiriyi % 6.75 bulmuşlardır. Ayrıca hisse senedinin otuz günlük performansını da hesaplamışlardır. Buna göre, otuz günlük ham getiri ortalama % 5.07, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getiri ise % 5.46 bulunmuştur.

Türkiye'de ilk halka arzların fiyat performansı ile ilgili yapılmış çalışmalar ise aşağıda özetlenmiştir:

Kocaman (1995), 1993 yılında 15 şirketin, 1994 yılında 20 şirketin ilk halka arzdaki düşük fiyatlamaları üzerinde araştırma yapmıştır. Bu araştırma Türkiye’de ilk halka arzın fiyat performansı konusunda yapılmış ilk çalışma niteliğindedir.

1993 yılında ilk haftada elde edilen getirilerin yüksek olduğunu, hafta ve yıllık getirilerin büyük kısmının bu dönemde elde edildiğini gözlemlemiştir. Yıllık getiriye hesapladığı çalışmasında çok yüksek getiriler elde edildiği sonucuna ulaşmıştır (NETAŞ: % 500 ve USAŞ: % 223.94). Ayrıca bu şirketlerin işlem hacimlerin çok düşük olduğunu buna rağmen getirilerin çok yüksek olduğunu tespit etmiştir. Bu nedenle hisse senetlerinin spekülâtif olabileceğini vurgulamıştır.

1994 yılında ise ilk haftada sadece KEREVİTAŞ hisseleri çok yüksek getiri elde etmiştir (% 84.90). 1994 yılında 1993 yılına göre işlem hacmi artmıştır. Bunun sebebi olarak ise halka arzda kullanılan satış yönteminin değiştirilerek “talep toplama yöntemine” geçilmesi olarak görmüştür.

Kıymaz (1997a), 1990 ile 1995 yılları arasında halka açılan ve BİST’de işlem görmeye başlayan 39 finansal kuruluşu incelemeye tabi tutmuştur. Diğer ülkelerde elde edilen düşük fiyatlama olgusunun Türkiye’de de varlığını tespit etmiştir. Bu çalışmada, ham ve piyasaya göre düzeltilmiş ilk gün getirilerinin sırasıyla % 14.6 ve % 15.3 oranında düşük fiyatlandığını ortaya koymuştur.

Kıymaz 1997 yılında yapmış olduğu diğer çalışmasında, 1990-1995 yılları arasında yedi ayrı sektörden Gıda (9), Tekstil (16), Basım/Kağıt (12), Kimya/Petrol (10), Taş Toprağa dayalı imalat sektörü (16), Metal ana sanayi (5) ve Makine Gereç yapımları (20) olmak üzere toplam ilk halka arz olan 88 şirketin hisse senetlerini incelemiştir. 36 aylık uzun dönem fiyat performansını ele almıştır. Tüm sektörler bazında ilk ay ortalama getiriye % 4.35 oranında bulmuştur. İlk işlem gününde düşük fiyatlamaların ilk ay içinde geçerli olduğudur. Alt sektörler bakımından en yüksek getiri % 21.7 olarak taş ve toprağa dayalı imalat sektöründedir. En düşük getiri ise -% 13.5 olarak kağıt/basım sektöründedir.

Uzun dönem olan 36 aylık dönemde tüm sektörlerde ortalama % 41.33 anormal getiri bulunmuştur. Bütün imalat sektörü (makine gereç yapımı dışında) piyasanın üzerinde getiriye sahiptir. Elde edilen sonuç halka ilk arz olan şirketler yatırımcılara piyasanın üzerinde bir getiri sağlamıştır.

Kıymaz 1997 yılında yayınladığı başka bir çalışmada da BİST’de 1990-1995 yılları arasında halka arz olmuş 39 mali kuruluşun uzun dönem fiyat performansları (30 aylık) üzerinde araştırma yapmıştır.

Otuz aylık ortalamalara bakıldığında, mali kuruluşlar ortalama aylık % 0.68 oranında anormal getiri sağlarken alt gruplarda sigorta şirketleri (% 0.99), leasing/factoring şirketleri (% 1.99) ve holding/yatırım şirketleri (% 0.57) getiri elde etmişlerdir. Bankalar alt grubu ise -% 0.68 oranında piyasa getirisinin altında bir ortalama getiri elde sağlamıştır.

Borsada ilk işlem gününü takip eden ilk yılın (12 ay) sonunda, bütün finansal kuruluşların birikimli anormal getirileri -% 11 oranında gerçekleşirken, sigorta şirketleri için -% 38.8, bankalar için -% 20.4, holding/yatırım şirketleri için -% 6 ve leasing/factoring şirketleri için ise % 16.8 oranında birikimli anormal getiri gerçekleşmiştir.

İlk işlem gününü takip eden iki yıl (24 ay) için bütün finansal kuruluşlar -% 8, alt gruplardan bankalar için -% 38.1, leasing/factoring şirketleri için ise -% 14 ile piyasanın altında, sigorta şirketleri için % 9.6, , holding/yatırım şirketleri için % 29.4 oranında birikimli anormal getiri ile piyasanın üzerinde getiri elde etmiştir.

En uzun inceleme dönemi olan otuz aylık dönemde bütün finansal kuruluşlar %11’lik anormal getiri sağlamıştır. Alt gruplarda bankalar dışındakiler pozitif getiri elde etmiştir.

Ayden ve Karan (2000)’in seçtiği, 1992-1995 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 70 şirket çalışmanın örneklemini oluşturmaktadır. Uzun dönem olarak on iki aylık, yirmi dört aylık ve otuz altı aylık kümülatif getirileri sırasıyla % 5.3, % 9.1 ve -% 2.1 bulmuşlardır. 1992-1995 yılları arasında uzun vadede düşük fiyat olgusu söz konusu değildir sonucuna ulaşmışlardır.

Kıymaz (2000), çalışmasında 1990 ile 1995 yılları arasında BİST’de bulunan ilk halka arz edilmiş sanayi, finans ve diğer sektörler için 163 halka arzın fiyat performansını incelemiştir. İlk gün getirilerin piyasanın getirisinin oldukça üzerinde olduğu sonucuna varmıştır. Bütün şirketlerde ortalama düzeltilmiş anormal getiri % 13.6 oranında bulunmuştur. Sanayi sektörü % 12.2, finans sektörü % 15.3 ve diğer sektörler için % 18.5

şeklinde oranlara ulaşmıştır. Elde edilen bulgular, düşük fiyatlamayı destekler niteliktedir.

Durukan (2002)'ın BİST'de 1990-1997 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 173 şirketi örneklem olarak seçtiği çalışmasında kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Halka arz fiyatından satın alan yatırımcı ilk işlem günü açılma fiyatından % 16.16 oranında pozitif getiri elde eder. Ortalama düşük fiyatlamayı % 14.61 seviyesinde bulmuştur. Ayrıca on iki, yirmi dört ve otuz altı aylık halka arz performanslarını incelemiş ve piyasaya göre düzeltilmiş getirileri sırasıyla ortalama % 5.82, % 34.05 ve % 29.66 düzeyinde bulmuştur. BİST'de düşük fiyatlama olgusunu desteklediği ve uzun vadede anormal getirinin devam ettiği sonucuna ulaşmıştır.

Teker ve Ekit (2003) yapmış oldukları araştırmada, BİST'de 2000 yılında ilk halka arzı gerçekleştiren 34 hisse senedinin otuz günlük arz sonrası fiyat performanslarını incelemişlerdir. İlk gün düzeltilmiş getiri % 7; otuz gün sonrası kümülatif getiri -% 7.21 bulunmuştur. Halka arz yöntemini sermaye artırımı yöntemi şeklinde yapan firmalar için ilk gün getirisi % 8.31, ortaklardan satış yöntemini kullananlar için % 6.35 ve her ikisini de uygulayan firmalar için % 8.98 şeklinde oranlar elde edilmiştir.

Aktaş vd., (2003), yaptıkları çalışmada örneklem olarak 1992-2000 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştirmiş 190 şirketi incelemişlerdir. Çalışmalarında ilk gün, yedi günlük ve on beş günlük fiyat performanslarının (kısa dönemde kümülatif anormal getiriye göre) üzerinde durmuşlardır ve getirileri sırasıyla % 9.17, % 13.94 ve % 12.46 oranında olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Savaşkan (2005), çalışmasında 2004-2005 yıllarında 19 ilk halka arzı incelemiştir ve bu 19 şirketten 9 tanesinin ilk gün getirisini negatif bulmuştur. İlk gün anormal getirinin % 2.81, bir haftalık anormal getiri % 2.43 ve bir aylık anormal getiri -% 5.09 oranında gerçekleştiği sonucuna ulaşmıştır.

Kısa dönem performans açısından 2004 ile 2005 yılları arasında yapılan halka arzların performanslarının beklenenden düşük olduğunu bulmuştur. Halka arz olduklarından itibaren sadece üç adet hisse senedi endeksin üzerinde pozitif getiri sağlamıştır.

Yalçiner (2006), bu çalışmada 1997-2004 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşmiş 93 adet şirketin kısa dönem fiyat performansı ve düşük fiyatlama olgusunun varlığını araştırmıştır. Ayrıca, hisse senedinin ihraç fiyatının büyüklüğü ve ihraç yöntemleri ile düşük fiyatlama olgusu arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Yalçiner'in çalışması üç aşamadan meydana gelmektedir. Birinci aşamada hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansı, İkinci aşamada ilk işlem günü getirileri ile halka arz fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Burada alt ve üst sınır değerleri kullanılarak veri seti düşük, orta ve yüksek şeklinde üç gruba ayrılmıştır. Üçüncü aşamada ise halka arz yöntemlerine göre (sermaye artırımı, ortaklardan satış ve iki yöntemin birlikte kullanılması) ilk işlem günü ortalama anormal getirileri arasında bir fark olup olmadığını incelemiştir.

Birinci aşama sonucunda ilk işlem günü anormal getiri % 7.2 bulmuş ve düşük fiyatlama olgusunun varlığını tespit etmiştir.

İkinci aşama sonucunda Anova testi yapmıştır. İhraç fiyatları büyüklüğüne göre oluşturulan gruplar arasında fark bulamamıştır. Düşük veya yüksek halka arz fiyatına sahip hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri arasında anlamlı fark olmadığını tespit etmiştir.

Üçüncü aşamada Anova testi sonuçlarında; hisse senetlerinde halka arz yöntemlerinden hangisi kullanılırsa kullanılsın ilk işlem günü ve ortalama anormal getiriler arasında anlamlı fark yoktur sonucuna ulaşmıştır.

Sevim ve Akkoç (2006), bu çalışmada Borsa İstanbul'da 1990-1999 tarihleri arasında on yıllık süreçte ilk halka arzı gerçekleşen 185 şirketin uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Uzun dönem olarak ilk halka arzdan sonraki 36 aylık dönem kullanılmıştır ve anormal getiriler hesaplanmıştır. Kısa vadede elde edilen getirilerin uzun vadede negatif getiriye dönüştüğünü bulmuştur. İlk halka arz edilen hisse senetlerine yatırım yapılarak kısa vadede avantaj elde edilse de, uzun vadede piyasanın üzerinde anlamlı getiri elde edilemez sonucuna ulaşmıştır. (ilk ay kümülatif getiri: % 10.69, otuz altıncı ay kümülatif getiri: -% 15.26)

Ünlü (2006), 1990-1995 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan 10 bankaya (Finansbank, Tekstilbank, Garanti Bankası, Dışbank, Türkiye

Kalkınma Bankası, Esbank, Alternatifbank, Akbank, Demirbank, Yaşarbank) ait hisse senetlerinin fiyat performanslarını incelemiştir. Bankacılık sektöründe düşük fiyatlama Finansbank (% 233.33), Dışbank (% 3.08), Tekstilbank (% 1.48) ve Akbank (% 8.33) için geçerlidir. İlk ay getiri tüm bankalar için ortalama % 220.9 bulunmuştur. Bunun sebebi olarak da, Finansbank'ın oransal büyüklüğü olduğunu belirtmiştir.

Kümülatif getiriler yöntemine göre, piyasaya göre düzeltilmiş ilk ay kümülatif getiri % 97.14 düzeyinde, 12 ayın sonunda portföyün getirisi -% 270.3 düzeyindedir. İlk yılın sonunda bankacılık sektöründe hisse senetleri düşük performans göstermiştir.

İki yılın sonunda getiriyi -% 426.57 ve en uzun dönemi kapsayan 36 aylık (3 yıllık) çalışma satın al ve elde tut yöntemine göre elde edecekleri getiriyi % 182.52 bulunmuştur. Uzun dönemde fiyat performansının incelendiği çalışmada sonuçlar çelişkilidir.

Bildik ve Yılmaz (2008), 1990 ve 2000 yılları arasında 224 şirkette ilk halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Kısa dönemde (ilk gün) % 5.94 düşük fiyatlama; uzun dönemde birinci yıl % 2.3, ikinci yıl -% 13.03 ve üçüncü yıl -% 84.5 negatif getiri elde etmişlerdir. Çalışmalarını, diğer çalışmalardan ayıran üç özellik vardır; a) Kısa dönemde düşük fiyatlama düzeyi düşük seviyede, uzun dönemde negatif getiri yüksek seviyededir. b) Düşük performans çok kısa sürede (bir ay) başlamaktadır. c) Piyasa durgunsa ve işlem ortaklardan satış yöntemi ile yapıldıysa uzun vadeli düşük fiyatlama ortadan kalkar.

Kurtaran (2008)'in çalışması 1990-2006 yılları arasındaki ilk halka arz edilen 222 şirketi kapsamaktadır. 222 şirketten 161 adet şirket düşük fiyatlama göstermiştir (% 73). İlk gün ortalama getirisini % 15.03 bulmuştur. Negatif ilk gün getirisine sahip halka arzların, sonraki altı aya kadar olan getirileri de negatiftir. Ancak halka arzdan bir yıl sonra pozitif getiriye ulaşabilmişlerdir. İlk gün getirisi pozitif olan halka arzların bir aylık, üç aylık, altı aylık, bir yıllık ve üç yıllık getirileri de pozitiftir ve bunlar sırasıyla % 7.5, % 5.9, % 5.4, % 4.8 ve % 5.4 şeklindedir. Buradan yola çıkarak uzun dönemdeki getiriler ilk gün getirilerine bağlı değildir. Hisse senedinin düşük veya yüksek fiyatlanması yatırımcıları uzun dönemde fazla ilgilendirmemektedir sonucuna ulaşmıştır.

Dağlı ve Kurtaran (2008), çalışmalarında 1993-2005 yıllarında halka açılan mali sektör hariç diğer sektörlerde yer alan 120 ilk halka arzı araştırmışlardır. İlk gün ortalama getiriyi % 13.88 bulmuşlardır. 120 şirketten 92'si düşük fiyatlandırılmıştır.

Altan ve Hotamış (2008), 2000 ile 2006 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 84 şirketin kısa dönem fiyat performansını incelemişlerdir. İlk halka arzda ilk gün getirisinin, düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığını açıklamada yetersiz kalabileceğini söylemişler ve bu nedenle ilk gün, ilk hafta, ilk ay ve ilk üç ay getirilerini ilk halka arzda düşük fiyatlamamanın olup olmadığı konusunda değerlendirme olanağı bulmuşlardır. Ortalama piyasaya göre dzeltiimiş ilk gün getirisi % 6.78, ilk hafta getirisi % 1.49, ilk ay getirisi % 6.84 ve ilk üç aylık getiri % 15.65 seviyesindedir. Borsa İstanbul'da düşük fiyatlamayı doğrulamışlardır. Fakat diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Borsa İstanbul getirilerinin çok düşük olduğunu söylemişlerdir.

Karaca (2008) alışmasında 2004 yılında ilk halka arzı gerçekleşen şirketlerin otuz aylık uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Çalışma sonucunda ortalama ilk gün getirilerini % 2.37, birinci hafta ortalama getirilerini % 1.03 ve birinci ay anormal getirilerini -% 7.17 bulmuştur. Bu sonuçlar düşük fiyatlamamanın kısa dönemde varlığını göstermektedir.

Otuz aylık anormal getirileri hesaplandığında anormal getirilerin en yüksek olduğu dönemin yirminci ay ve en düşük olduğu dönemin ise on ikinci ay olduğu sonucuna varılmıştır. Uzun vadede düşük fiyatlama olgusundan söz edilemez sonucunu elde etmiştir.

nl ve Ersoy (2008), 1995 ve 2008 döneminde BİST'de ilk halka arz edilen 112 hisse senedini çalışmaya dâhil etmişlerdir. Çalışmada kısa dönem performansları ölçülmüştür. İlk gün getirileri ve halka arz edildikleri tarihten itibaren yirmi bir günlük getirileri incelemişlerdir. Ortalama ilk gün getirileri % 6.52, ortalama kümülatif getirileri ise (21 günlük) % 5.35 olarak bulmuşlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre ilk gün düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğuna ve ilk halka arzlarda kısa dönemde yüksek performans gösterdiğine kanıt sağlamaktadır.

Bu dönemde sabit fiyatla talep toplama yönteminde ortalama ilk gün getirilerinin % 7.2, fiyat aralığı yönteminde % 2.2 ve borsada satış yönteminde ise % 7.1 olduğunu bulmuşlardır. Yirmi bir günlük kümülatif getiriler sabit fiyatla talep toplama yönteminde

% 6, fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde % 2.7 ve borsada satış yönteminde % 1.2 şeklindedir. Bu sonuç sabit fiyatla talep toplama yönteminin daha yüksek getiri sağladığını gösterir.

Cihangir ve Kandil (2009), çalışmalarında 01.01.2003-30.06.2008 tarihleri arasında 46 hisse senedinin otuz günlük düzeltilmiş getirilerini yıl bazında incelemiş ve en yüksek getirinin hangi yılda elde edildiğini saptamışlardır. Buna göre otuz günlük ortalama piyasaya göre düzeltilmiş getirileri; 2003 yılında % 19.88, 2004 yılında -% 25, 2005 yılında -% 2.55, 2006 yılında -% 3.23, 2007 yılında % 3.33 ve 2008 yılında -% 2.62 olarak hesaplamışlardır. Sonuç olarak, en yüksek getirinin 2003 yılında elde edildiği saptanmıştır.

Tükel (2010), çalışmasında 2000-2007 yılları arasında ilk defa halka arzı gerçekleşen 42 şirketin düşük fiyatlama olgusunu tespit etmek amacıyla uzun dönemli performanslarını incelemiştir. Bu 42 şirketin 36 aylık verilerini kullanmıştır. İlk ay getirileri pozitif olan şirketleri analize dâhil etmiştir. İlk gün ortalama anormal getirileri % 10.94 bulmuş, buna göre hisse senetlerinin arz edilirken düşük fiyatlandığını saptamıştır. İlk ay ortalama getirileri % 27.95'tir. Söz konusu düşük fiyatlanan halka arzların getirileri ilk ay sonunda da devam etmektedir. İlk gün elde edilen anormal getirilerin otuz altı ayın sonundaki kümülatif getirisi % 39.74 bulunmuştur. Bu da gösterir ki, ilk gün elde edilen anormal getiriler uzun vadede de devam etmektedir.

Bostancı ve Kılıç (2010), BİST'de 2007 yılında işlem gören 199 hisse senedini araştırma kapsamına almıştır. Elde ettikleri sonuçlar, piyasanın yüksek halka açıklık oranını ödüllendirdiğini; başka bir deyişle halka açıklık oranı yüksek hisse senetlerinde, ortalama kapanış fiyatının ve işlem miktarının belirgin biçimde daha fazla olduğunu göstermektedir. Fiyat oynaklığı ya da hisse senedinin riski, halka açıklık oranı arttıkça artmaktadır.

Kırkulak (2010), 1995-2004 yılları arasında 150 ilk halka arz olmuş şirketin fiyat performansını kısa ve uzun dönem olarak incelemiştir. Kullandığı yöntem satın al ve tut yöntemidir. Şirketlerin ortalama ilk gün getirisinin % 8.48, ortalama bir yıllık getirisinin -% 5.78, ortalama iki yıllık getirisinin -% 85.43, ortalama üç yıllık getirisinin -% 186.54, ortalama dört yıllık getirisinin -% 232.71 ve ortalama beş yıllık getirisinin -% 600 olduğunu hesaplamıştır.

Otlu ve Ölmez (2011), Ocak 2006 ile Haziran 2011 yılları arasında 53 hisse senedinin 21 günlük ortalama anormal getirilerini ve kümülatif getirilerini incelemişlerdir. İlk gün ortalama anormal getiriyi % 6.99, ortalama 21 günlük anormal getiriyi -% 0.47 ve ortalama 21 günlük kümülatif getiriyi % 8.6 olarak hesaplamışlardır.

Sağlam ve Çelik (2011), çalışmalarında Borsa İstanbul'da düşük fiyatlamamanın bulunup bulunmadığını 1993-2006 yılları arasında, tek bir aracı kurum tarafından ilk halka arzı gerçekleşen 40 hisse senedinin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performanslarını incelemişlerdir. Düşük fiyatlamamanın varlığını ortaya koymak amacıyla ilgili hisse senetlerinin ilk gün, ilk ay, birinci yıl, ikinci yıl ve üçüncü yıldaki ham, endeks ve anormal getirilerini hesaplamışlardır. İlk gün anormal getiri ortalamasını % 11.30, ilk ay anormal getiri ortalamasını % 26.87 olarak bulmuşlardır. Birinci yılın sonunda negatif anormal getiriyi -% 78.76, ikinci yılda ortalama -% 23.12 ve üçüncü yılın sonunda anormal getiriyi -% 98.73 olarak bulmuşlardır.

Kaya (2012), Ocak 2010 ile Haziran 2011 arasında Borsa İstanbul bünyesindeki ilk halka arzı gerçekleşmiş 32 şirketin kısa dönem fiyat performansını incelemiştir. Kısa dönem çalışmasını ilk gün, ilk hafta, ilk aylık, üç aylık ve altı aylık olarak ayırmıştır ve sırasıyla % 2.4, % 7.8, % 7.5, % 11.2 ve % 0.4 olarak bulmuştur. Sonuç olarak düşük fiyatlamamanın kısa dönemde varlığını sürdürdüğüne ulaşmıştır.

Elmas (2013), çalışmasında Borsa İstanbul'da halka açılan şirketlerin hisselerini talep toplama döneminde alan ve ilk işlem gününde satan bir yatırımcının bu işlemde kazanç sağlayıp sağlamayacağı konusu üzerinde durmuştur. 1995-2010 yılları arasında BİST'de ilk halka arzı gerçekleşen 227 şirket analiz edilmiştir. İlk gün ortalama anormal getiriler % 8.8 bulunmuştur. Ayrıca alt sektörlere bakınca, finans sektörü % 10, bilişim sektörü % 6.7, sanayi sektörü % 8.8 ve diğer sektörler % 5.9 olarak hesaplanmıştır. Düşük fiyatlamamanın sektör bazında da varlığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak talep toplama döneminde alınan hisse senetleri ilk gün satılırsa bu satıştan anormal getiri elde edilebilmektedir.

Oran vd., (2013), Ocak 2008 ile Temmuz 2013 arasında ilk halka arzı gerçekleşen 61 şirketin düşük fiyatlama olgusunu incelemiştir. İlk halka arzlarında birinci işlem günü düşük fiyatlama düzeyi % 8.30 bulunmuştur. Onuncu günde % 14, yirincinci günde % 12 ve otuzuncu günde % 12 düşük fiyatlama seviyesi tespit etmiştir.

Kurtaran (2013), 1994-2009 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 205 şirketin ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Uzun dönem fiyat performanslarını ölçerken kümülatif getiriler yöntemi ve satın al ve tut yöntemlerine göre inceleme yapmıştır. Elde edilen sonuç, Türkiye’de düşük fiyatlama düzeyinin yüksek olduğunu ve yatırımcıların ilk işlem gününde pozitif getiri sağladığını göstermektedir (% 8.32).

Uzun dönemde kümülatif getiriler birinci ay % 7.48, üçüncü ay % 5.37, altıncı ay % 0.74, on ikinci ay -% 8.6, yirmi dördüncü ay % 24.96 ve otuz altıncı ay % 44.05 olarak hesaplanmıştır.

Uzun dönem satın al ve tut yöntemine göre; birinci ay % 7.48, üçüncü ay % 6.62, altıncı ay -% 2.45, on ikinci ay -% 23.14, yirmi dördüncü ay -% 31.87 ve otuz altıncı ay -% 38.77 bulunmuştur.

Kümülatif getiriler yönteminde üçüncü yılın sonunda yüksek getiri elde edilmiştir. Satın al ve tut yöntemi üçüncü yılın sonunda yatırımcısına negatif getiri sağlamıştır.

Elmas ve Aminianganeh (2013), çalışmalarında 1995-2010 yılları arasında sermaye artırım yöntemi ile halka açılan 105 şirketin anormal getirilerini % 9.52 bulmuşlardır. Aynı dönemde ortaklardan satış yöntemi ile halka açılan 66 şirketin ilk gün ortalama getirileri % 8.56 bulunmuştur. Aynı dönemde yabancı yatırımcılara kapalı 80 şirketin ilk gün anormal getirileri % 9.91 bulunmuştur. Yabancı yatırımcılara kısmi açılan 147 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri % 8.3 bulunmuştur. Piyasanın durumuna göre sıcak piyasa döneminde ilk gün ortalama anormal getirilerde 81 şirketin % 5.71; normal piyasa durumunda 94 şirketin % 13.17; soğuk piyasa döneminde 52 şirketin % 5.87 oranları elde edilmiştir.

2.4. İlk Halka Arzların Satış Yöntemleri ile İlgili Yapılmış Çalışmalar

Halka arzda satış yöntemleri ile ilgili yapılan ilk çalışma Benveniste ve Busaba (1997)’nin yapmış olduğu çalışmadır. Bu çalışmada riski sevmeyen şirketlerin genelde sabit fiyatla talep toplama yöntemini seçtiğini, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin seçilmesi durumunda ise daha fazla hasılat ve daha fazla hisse senedi satışına imkân tanındığı; ama buna rağmen riskin yüksek olduğunu söylemişlerdir.

Arosio vd., (2000a), İtalya borsasında Ocak 1985-Ağustos 2000 yılları arasında ilk halka arz olan 164 şirketin satış yöntemleri arasında karşılaştırma yapmışlardır. Bu yıllar arasında fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini kullanan 3 şirketin ortalama piyasaya göre düzeltilmiş düşük fiyatlama seviyesini % 6.44, sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan 79 şirketin ortalama piyasaya göre düzeltilmiş düşük fiyatlama seviyesini % 28.33 ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 82 şirketin ortalama piyasaya göre düzeltilmiş düşük fiyatlama seviyesini % 14.50 bulmuşlardır.

Ayrıca yöntem seçimini etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Bu faktörler aşağıda özetlenmiştir:

- *Firmanın Yaşı* (Doğal logaritma alınarak modele dâhil edilmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde negatif yönde anlamlı ilişki saptarlarken, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde anlamlı ilişki bulamamışlardır).
- *Aktif Toplamı* (Doğal logaritması alınmıştır. Yöntem seçiminde aktif toplamı arasında anlamlı ilişki tespit edememişlerdir).
- *Halka Arz Oranı* (Modele doğal logaritması alınarak dâhil edilmiştir. Anlamlı ilişki tespit edememişlerdir).
- *Sermaye* (Satış yöntemi ile sermaye arasında ilişki yoktur sonucuna ulaşmışlardır).
- *Standart Sapma* (Hisse senedinin halka arzdan sonraki 10 günlük standart sapmasını modele dâhil etmişlerdir. Her iki yöntemde de anlamlı pozitif ilişki tespit etmişlerdir).
- *Piyasa Getirisi* (Halka arzdan 100 gün önce piyasanın getirisini kullanmışlardır. Her iki yöntemde de pozitif anlamlı ilişki bulmuşlardır).
- *Piyasa Volatilitesi* (İlk halka arzdan 60 gün önce piyasanın standart sapmasını modele dâhil etmişlerdir. Her iki yöntemde de negatif yönde anlamlı ilişki bulmuşlardır).
- *Halka Arz Zamanı* (Halka arza karar verilen gün ile ilk gün arasındaki fark bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde pozitif yönde anlamlı ilişki bulurlarken, sabit fiyatla talep toplama yönteminde anlamlı bir ilişki bulamamışlardır).

Camp ve Munro (2000), yaptıkları çalışmada 1991-1999 yılları arasında Yeni Zelanda'da ilk halka arzı gerçekleştiren 56 şirketi örneklem olarak ele almışlardır. Yeni Zelanda Borsası'nda sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yöntemleri kullanılarak halka arz gerçekleştirilmektedir. Seçilen 56 şirketten 43'ü sabit fiyatla talep toplama ve 13'ü fiyat teklifi alma yöntemini kullanmıştır.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ortalama 24.56 gün, fiyat teklifi alma yönteminde ise ortalama 2.92 gün halka arz süresi beklenmektedir. Buda piyasanın yükselmesi veya düşmesine bağlı olarak fiyat riskine sebep olmaktadır. Bu risk sabit fiyatla talep toplama yönteminde daha fazladır.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ilk gün getirisini % 6.85, fiyat teklifi alma yönteminde ise % 8.86 bulmuşlardır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiriyi sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 5.61, fiyat teklifi alma yönteminde % 9.03 bulmuşlardır. Elde ettikleri sonuç, fiyat teklifi alma yönteminin daha düşük fiyatlama gösterdiği yönündedir.

Ljungquist vd., (2001) çalışmalarında 1992-1999 yılları arasında Dünya genelinde gerçekleştirilen 2,051 ilk halka arzı incelemişlerdir. Sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemlerinin halka arz maliyetini incelemişlerdir. Bu maliyetler dolaylı ve dolaysız maliyetler olarak sınıflandırılmıştır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin doğrudan maliyeti, sabit fiyatla talep toplama yönteminin iki katı civarındadır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlama % 19.8, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 63.8 ve örnekleme oluşturan 2,051 şirket için düşük fiyatlama % 21.3 olarak bulmuşlardır. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi daha az düşük fiyatlama gösterir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi maliyetinden kaçan bireysel yatırımcılara hisse senedi dağıtan aracı kurumlar için düşük maliyetli ve etkin bir yoldur.

Aroiso vd., (2000b) yaptıkları çalışmada 1985 ile 1999 yılları arasında Milan borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren 237 şirketi örneklem olarak seçmişlerdir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini karşılaştırmışlardır.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemine göre düşük fiyatlama düzeyi (% 8.32), sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre düşük fiyatlama düzeyinden (% 28.33) daha düşüktür.

Sherman (2002), yaptığı çalışmada 47 ülkede fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi kullanılmaya başlandığında diğer yöntemlerin kullanımının azaldığını ya da hiç kullanılmamaya başlandığını tespit etmiştir.

Kutsuna ve Smith (2003), çalışmalarında 1995-1999 yılları arasında Japonya borsasında ilk halka arzı gerçekleşen 484 şirketi incelemişlerdir. Bu şirketlerden 321 şirket fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini, 163 şirket ise fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanmıştır. Kullanılan yöntemler arasında yaptıkları karşılaştırmada fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde (% 70.81) düşük fiyatlama seviyesinin fiyat aralığıyla talep toplama yöntemine (% 7.12) göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ayrıca 1-40 günlük getiri ortalamalarını fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde -% 3.76 ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 6.72; 40-100 gün arasındaki getiri ortalamalarını fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde -% 0.99 ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 9.64 bulmuşlardır. Elde ettikleri sonuç fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin, fiyat aralığıyla talep toplama yöntemine göre daha fazla getiri sağladığıdır.

Derien ve Womack (2003), yapmış oldukları çalışmada kullanılan örneklem 1992-1998 yılları arasında Fransa borsasında ilk halka arzı gerçekleşen 264 şirketten oluşmaktadır. Fransa borsasında sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığıyla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemleri yaygındır. Yapmış oldukları çalışmada bu üç yöntemi karşılaştırmışlardır. 264 ilk halka arzdan 99'u fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini, 135'i fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini ve 24'ü sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanmıştır.

Ortalama tüm şirketler için ilk gün getirisi % 13.23 olarak gerçekleşmiştir. Fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde % 9.68, fiyat teklifi alma yönteminde % 16.89 ve sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 8.88 ilk gün getirisi elde edilmiştir.

Elde edilen sonuç, Fransa borsasında ilk gün düşük fiyat olgusunu destekler niteliktedir. Yöntemlere göre en yüksek getiri fiyat teklifi alma yönteminde, en düşük getiri ise sabit fiyatla talep toplama yönteminde elde edilmiştir.

Hsu ve Hung (2004) yaptıkları çalışmada 1995 ile 2000 yılları arasında Tayvan borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren toplam 364 şirketi incelemişlerdir. Bunlardan, 280 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini, 84 şirket ise fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini kullanarak halka arz olmuşlardır. Ortalama ilk gün getiriye sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 15.03, fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde ise % 20.08 bulmuşlardır. Elde edilen sonuçlar göstermektedir ki; Tayvan borsasında fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi, sabit fiyatla talep toplama yönteminden daha yüksek getiri sağlamaktadır. Ayrıca Probit regresyon modelinde bağımlı değişken olarak halka arzda satış yöntemlerini kullanmışlardır (fiyat aralığıyla talep toplama ve sabit fiyatla talep toplama yöntemi). Bağımsız değişkenler olarak kullanılan faktörler aşağıda özetlenmiştir.

- *Piyasa Getirisi* (Üç aylık ortalama satın al ve tut yöntemine göre hesaplanan getiri olarak hesaplanmıştır. Anlamli ilişki tespit edememişlerdir).
- *Piyasa volatilitesi* (Üç aylık ortalama piyasanın ortalama getirisinin standart sapmasını ele almışlardır. Negatif yönde anlamli ilişki tespit etmişlerdir).
- *İlk Gün Getiri* (İlk gün elde edilen ham getiriye kullanmışlardır. Pozitif yönde anlamli ilişki tespit etmişlerdir).
- *Halka Arz Oranı* (Doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Pozitif yönde anlamli ilişki vardır sonucuna ulaşmışlardır).
- *Firmanın Yaşı* (Faaliyette bulunduğu sürenin doğal logaritması alınmıştır. Anlamli ilişki tespit edememişlerdir).
- *Net Satışlar* (Halka az yılından önceki şirketin net satışlarının doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. İlişki tespit edememişlerdir).
- *Yüksek Teknolojili Mi?* (Kukla değişken olarak kullanmışlardır. Eğer firma yüksek teknolojili ise "1" değil ise "0" değeri vermişlerdir. Anlamli ilişki yoktur sonucuna ulaşmışlardır).
- *Halka Arz Yöntemi* (Öz kaynak içinden ortaklar tarafından halka satılan kısımdır. Anlamli ilişki tespit edememişlerdir).

DeGeorge vd., (2004)'nin yapmış oldukları çalışmada Ocak 1993-Ağustos 1998 yılları arasında Fransa borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren 204 şirket incelenmiştir. Bunlardan 114'ü fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini ve 90'ı fiyat aralığıyla

talep toplama yöntemini kullanarak ilk halka arzını gerçekleştirmiştir. Çalışmalarının ana konusu fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin ve fiyat aralığıyla talep toplama yönteminin karşılaştırılmasıdır. İlk gün getiriye ortalama fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 20.57 ve fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde % 15.93 bulunmuşlardır. Elde edilen sonuçlara göre Fransa borsasında fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde daha yüksek getiri elde edilmektedir yorumu yapılabilir.

Pandey (2004), 1999-2003 yılları arasında Hindistan'da gerçekleşen; 20'si fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemiyle, 64'ü sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılan toplam 84 ilk halka arzı incelemiştir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde düşük fiyatlama düzeyinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca halka açılma oranı yüksek ve elde edilen hasılatın düşük olduğu halka arzların daha çok sabit fiyatla talep toplama yöntemini; bunun tam tersi olarak halka açılma oranı düşük ve elde edilen hasılatın yüksek olduğu halka arzların fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini tercih ettiği kanısına varmıştır.

Gajewski ve Gresse (2006), çalışmalarında 1995-2004 yılları arasında 15 Avrupa ülkesini örneklem olarak seçmiş ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile diğer yöntemleri karşılaştırmışlardır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde diğer yöntemlere göre daha düşük fiyatlamasının gerçekleştiğini saptamışlardır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 3.39, diğer yöntemlerde ise % 3.64 düzeyinde ortalama düşük fiyat tespit etmişlerdir.

Jagannathan ve Sherman (2006), çalışmalarında üç farklı ülkede kullanılan satış yöntemlerini karşılaştırmışlardır. Örneklem olarak seçilen ülkeler Singapur, Fransa ve Türkiye'dir.

Singapur'da 1993-1994 yıllarında 31 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle, 20 şirket fiyat aralığıyla talep toplama yöntemiyle olmak üzere 51 ilk halka arzı incelemişlerdir. Fransa'da 2002-2004 yılları arasında 13'ü sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle, 27'si fiyat aralığıyla talep toplama yöntemiyle ve 15'i fiyat teklifi alma yöntemiyle olmak üzere toplam 55 ilk halka arzı incelemişlerdir. Türkiye'de 1994-1995 yıllarında 21'i sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle, 25'i fiyat aralığıyla talep toplama

yöntemiyle ve 8'i Borsada Satış yöntemiyle olmak üzere toplam 54 ilk halka arzı incelemişlerdir.

Singapur borsasında fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde % 4.6, sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 36.9 ortalama ilk gün getirisi elde etmişlerdir.

Fransa borsasında fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde % 18, fiyat teklifi alma yönteminde % 120 ve sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 141 ortalama ilk gün getirisi elde etmişlerdir.

Hsu vd., (2007), çalışmalarında Aralık 1995 – Aralık 2000 yılları arasında Tayvan borsasında ilk halka arzı gerçekleşen 364 şirketi örneklem olarak kullanmışlardır. Bunlardan 280 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini, 84 şirket ise fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini kullanmışlardır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ortalama ilk gün getiriyi % 15.03, fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde ise ortalama ilk gün getiriyi % 20.08 elde etmişlerdir. Fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi, sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre daha fazla getiri sağlamaktadır. Ayrıca probit yönteminde bağımlı değişken olarak halka arzda satış yöntemini (sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi) kullanmışlardır. Bağımlı değişkeni açıklamada kullanılan bağımsız değişkenler ise aşağıda özetlenmiştir.

- *Piyasa Volatilitesi* (Üç aylık ortalama piyasanın ortalama getirisinin standart sapmasını ele almışlardır. Negatif yönde anlamlı ilişki tespit etmişlerdir).
- *Piyasa Getirisi* (Üç aylık ortalama satın al ve tut yöntemine göre hesaplanan getiri olarak hesaplanmıştır. Anlamlı ilişki tespit edememişlerdir).
- *İlk Gün Getiri* (İlk gün elde edilen ham getiriyi kullanmışlardır. Pozitif yönde anlamlı ilişki tespit etmişlerdir).
- *Halka Arz Oranı* (Doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Pozitif yönde anlamlı ilişki vardır sonucuna ulaşmışlardır).
- *Firmanın Yaşı* (Faaliyette bulunduğu sürenin doğal logaritması alınmıştır. Anlamlı ilişki tespit edememişlerdir).
- *Net Satışlar* (Halka az yılından önceki şirketin net satışlarının doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. İlişki tespit edememişlerdir).

- *Yüksek Teknolojili Mi?* (Kukla değişken olarak kullanmışlardır. Eğer şirket yüksek teknoloji ise “1” değil ise “0” değeri vermişlerdir. Anlamli ilişki yoktur sonucuna ulaşmışlardır).
- *Halka Arz Yöntemi* (Öz kaynak içinden ortaklar tarafından halka satılan kısımır. Anlamli ilişki tespit edememişlerdir).

Küçükkocaoğlu (2008), yapmış olduğu çalışmada Ocak 1993 ile Ekim 2005 yılları arasındaki 217 ilk halka arzı incelemiştir. Bunlardan 149 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemi, 39 şirket borsada satış yöntemi ve 29 şirket ise fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile halka arzını gerçekleştirmiştir. İlk gün getiriler incelendiğinde, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getiri sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 7.47, Borsada Satış yönteminde % 15.88 ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 11.85 bulmuştur. Probit modeli oluşturmuş ve bağımlı değişken olarak Sabit fiyatla talep toplama yöntemini ve Borsada satış yöntemini kukla değişken olarak kullanmıştır. Kullanılan bağımsız değişkenler ise aşağıda özetlenmiştir.

- Halka Arz Özellikleri
 - *Halka Arz Yöntemi* (Ortaklardan satış ve sermaye artırımı şeklinde kukla değişken olarak kullanmıştır. Pozitif yönde anlamli ilişki tespit etmiştir).
 - *Halka Arz Oranı* (Negatif yönde anlamli ilişki elde etmişlerdir).
 - *Toplam Hasılat* (Halka arzdan elde edilen hasılatın USD cinsinden doğal logaritması kullanılmıştır. İlişki tespit edememiştir).
 - *Yüklenim Türü* (En iyi gayret aracılığı ile diğerleri şeklinde kukla değişken tanımlamıştır. Pozitif yönde ilişki tespit etmiştir).
- Firmanın Özellikleri
 - *Firmanın Yaşı* (Faaliyette bulunan sürenin doğal logaritması alınmıştır. İlişki tespit edememiştir).
 - *Aktif Toplamı* (Halka arzdan önceki yıl aktif toplamının doğal logaritması kullanılmış ve ilişki tespit edememiştir).
 - *Toplam Borç* (Halka arzdan önceki yıl toplam borcun doğal logaritması kullanılmış ve ilişki tespit edememiştir).
 - *Net Satışlar* (Halka arzdan önceki yıl net satışların doğal logaritması kullanılmış ve ilişki yoktur sonucuna ulaşılmıştır).

- *Net Kar* (Halka arzdan önceki yıl net karın doğal logaritması kullanılmış ve ilişki tespit edilememiştir).
- **Piyasanın Özellikleri**
 - *Düzeltilmiş Getiri* (Haftalık, aylık ve yıllık getiriler kullanılmış ve aylık getiri hariç anlamlı ilişki tespit edilememiştir).
 - *Piyasa Getirisi* (Halka arzdan önce üç ayda gerçekleşen piyasanın getirisi kullanılmış anlamlı ilişki yoktur sonucu elde edilmiştir).
 - *Piyasa Volatilitesi* (Halka arzdan önceki bir aylık piyasanın standart sapması kullanılmış ve anlamlı ilişki saptanamamıştır).
 - *Standart Sapma* (Hisse senedinin halka arzdan itibaren bir aylık getirisinin standart sapması kullanılmıştır. İlişki tespit edilememiştir).

Uzun (2009) çalışmasında 2004-2007 yılları arasında BİST’de fiyat aralığıyla talep toplama ve sabit fiyatla talep toplama yöntemleri ile yapılan hisse senedi ihraçlarının ihraç sonrası fiyat performanslarını karşılaştırmıştır.

2004-2007 yılları arasındaki 47 halka arzın 15’inde sabit fiyatla talep toplama yöntemi, 16’sında fiyat aralığıyla talep toplama ve 14’ünde de borsada satış yöntemi kullanılmıştır. Bu halka arzların 1., 5., 10., 30., 60. ve 90. Günlerin piyasaya göre düzeltilmiş getirilerini hesaplamıştır.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ilk gün getiri % 2.43, 5 günlük getiri -% 1.53, 10 günlük getiri -%4.80, 30 günlük getiri -% 9.92, 60 günlük getiri -% 15.67 ve 90 günlük getiri -% 20.43 bulunmuştur.

Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde ilk gün getiri % 10.31, 5 günlük getiri % 8.10, 10 günlük getiri % 7.11, 30 günlük getiri % 4.89, 60 günlük getiri % 2.07 ve 90 günlük getiri % 1.69 bulunmuştur.

Sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzların piyasaya göre düzeltilmiş getirileri daha kötü performans göstermiştir. Bu sonucun literatürdeki bulgulardan farklı olduğunu ve bu farklılığın sebebi konusunda dört görüşü olduğunu belirtmiştir. Bu görüş; a) İhraççı şirket ve aracı kurumların halka arz başarısızlığı konusundaki kaygıları b) fiyat aralığı benimsenmesinden sonra; halka arzı sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yapılan şirketlerin, halka arzı fiyat aralığı yöntemiyle yapan

firmalara göre daha küçük ve yatırımcıya az beklenti sunan şirketler olması c) fiyat aralığı yöntemi ile yapılan halka arzların daha çok basın ve araştırma desteği görmesi d) halka arz sonrasında piyasada alım-satım yaparak daha çok getiri elde etmek adına, fiyat teklifi alma döneminde ve değer belirleme sürecinde aracı kurumun ve şirketin yanlış yönlendirilmesi şeklindedir.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009)'ün, yaptıkları çalışma Türkiye'de 1993 ile 2005 yılları arasında 178 ilk halka arzı kapsamaktadır. Bu örneklemin 149'u sabit fiyatla talep toplama yöntemini, 29'u fiyat aralığıyla talep toplama yöntemini kullanmıştır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminin ilk gün getirisi % 7.3, fiyat aralığıyla talep toplama yönteminin ilk gün getirisi % 10.61 olarak hesaplanmıştır. Buna göre fiyat aralığıyla talep toplama yönteminin daha düşük fiyatlandığı sonucuna ulaşmışlardır. Logit regresyon modeli oluşturmuşlar ve bağımlı değişkeni halka arzda satış yöntemleri (sabit fiyatla talep toplama yöntemi ise "1", fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi ise "0") olarak kukla değişken belirlemişlerdir. Logit regresyonda kullanılan satış yöntemini etkileyen faktörler aşağıda özetlenmiştir.

- Halka Arz Özellikleri
 - *Halka Arz Yöntemi* (Ortaklardan satış ve sermaye artırımı şeklinde kukla değişken olarak kullanmışlardır. Pozitif yönde anlamlı ilişki tespit etmişlerdir).
 - *Halka Arz Zamanı* (Halka arz fiyatının tespiti ve ilk işlem günü arasında geçen sürenin doğal logaritması kullanılmıştır. Negatif yönde anlamlı ilişki elde etmişlerdir).
 - *Toplam Hasılat* (Halka arzdan elde edilen hasılatın yöntem seçimini etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır).
 - *Yüklenim Türü* (Bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığı şeklinde kukla değişken tanımlamışlardır. İlişki tespit edememişlerdir).
- Firmanın Özellikleri
 - *Firmanın Yaşı* (Faaliyette bulunan sürenin doğal logaritması alınmıştır. İlişki tespit edememişlerdir).
 - *Toplam Borç* (Halka arzdan önceki yıl toplam borcun doğal logaritması kullanılmış ve ilişki tespit edilememiştir).

- *Net Satışlar* (Halka arzdan önceki yıl net satışların doğal logaritması kullanılmış ve ilişki yoktur sonucuna ulaşılmıştır).
- **Piyasanın Özellikleri**
 - *Düzeltilmiş Getiri* (Haftalık, aylık ve yıllık getiriler kullanılmış ve anlamlı ilişki tespit edilememiştir).
 - *Piyasa Getirisi* (Halka arzdan önce 3 ayda gerçekleşen piyasanın getirisi kullanılmış anlamlı ilişki yoktur sonucu elde edilmiştir).
 - *Piyasa Volatilitesi* (Halka arzdan önceki bir aylık piyasanın standart sapması kullanılmış ve anlamlı ilişki saptanamamıştır).
 - *Standart Sapma* (Hisse senedinin halka arzdan itibaren 30 günlük getirisinin standart sapması kullanılmıştır. İlişki tespit edilememiştir).

Chen vd., (2011), 1995-1999 yılları arasında Tayvan borsasındaki 610 ilk halka arzı incelemiştir. Bunlardan 517 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini ve 93 şirket fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanmıştır.

Ortalama ilk gün getiri sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 29.62 ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 7.37 şeklindedir. İlk gün getiri sabit fiyatla talep toplama yönteminde, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemine göre daha düşük fiyatlamaya göstermiştir. Tüm firmalar için ise düşük fiyatlamaya seviyesini % 26.22 olarak bulmuşlardır. Ayrıca halka arzda satış yöntemlerini etkilediğini düşündüğü faktörleri regresyon modeli ile tahmin etmişlerdir. Bu faktörler ve elde ettikleri sonuçlar aşağıda özetlenmiştir.

- *Toplam Hasılat* (Sabit fiyatla talep toplama yönteminde negatif ilişki vardır, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).
- *Aktif toplamı* (Sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).
- *Piyasa Getirisi* (Halka arzdan önceki 30 günlük piyasanın getirisi ve yöntemler arasında pozitif ilişki bulmuşlardır).
- *Piyasa Volatilitesi* (Sabit fiyatla talep toplama yönteminde negatif ilişki vardır, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).

- *1997 öncesi ve sonrası dönem* (Sabit fiyatla talep toplama yönteminde negatif ilişki vardır, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).
- *Firmanın Yaşı* (Sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).
- *Aracı Kurum İtibarı* (Sabit fiyatla talep toplama yönteminde negatif ilişki vardır, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde ilişki yoktur).
- *Hisse Senedinin Standart Sapması* (Hisse senedinin 60 günlük standart sapması. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde negatif ilişki vardır).

Küçükkocaoğlu ve Alp (2011), 1993-2007 arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 243 şirketi örneklem olarak kullanmışlardır. Bunlardan 156 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini, 46 şirket Borsada Satış yöntemini ve 41 şirket ise fiyat teklifi alma yöntemini kullanmışlardır. İlk gün düzeltilmiş getiriye sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 7.85, fiyat teklifi alma yönteminde % 5.51 ve Borsada Satış yönteminde % 14.11 bulmuşlardır. Satış yöntemlerini bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Bağımlı değişkeni etkileyen faktörler aşağıda özetlenmiştir.

- Halka Arz Özellikleri
 - *Halka Arz Yöntemi* (Ortaklardan satış ve sermaye artırımı şeklinde kukla değişken olarak kullanmışlardır).
 - *Halka Arz Oranı*
 - *Toplam Hasılat* (Halka arzdan elde edilen hasılatın doğal logaritmasını kullanmışlardır).
 - *Yüklenim Türü* (En iyi gayret aracılığı ve tümünü yüklenim şeklinde kukla değişken tanımlamışlardır).
- Firmanın Özellikleri
 - *Firmanın Yaşı* (Faaliyette bulunan sürenin doğal logaritması alınmıştır. İlişki tespit edememişlerdir).
 - *Net Kar* (Halka arzdan önceki yıl elde edilen karın doğal logaritması kullanılmış ve ilişki tespit edilememiştir).
 - *Net Satışlar* (Halka arzdan önceki yıl net satışların doğal logaritması kullanılmışlardır).

- Piyasanın Özellikleri
 - *Düzeltilmiş Getiri* (Günlük, Haftalık ve aylık getiriler kullanılmışlardır).
 - *Piyasa Getirisi* (Halka arzdan önce 3 ayda gerçekleşen piyasanın getirisini kullanmışlardır).

Shulzhuk ve Ismanova (2013), 1993-2008 yılları arasında Norveç borsasında ilk halka arzı gerçekleştiren ve sabit fiyatla talep toplama yöntemini ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 166 şirketi incelemişlerdir. 87 şirket fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini ve 79 şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanmıştır. Ortalama ilk gün getirileri tüm şirketler için % 4.5, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde % 3.4 ve sabit fiyatla talep toplama yönteminde % 5.8 bulunmuşlardır. Ayrıca logit regresyon modeli oluşturmuşlar ve halka arzda satış yöntemlerini (sabit fiyatla talep toplama yöntemi ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi) bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Bağımsız değişken olarak kullanılan faktörler aşağıdaki gibidir:

- *Yüksek Teknolojili Mi?* (kukla değişken kullanmışlar; eğer şirket yüksek teknolojili ise “1” diğer durumlarda “0” değeri vermişlerdir. Negatif yönde ilişki tespit etmişlerdir).
- *Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı* (Doğal logaritmasını alarak modele dâhil etmişlerdir. Negatif yönde ilişki tespit etmişlerdir).
- *Girişim Sermayesi Destekli Mi?* (kukla değişken kullanmışlardır. Pozitif ilişki tespit etmişlerdir).
- *Aktif Toplamı* (Doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Pozitif ilişki tespit edilmiştir).
- *Halka Arz Oranı* (Negatif ilişki tespit etmişlerdir).
- *Hisselerin piyasa değeri* (Doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Pozitif yönde ilişki tespit etmişlerdir).
- *Firmanın Yaşı* (Negatif yönde ilişki tespit etmişlerdir).
- *Halka Arz Yöntemi* (kukla değişken kullanmışlardır. Eğer ortaklardan satış ise “1” değil ise “0” değeri vermişlerdir. Herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLK HALKA ARZLARIN FİYAT PERFORMANSI VE BU PERFORMANSI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Çalışmanın bu bölümde, ilk olarak Borsa İstanbul'da düşük fiyatlama olgusu araştırılmıştır.

İlk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin 20 günlük fiyat performansları ele alınmış ve bu şirketlerin ortalama anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri “Vaka Analizi” yönteminden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları, satış yöntemlerine göre karşılaştırılmış ve hangi satış yöntemleri arasında farklılık olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır.

Son olarak, 01.01.1993-30.06.2015 döneminde BİST’de ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin kısa dönem fiyat performansını etkileyen faktörler araştırılmıştır.

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Hisse senetlerinin ilk halka arzından sonra kısa bir dönem içinde yatırımcılarına piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlamasına düşük fiyat etkisi denilmektedir. Halka arz edilen hisse senetlerinden ilk gün elde edilen getirinin uzun vadede devam etmesi yatırımcılar için oldukça önemlidir. Bu konuda literatürde farklı sonuçlara rastlanmaktadır.

Uluslararası çalışmalarda ağırlıklı olarak kısa vadede piyasanın üzerinde ve anlamlı getiriler elde edilirken, uzun vadede piyasadan daha düşük getiri elde edildiği ile ilgili sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı çalışmalarda ise kısa vadede elde edilen bu avantajın uzun vadede de devam ettiği sonucu elde edilmiştir.

Çalışmamız, ülkemizde düşük fiyatlama olgusunun varlığının test edilmesinin yanında, fiyat performansının halka arzda kullanılan satış yöntemleri açısından farklılık gösterip göstermediğinin test edilmesi açısından önem arz etmektedir. Ayrıca ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin fiyat performansını etkileyen faktörlerin tespit edilmesi araştırmanın diğer önemli boyutunu oluşturmaktadır.

3.2. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti

Araştırma, Ocak 1993 ile Haziran 2015 yılları arasında 22 yıllık dönemi kapsamaktadır. Bu dönemde Borsa İstanbul'da 322 şirketin halka arzı gerçekleşmiştir.

Halka arzı gerçekleşmiş fakat ilerleyen zamanlarda borsa kotundan çıkmış veya devir olmuş şirketler araştırma kapsamına dâhil edilmemiş ve sonuç olarak 265 şirket çalışma kapsamına dâhil edilmiştir. Bu örneklem üzerinden kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır.

İlk halka arzların fiyat performanslarını etkileyen faktörlerin araştırıldığı bölümde ise araştırmaya mali kuruluşlar sektöründe faaliyet gösteren Bankacılık, Sigortacılık, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Ortaklıkları dâhil edilmemiştir. Mali sektörde faaliyet gösteren şirketlerin çalışmanın ikinci bölümünde oluşturulan örnekleme dâhil edilmeme nedeni, Bankacılık ve Sigortacılık şirketlerinin raporlama standartlarının diğer kuruluşlardan farklı olması ve kullanılan değişkenlerin ifade ettiği anlamlar açısından birebir karşılaştırılma yapılamamasıdır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile Yatırım Ortaklıkları ise halka arzdan önceki yıl mali tablolarına ulaşamaması nedeni ile örneklemden çıkarılmıştır.

Bu özellikleri içeren şirketler devre dışı bırakıldığından örneklem sayısı 179'a düşmektedir. Kümülatif anormal getiriler hem 265 şirketten oluşan genel örneklem için hem de mali tabloları nispeten homojen olan 179 şirket için hesaplanmış ve 179 şirketten oluşan homojen örnekleme anormal getiriye etkileyen faktörler incelenmiştir.

Şirketler ile ilgili bilgiler çeşitli kaynaklardan elde edilerek araştırmacı tarafından düzenlenmiştir. Veri setinin oluşturulmasında Kamuyu Aydınlatma Platformu, Borsa İstanbul resmi internet sitesi, Pamukkale Üniversitesi'nde hizmet veren Bloomberg Terminali veri tabanından yararlanılmıştır.

İlk halka arzı gerçekleşen şirketlerin halka arz verileri Ek-3'de verilmiştir.

1993-2015 yılları arasında gerçekleşen ve iki analize de dâhil edilen halka arz sayıları Tablo 7'de belirtilmiştir.

Tablo 7: 1993-2015 Yılları Arasında Gerçekleşen İlk Halka Arzların Dağılımı

Yıllar	İlk Halka Arz Sayısı (N=322)	Kümülatif Anormal Getirilerin Tespiti İçin Kullanılan Örneklem Sayısı (N=265)	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler İçin Oluşturulan Örneklem Sayısı (N=179)
1993	16	8	4
1994	25	16	12
1995	29	22	15
1996	26	17	12
1997	30	18	12
1998	20	16	11
1999	9	8	2
2000	36	30	25
2001	1	1	0
2002	4	4	3
2003	2	2	2
2004	12	12	9
2005	9	9	4
2006	15	15	8
2007	9	9	2
2008	2	2	1
2009	1	1	1
2010	22	22	14
2011	25	24	18
2012	16	16	15
2013	1	1	0
2014	9	9	6
2015	3	3	3
TOPLAM	322	265	179

En fazla halka arz 2000 yılında gerçekleşmiştir. 2001’de yaşanan finansal krizin etkisi, sermaye piyasalarında da görülmüş ve 2001-2003 yılları arasında yalnızca 7 adet ilk halka arz gerçekleşmiştir.

2004 yılından sonra ilk halka arzlar yine artmaya başlasa da gerçekleşen halka arz sayıları tatmin edici düzeyde olmamıştır.

2008 yılında yaşanan krizin etkisi ile 2008-2009 yıllarında toplam 3 adet halka arz gerçekleşmiştir. 2008 krizinin sonunda 2010 ile 2012 yılları arasında şirketlerin halka arza ilgisini arttırmak amacıyla yapılan Türkiye’de halka arz seferberliği çalışmaları sonucunda ilk halka arz sayısında önemli artışlar olmuştur. 2001 yılından 2010 yılına kadar 9 yıl içinde toplam 55 şirketin ilk halka arzı gerçekleştirilirken 2010 yılından 2012 yılına kadar, 2012 yılı da dâhil, toplam 63 şirketin ilk halka arzı gerçekleşmiştir. Bu sonuç

halka arz seferberliği kapsamında yapılan çalışmaların göreceli olarak başarılı olduğunu göstermektedir.

3.3. Kullanılan Değişkenler

Pay senetlerinin ilk gün düşük fiyatlama düzeyinin tespiti için veri seti olarak hisse senetlerinin halka arz fiyatları ve ilk işlem günündeki ikinci seans kapanış fiyatları kullanılmıştır.

Piyasa getirisinin hesaplaması amacı ile BİST100 endeksi ikinci seans kapanış fiyatları kullanılmıştır.

İlk gün kapanış fiyatları ve halka arz fiyatları BİST'in veri tabanından elde edilmiştir. Diğer günlere ait veriler Pamukkale Üniversitesi'nde hizmet veren Bloomberg Terminali veri tabanından temin edilmiştir.

Çalışmada toplam borç, öz sermaye, net satışlar, firmanın yaşı, halka arz fiyatı, halka arz zamanı, hasılat, halka arz oranı, piyasa getirisi, piyasa standart sapması, ilk halka arz satış yöntemleri, aracı kurum yüklenim şekli ve ilk halka arz yöntemleri değişkenleri hesaplanarak kullanılmıştır.

Toplam Borç: Şirketlerin kısa vadeli borçları ile uzun vadeli borçlarının toplamı alınarak hesaplanmıştır. Modele doğal logaritması alınarak dâhil edilmiştir.

Toplam Öz Sermaye: Şirketlerin sahip olduğu toplam öz sermayelerin doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

Net Satışlar: Şirketlerin net satışlarının doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

Firmanın Yaşı: Şirketlerin halka açılmadan önce faaliyette olduğu süre gün olarak hesaplanmıştır. 1+firmanın yaşının doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

Halka Arz Fiyatı: Şirketlerin hisse senetlerini satışa çıkardığı ₺ para biriminden değeri kullanılmıştır. 2005 yılında ₺'den 6 sıfır atılması sonucunda, hisse senedi fiyatı üzerinde 3 sıfır atılarak düzeltme yapılmıştır. Bu nedenle 2005 ve sonrası için fiyatlarda değişiklik yapılmazken, 2005 yılından önceki halka arz fiyatları 1,000'e bölünmüştür.

Halka Arz Zamanı: Şirketlerin ilk halka arz olmaya karar vermesi ile işlem görmeye başlama arasında geçen süre, gün bazında modele dâhil edilmiştir.

Hasılat: Halka arz sonucunda elde edilen gelirin \$ para biriminden değeri kullanılmıştır. Doğal logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

Piyasa Getirisi: Şirketlerin ilk işlem görmeye başlamadan önceki günlük BİST100 endeksinin günlük getirisi kullanılmıştır.

Piyasa Standart Sapması: Şirketlerin ilk işlem görmeye başlamadan önceki günlük BİST100 endeks getirisinin standart sapması.

Halka Arz Yöntemi: Kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Sermaye artırımını 1 değeri, değilse 0, ortak satışı 1 değeri, değilse 0, her iki yöntem bir arada kullanılıyorsa 1 değeri, değilse 0 değeri.

Halka Arzda Yüklenim Şekli: Kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Bakiyeyi yüklenim 1 değeri, değilse 0, en iyi gayret aracılığı 1 değeri, değilse 0, kısmen bakiyeyi yüklenim 1, değilse 0 değeri.

Halka Arzda Satış Yöntemi: Kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Borsada satış 1 değeri, değilse 0, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama 1 değeri, değilse 0, fiyat aralığıyla talep toplama yöntemi 1, değilse 0, sabit fiyatla talep toplama yöntemi 1, değilse 0 değeri.

3.4. Araştırmanın Yöntemi

Hisse senetlerinin fiyat performanslarının değerlendirilmesinde, “Vaka Analizi” yöntemi kullanılmıştır. Vaka Analizi tekniği, finansal araştırmalarda çok sık kullanılan bir yöntemdir (Peterson, 1989: 36). Özellikle, ekonomik olayların şirket değeri üzerine etkilerinin incelendiği çalışmalarda bu etkiler “Vaka Analizi” yöntemi ile ölçülebilmektedir. Uzun bir geçmişe sahip olan Vaka Analizi ilk olarak 1933 yılında Dolley tarafından, hisse senedi bölünmelerinin hisse senedi üzerindeki etkilerin ortaya konulmasında kullanılmıştır (MacKinlay, 1997: 13).

Hisse senedi getirilerinin tahmininde çeşitli modeller bulunmaktadır. Bu modeller, fiyat davranışları konusunda istatistikî varsayımlardan yola çıkan, sabit

ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelidir (MacKinlay, 1997: 17-19).

Vaka Analizinde anormal getiri hesaplanırken Piyasa Modeli kullanılması durumunda, hisse senedi ile piyasa arasındaki ilişkiyi gösteren Beta değeri geçmiş veriler kullanılarak belirlenmektedir. İlk halka arzı gerçekleştiren firmaların geçmiş dönem fiyat verileri olmadığından Beta'yı tahmin etmek mümkün değildir.

Çalışmamızda anormal getirinin hesaplanmasında piyasa modeli kullanılmıştır. Kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun test edilmesi amacı ile halka arzın ilk 20 günlük periyodu ele alınmıştır.

Çalışmamızda, ilk 20 işlem günü ve 20 işlem gününden sonraki 200 işlem günü olarak iki ayrı zaman penceresi bulunmaktadır. Birinci periyot olan 20 işlem günlük fiyat performansının hesaplanması için, ikinci periyot olan 200 işlem günlük dönemde piyasa modeline göre alfa ve beta katsayılarının hesaplanması amacı ile kullanılmış ve bu değerler her bir şirket için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Elde edilen piyasa modelleri ilk 20 günlük periyoda uygulanarak beklenen getiriler tespit edilmiştir. Böylece anormal getiriler elde edilmiştir. Anormal getiriler tek örneklem t testi ile test edilmiş ve anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı saptanmıştır. Ayrıca kullanılan satış yöntemleri arasında anlamlı farklılık Anova testi ile test edilmiştir.

Anormal getiriler bir şirketin belli bir dönemine ait getirisi ile aynı döneme ait beklenen getirisi arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Bu çerçevede ilk olarak, hisse senedinin günlük getirileri hesaplanmaktadır. Günlük getiriler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

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

$R_{i,t}$ = "i" şirketinin "t" zamanındaki günlük getirisi

$P_{i,t}$ = "i" şirketinin "t" zamanındaki kapanış fiyatı

$P_{i,(t-1)}$ = "i" şirketinin "t" gününden bir önceki gün kapanış fiyatı

Çalışmada halka arz olan şirketlerin günlük getirilerinin hesaplandığı tarihlerde BİST 100 endeksinin günlük ikinci seans kapanış fiyat değerleri kullanılarak piyasa getirisi elde edilmiştir. Günlük piyasa getirileri de aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

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

$R_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin “t” zamanındaki günlük getirisi

$P_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin “t” zamanındaki kapanış değeri

$P_{m,(t-1)}$ = BİST 100 endeksinin “t” gününden bir önceki gün kapanış fiyatı

Günlük hisse senedi ve piyasa getirisinin hesaplanması aşamasından sonra, belirlenmiş olan 200 günlük periyot için Piyasa modeli yöntemi kullanılarak her şirket için ayrı ayrı olmak üzere alfa ve beta değerleri hesaplanmıştır. Elde edilen alfa ve beta değerleri kullanılarak beklenen getiriler hesaplanmıştır. Beklenen getirilerin hesaplanması için kullanılan model aşağıda verilmiştir.

$$\hat{R}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} \quad (3)$$

$\hat{R}_{i,t}$ = “i” şirketinin “t” zamanındaki beklenen getirisi

α_i = Piyasa modeli alfa değeri

β_i = Piyasa modeli beta değeri

$R_{m,t}$ = BİST 100 endeksinin “t” zamanındaki günlük getirisi

İlk halka arzı gerçekleştiren hisse senedinin günlük beklenen ve gerçekleşen getirilerinin farkı alınarak 200 günlük getirilerinden hareketle hesaplanan alfa ve beta değerleri 20 günlük pencere için kullanılarak beklenen getiriler elde edilmiştir. Anormal getirilerin hesaplanması için kullanılan formüller 4 nolu ve 5 nolu denklemde verilmiştir. Yapılan çalışmada 5 nolu denklemde verilen formül kullanılmıştır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad (4)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t}) \quad (5)$$

Anormal getirilerin hesaplanmasından sonra, anormal getirilerin toplanması ile 20 günlük kümülatif getiriler (Cumulative Abnormal Return) elde edilmiştir.

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^{20} AR_{i,t} \quad (6)$$

$CAR_{i,t}$ = "i" şirketinin "t" zamanındaki kümülatif getirisi

$AR_{i,t}$ = "i" şirketinin "t" zamanındaki anormal getirisi

$R_{i,t}$ = "i" şirketinin "t" zamanındaki günlük getirisi

α_i = Piyasa modeli alfa değeri

β_i = Piyasa modeli beta değeri

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

Hisse senetlerinin fiyat performansını etkileyen faktörlerin tespitine yönelik olarak yukarıda açıklanan değişkenlerle çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır.

Literatürde ilk halka arzların fiyat performanslarına etki eden faktörlerin belirlenmesinde, halka arz oranı, aktif toplamı, hasılat, firmanın yaşı, piyasanın getirisi, piyasa getirisinin standart sapması, halka arz yöntemi, borç toplamı, yüklenim şekli, net satışlar, halka arz satış yöntemi, halka arz fiyatı değişkenlerinin kullanıldığı görülmektedir.

Çalışmamızda da literatürle bağlantılı olarak toplam borç, toplam öz sermaye, net satışlar, firmanın yaşı, halka arz fiyatı, halka arz zamanı, hasılat, halka arz oranı, piyasa getirisi, piyasa standart sapması, halka arz yöntemi, yüklenim şekli ve halka arzda satış yöntemi değişkenleri kullanılmıştır.

Bilanço ve gelir tablosu kalemlerinden elde edilen değişkenler şirketlerin halka arz olmadan önceki yılsonuna ait mali verilerinden temin edilmiştir.

Uygulanan regresyon analizinin amacı, kullanılan bağımsız değişkenlerin kısa dönemde hisse senetlerinin fiyat performanslarını ne ölçüde etkilediğini tespit etmektir.

Bağımlı değişken olarak hisse senetlerinin kısa dönemde piyasa modeline göre hesaplanmış kümülatif anormal getirileri kullanılmış ve dört farklı regresyon modeli oluşturulmuştur. Oluşturulmuş olan Regresyon modelleri aşağıdaki gibidir:

Model-1

$$\begin{aligned}
 CAR_0 = & \beta_0 + \beta_1 \text{Toplam Borç} + \beta_2 \text{Öz Sermaye} + \beta_3 \text{Net Satışlar} \\
 & + \beta_4 \text{Firmanın Yaşı} + \beta_5 \text{Halka Arz Fiyatı} + \beta_6 \text{Halka Arz Zamanı} \\
 & + \beta_7 \text{Hasılat} + \beta_8 \text{Halka Arz Oranı} + \beta_9 \text{Piyasa Getirisi} \\
 & + \beta_{10} \text{Piyasa Standart Sapması} + \beta_{11} \text{Satış Yöntemi} \\
 & + \beta_{12} \text{Halka Arz Yöntemi} + \beta_{13} \text{Aracı Kurum Yüklenim Şekli} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Model-2

$$\begin{aligned}
 CAR_{0,1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Toplam Borç} + \beta_2 \text{Öz Sermaye} + \beta_3 \text{Net Satışlar} \\
 & + \beta_4 \text{Firmanın Yaşı} + \beta_5 \text{Halka Arz Fiyatı} + \beta_6 \text{Halka Arz Zamanı} \\
 & + \beta_7 \text{Hasılat} + \beta_8 \text{Halka Arz Oranı} + \beta_9 \text{Piyasa Getirisi} \\
 & + \beta_{10} \text{Piyasa Standart Sapması} + \beta_{11} \text{Satış Yöntemi} \\
 & + \beta_{12} \text{Halka Arz Yöntemi} + \beta_{13} \text{Aracı Kurum Yüklenim Şekli} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Model-3

$$\begin{aligned}
 CAR_{0,3} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Toplam Borç} + \beta_2 \text{Öz Sermaye} + \beta_3 \text{Net Satışlar} \\
 & + \beta_4 \text{Firmanın Yaşı} + \beta_5 \text{Halka Arz Fiyatı} + \beta_6 \text{Halka Arz Zamanı} \\
 & + \beta_7 \text{Hasılat} + \beta_8 \text{Halka Arz Oranı} + \beta_9 \text{Piyasa Getirisi} \\
 & + \beta_{10} \text{Piyasa Standart Sapması} + \beta_{11} \text{Satış Yöntemi} \\
 & + \beta_{12} \text{Halka Arz Yöntemi} + \beta_{13} \text{Aracı Kurum Yüklenim Şekli} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Model-4

$$\begin{aligned}
 CAR_{0,20} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Toplam Borç} + \beta_2 \text{Öz Sermaye} + \beta_3 \text{Net Satışlar} \\
 & + \beta_4 \text{Firmanın Yaşı} + \beta_5 \text{Halka Arz Fiyatı} + \beta_6 \text{Halka Arz Zamanı} \\
 & + \beta_7 \text{Hasılat} + \beta_8 \text{Halka Arz Oranı} + \beta_9 \text{Piyasa Getirisi} \\
 & + \beta_{10} \text{Piyasa Standart Sapması} + \beta_{11} \text{Satış Yöntemi} \\
 & + \beta_{12} \text{Halka Arz Yöntemi} + \beta_{13} \text{Aracı Kurum Yüklenim Şekli} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

3.5. Araştırmada Elde Edilen Sonuçlar

Fiyat performansından hareketle düşük fiyatlamamanın (anormal getirinin) varlığı ile ilgili sonuçlar ilk bölümde, kısa dönem fiyat performansının satış yöntemleri arasında farklılık olup olmadığı ikinci bölümde ve anormal getiriye etkileyen faktörlere yönelik sonuçlar üçüncü bölümde yer almaktadır.

3.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çoklu doğrusal regresyon modelinde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 8’te gösterilmiştir. Modele kukla olarak dâhil edilen değişkenler ise yüzdesel olarak Tablo 8’e dâhil edilmiştir.

Tablo 8: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Car0	0.0471	0.0261	0.5441	-0.1791	0.0961
Car0_1	0.0681	0.0187	0.6091	-0.2541	0.1450
Car0_3	0.0844	0.1588	0.9257	-0.4771	0.2279
Car0_20	0.0570	-0.0006	1.6863	-1.7877	0.4052
Toplam Borç (Bin ₺)	137,000	5,718	6,580,000	1	597,000
Öz sermaye (Bin ₺)	84,801	7,457	6,120,000	14	470,000
Net satışlar (Bin ₺)	195,000	10,821	9,230,000	0	773,000
Firmanın Yaşı	19.4134	16	107	2	14.2976
Halka Arz Fiyatı (₺)	12.2074	7.15	100	1.225	14.6263
Halka Arz Zamanı	10.8379	6	509	0	37.9236
Hasılat (Bin \$)	51,449	9,602	1,870,000	1,083	201,000
Halka Arz Oranı	23.0013	20.0000	90.0000	0.9900	11.3071
Piyasa Getirisi	0.1515	0.0888	1.6602	-0.2976	0.3067
Piyasa Standart Sapması	0.0224	0.0207	0.0500	0.0094	0.0091
Değişkenler	Kategori		N	%	
İlk Halka Arz Yöntemleri	Ortaklardan Satış		41	22.9	
	Sermaye Artırımı		90	50.3	
	Ortaklardan Satış ve Sermaye Artırımı		48	26.8	
Aracı Kurumun Yüklenim Şekli	Bakiyeyi Yüklenim		123	68.7	
	En İyi Gayret Aracılığı		39	21.8	
	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim		13	7.3	
	Yüklenim Türü Yoktur		4	2.2	
İlk Halka Arzda Satış Yöntemleri	Borsada Satış		52	29.1	
	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama		22	12.3	
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama		15	8.4	
	Sabit Fiyatla Talep Toplama		90	50.3	

Araştırma kapsamındaki şirketlerin ortalama 51,449 (Bin \$) düzeyinde halka arz hasılatı gerçekleştirdiğini göstermektedir. En yüksek halka arz hasılatı elde eden şirket ise Türk Telekomünikasyon A.Ş.’dir.

Halka arz öncesi yılsonuna ait mali tablolar incelendiğinde, şirket büyüklüğü olarak kullanılan net satışların ortalaması 195,000 (Bin ₺) olarak bulunmuştur. Net satışların en yüksek olduğu şirketin ise Türk Telekomünikasyon A.Ş. olduğu tespit edilmiştir.

Araştırma kapsamındaki şirketler hisse senetlerini ortalama olarak 12.20 ₺'den halka arz etmişlerdir. En yüksek halka arz fiyatına sahip şirket Doğan Burda Rizzoli'dir.

İlk halka arzı gerçekleştiren araştırmadaki şirketler ortalama 19 yıllık faaliyet geçmişine sahiptir. Şirketlerin halka arz kararı alması ile ilk işlem günü arasında geçen süre ortalama 10 işlem günüdür. Ayrıca araştırma kapsamındaki şirketler paylarının ortalama % 23'ünü halka arz etmektedirler.

3.5.2. İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansları için Elde Edilen Sonuçlar

Finans literatüründe, kısa dönem olarak kabul edilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile onu takip eden birkaç gün veya haftadır. Bu araştırmada kısa dönem olarak halka arz olan şirketlerin ilk 20 işlem günü dikkate alınmıştır.

01.01.1993 – 31.06.2015 tarihleri arasında ilk halka arzların hem anormal getirileri hem de kümülatif getirileri Piyasa Modeline göre hesaplanmıştır.

İlk halka arzı gerçekleştiren 265 şirketin hisse senedi için kısa dönem fiyat performansları ile ilgili elde edilen bulgular ve tek örneklem t testi sonuçları Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9: 1993 - 2015 Dönemi 265 Hisse Senedinin Kısa Dönem Fiyat Performansları

Günler	Ortalama AR (N=265)			Ortalama CAR (N=265)		
	Ortalama	Standart Sapma	t istatistiği	Ortalama	Standart Sapma	t istatistiği
İlk Gün	0.046	0.095	7.864***	0.046	0.095	7.864***
1. Gün	0.021	0.083	4.171***	0.067	0.149	7.368***
2. Gün	0.009	0.074	2.005**	0.076	0.196	6.354***
3. Gün	0.007	0.072	1.534	0.083	0.233	5.808***
4. Gün	-0.001	0.058	-0.333	0.082	0.254	5.253***
5. Gün	0.001	0.055	0.376	0.083	0.272	4.978***
6. Gün	-0.004	0.056	-1.3	0.079	0.289	4.448***
7. Gün	-0.006	0.047	-2.105**	0.073	0.296	4.011***
8. Gün	0.000	0.048	-0.082	0.073	0.309	3.821***
9. Gün	-0.003	0.045	-1.239	0.069	0.316	3.560***
10. Gün	-0.004	0.080	-0.778	0.065	0.340	3.128***
11. Gün	0.000	0.040	-0.046	0.065	0.347	3.054***
12. Gün	0.001	0.045	0.198	0.066	0.348	3.076***
13. Gün	-0.008	0.037	-3.324***	0.058	0.344	2.746***
14. Gün	-0.002	0.038	-0.911	0.056	0.351	2.597**
15. Gün	-0.001	0.042	-0.318	0.055	0.355	2.530**
16. Gün	-0.004	0.043	-1.685*	0.051	0.361	2.284**
17. Gün	0.003	0.067	0.652	0.053	0.377	2.306**
18. Gün	0.001	0.039	0.602	0.055	0.385	2.320**
19. Gün	0.000	0.040	0.021	0.055	0.392	2.280**
20. Gün	0.001	0.043	0.484	0.056	0.399	2.292**
Car6_10	---	---	---	-0.018	0.149	-1.968**
Car11_15	---	---	---	-0.010	0.096	-1.715*
Car6_20	---	---	---	-0.027	0.253	-1.745*
Car11_20	---	---	---	-0.009	0.181	-0.822
Car16_20	---	---	---	0.001	0.126	0.127
Car4_10	---	---	---	-0.018	0.198	-1.472
Car4_20	---	---	---	-0.027	0.292	-1.509

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** %1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* %5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 9'de elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, literatüre uygun olarak, işlem görmeye başladığı gün (sıfırıncı gün) ortalama anormal getiri oranı % 4.6 ve ilk gün ortalama anormal getiri oranı % 2.1 olarak bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlar istatistiki olarak % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

İlk 20 günün tamamına bakıldığında, ilk işlem gününde elde edilen anormal getiri diğer günlerin hiçbirinde elde edilememiştir. Bu durumda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin düşük fiyatlandırıldığı ve söz konusu dönemde hisse senedine yatırım yapan bir yatırımcının ilk gün piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde ettiği sonucuna ulaşılabilir.

Ortalama anormal getiriler incelendiğinde halka arzı takip eden ikinci, yedinci, on üçüncü ve on altıncı işlem günleri haricinde istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunamamıştır.

Pozitif anormal getiriler 3 gün boyunca devam ederken daha sonraki günlerde negatif anormal getiriler de ortaya çıkmış ve bazı günler bu getiriler istatistiksel olarak sıfırdan farklı ve anlamlı olarak gerçekleşmiştir (7, 13 ve 16. gün). Bu durum piyasanın ilk günlerdeki getirisi daha sonraki günlerde düzeltme yönünde bir eğilim gösterdiği şeklinde yorumlanabilir.

Nitekim kümülatif anormal getiriler incelendiğinde, Car6_10, Car11_15 ve Car6_20 günlerdeki kümülatif getirinin negatif ve anlamlı olması (sırasıyla oranlandığında -0.018, -0.010 ve -0.027) yukarıdaki görüşümüzü doğrular niteliktedir. Bu düzeltmeye rağmen ilk yirmi günde ortalama % 5.6 kümülatif getiri elde edilmiştir.

Araştırma konusu hisse senetlerine yatırım yapan ve elinde bulunduran yatırımcıların kazançlarını gösteren kümülatif anormal getiriler, üçüncü işlem gününde % 8.3, beşinci işlem gününde % 8.3, onuncu işlem gününde % 6.5, yirminci işlem gününde % 5.6 getiri elde edilmiştir. Hesaplanan kümülatif getirilerin tamamı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kümülatif anormal getiriler regresyona sokulacak olan 179 şirketlik alt örneklem için tekrarlanmış sonuçlar Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: 1993 - 2015 Dönemi 179 Hisse Senedinin Kısa Dönem Fiyat Performansları

Günler	Ortalama AR (N=179)			Ortalama CAR (N=179)		
	Ortalama	Standart Sapma	t istatistiği	Ortalama	Standart Sapma	t istatistiği
İlk Gün	0.047	0.096	6.550***	0.047	0.096	6.55***
1. Gün	0.021	0.079	3.563***	0.068	0.145	6.286***
2. Gün	0.006	0.074	1.121	0.074	0.186	5.347***
3. Gün	0.010	0.077	1.742*	0.084	0.228	4.956***
4. Gün	-0.002	0.054	-0.580	0.082	0.244	4.496***
5. Gün	0.000	0.055	0.067	0.082	0.263	4.193***
6. Gün	-0.006	0.054	-1.594	0.076	0.280	3.622***
7. Gün	-0.005	0.048	-1.489	0.071	0.288	3.278***
8. Gün	0.000	0.050	-0.016	0.071	0.308	3.066***
9. Gün	-0.002	0.045	-0.663	0.068	0.320	2.854***
10. Gün	-0.002	0.093	-0.332	0.066	0.350	2.528**
11. Gün	-0.001	0.042	-0.304	0.065	0.356	2.444**
12. Gün	0.002	0.047	0.535	0.067	0.358	2.502**
13. Gün	-0.008	0.040	-2.643***	0.059	0.354	2.234**
14. Gün	0.001	0.037	0.199	0.060	0.363	2.196**
15. Gün	0.001	0.045	0.431	0.061	0.368	2.224**
16. Gün	-0.002	0.042	-0.692	0.059	0.378	2.088**
17. Gün	0.000	0.053	0.092	0.059	0.390	2.035**
18. Gün	0.000	0.035	-0.100	0.059	0.396	1.997**
19. Gün	-0.001	0.037	-0.389	0.058	0.401	1.933*
20. Gün	-0.001	0.045	-0.279	0.057	0.405	1.882*
Car6_10	---	---	---	-0.016	0.162	-1.348
Car11_15	---	---	---	-0.005	0.102	-0.651
Car6_20	---	---	---	-0.025	0.262	-1.294
Car11_20	---	---	---	-0.009	0.169	-0.715
Car16_20	---	---	---	-0.004	0.111	-0.494
Car4_10	---	---	---	0.018	0.211	-1.166
Car4_20	---	---	---	0.027	0.301	-1.216

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** %1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* %5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 10'da elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, literatüre uygun olarak, işlem görmeye başladığı gün ortalama anormal getiri oranı % 4.7 ve ilk gün ortalama anormal getiri oranı % 2.1 olarak bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlar istatistiki olarak % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Burada da sonraki günlerde negatif getirilerin olduğu görülmektedir ancak yalnızca 13. günde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Ortalama anormal getiriler incelendiğinde halka arzı takip eden üçüncü ve on üçüncü işlem günleri haricinde istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunamamıştır.

İlk 20 günün tamamına bakıldığında, ilk işlem gününde elde edilen anormal getiri diğer günlerin hiçbirinde elde edilememiştir. Bu durum ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin düşük fiyatlandırıldığı görüşünü doğrulamaktadır. Söz konusu dönemde hisse

senedine yatırım yapan bir yatırımcı ilk gün piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri elde etmiştir.

Araştırma konusu hisse senetlerine yatırım yapan ve elinde bulunduran yatırımcıların kazançlarını gösteren kümülatif anormal getiriler, üçüncü işlem gününde % 8.4, beşinci işlem gününde % 8.2, onuncu işlem gününde % 6.6, yirminci işlem gününde % 5.7 olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan kümülatif getirilerin tamamı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Hisse senetlerinin 4. işlem günü satın alındığı ve hisse senetlerinin 10. veya 20. işlem gününde satılması durumunda ise istatistiksel olarak anlamlı sonuç elde edilememiştir.

Ayrıca araştırma konusu hisse senetlerine, ilk işlem gününü takip eden 6. günden sonra yatırım yapılması ve hisse senetlerinin 10. veya 20. işlem gününde satılması durumunda negatif getiri elde edilmektedir fakat elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Benzer şekilde hisse senetlerinin ilk halka arzı takip eden 11. işlem gününden sonra satın alındığı ve 15. veya 20. işlem gününde satıldığında elde edilen getiri negatif bulunmuş ama istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamıştır.

Hisse senetlerinin ilk halka arzdan sonraki 20 günlük fiyat performansının incelendiği çalışmada ortalama kümülatif getirilerin son 5 günlük dönemde negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kısa dönemde fiyat performansının araştırıldığı bu çalışma, halka arzı takip eden 5 günlük fiyat performansının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu kanıtlamaktadır. Halka arzın 5. işlem gününden sonra yatırım yapılması halinde getirinin yönünün negatif olacağı veya getiri elde edilemeyeceği sonucu ortaya çıkmaktadır.

3.5.3. İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansının Halka Arzda Satış Yöntemine Göre Karşılaştırılması

Halka açılmayı hedefleyen şirketler, halka arzda satış yönteminde Talep Toplama Yöntemi ve Borsada Satış Yöntemi olmak üzere iki tür yöntem kullanırlar. Talep

Toplama yönteminde de; Fiyat Teklifi Alma Yoluyla, Sabit Fiyatla ve Fiyat Aralığıyla talep toplama yöntemlerini kullanırlar.

Araştırmanın bu kısmından itibaren yapılan çalışmalarda Bankacılık, Sigortacılık, Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının dâhil edilmediği veri seti kullanılmıştır.

Bu başlık altında kısa dönem fiyat performansının ilk halka arzda satış yöntemlerine göre anlamlı farklılık gösterip göstermediği test edilmiştir.

Halka arzda satış yöntemlerine göre fiyat performanslarının karşılaştırılması sonucunda, kısa dönem anormal getiriler (20 günlük) ile ilgili elde edilen sonuçlar ve tek örneklem t testi sonuçları Tablo 11’de sunulmuştur.

Ayrıca, kısa dönem kümülatif anormal getiriler (20 günlük) ile ilgili elde edilen sonuçlar ve tek örneklem t testi sonuçları Tablo 12’de yer almaktadır.

Tablo 11’den elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, ilk gün anormal getiriler Borsada Satış Yönteminde % 5.66, Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yönteminde % 9.00, Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminde % 4.20 ve Fiyat Aralığıyla Talep Toplama Yönteminde % 1.64 bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır. Borsadan satış yönteminde anormal getiri ilk dört gün boyunca devam etmektedir.

Nitekim Tablo 12’den elde edilen sonuçlara bakıldığında, ilk yirmi günlük kısa dönem kümülatif anormal getiriler sadece Borsada Satış Yönteminde istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer yöntemlerde bu etki daha kısa sürelidir.

Hisse senetlerinin 4. işlem günü ile 10. ve 20. işlem günü arasında kümülatif anormal getiriler Borsada Satış yöntemi haricinde diğer yöntemlerde negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntemlerden Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama yönteminde elde edilen negatif getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır.

Halka arzda satış yöntemleri arasında kısa dönemde elde edilen getirilerin istatistiksel olarak farklılaşp farklılaşmadığı test etmek amacıyla One-Way ANOVA testi yapılmış ve test sonuçları Tablo 13’de gösterilmiştir.

Tablo 11: Hisse Senetlerinin Satış Yöntemlerine Göre Kısa Dönem Anormal Getirileri

Günler	Halka Arzda Satış Yöntemi (Anormal Getiri)							
	Borsada Satış		Fiyat Aralığıyla Talep Toplama		Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama		Sabit Fiyatla Talep Toplama	
	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği
İlk Gün	0.0566	4.1160***	0.0164	1.7320*	0.0900	3.3850***	0.0420	3.9580***
1. Gün	0.0413	3.6240***	0.0101	1.1220	0.0020	0.1230	0.0152	1.7000*
2. Gün	0.0117	1.2420	0.0061	0.5300	-0.0129	-0.6420	0.0062	0.7290
3. Gün	0.0228	2.6540**	0.0076	0.7540	0.0358	0.7440	-0.0010	-0.1550
4. Gün	0.0156	2.0980**	-0.0046	-0.6400	-0.0111	-0.6960	-0.0107	-1.8450*
5. Gün	-0.0006	-0.0790	0.0073	0.8150	-0.0216	-1.5270	0.0027	0.4620
6. Gün	-0.0050	-0.7500	-0.0077	-1.2830	-0.0061	-0.2230	-0.0071	-1.3070
7. Gün	-0.0029	-0.4300	-0.0095	-1.3530	-0.0083	-0.4530	-0.0051	-1.0630
8. Gün	0.0111	1.5380	0.0027	0.4640	-0.0137	-0.8620	-0.0049	-0.9140
9. Gün	-0.0004	-0.0600	0.0001	0.0330	-0.0347	-2.2610**	0.0016	0.3480
10. Gün	0.0008	0.1180	-0.0022	-0.2640	-0.0867	-1.2450	0.0099	1.7860*
11. Gün	0.0071	1.1340	-0.0055	-1.4190	-0.0045	-0.2980	-0.0039	-0.9080
12. Gün	0.0086	1.3670	0.0007	0.2040	0.0013	0.0760	-0.0016	-0.3100
13. Gün	-0.0017	-0.3290	-0.0065	-2.2280**	-0.0257	-2.0320*	-0.0088	-1.9250*
14. Gün	-0.0021	-0.5180	0.0008	0.1690	-0.0010	-0.0760	0.0023	0.5370
15. Gün	0.0074	1.1030	0.0015	0.3370	-0.0134	-0.7770	0.0004	0.0960
16. Gün	-0.0034	-0.6830	0.0038	0.6560	-0.0427	-3.4480***	0.0038	0.8300
17. Gün	0.0008	0.1100	0.0048	1.2820	-0.0024	-0.2420	-0.0005	-0.0710
18. Gün	0.0042	0.9220	-0.0016	-0.4910	0.0040	0.3810	-0.0032	-0.8010
19. Gün	-0.0056	-1.4180	-0.0045	-1.1880	0.0118	1.4580	0.0003	0.0570
20. Gün	-0.0005	-0.0770	-0.0097	-2.1680**	-0.0058	-0.3030	0.0017	0.3660
N	52		22		15		90	

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** %1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* %5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 12: Hisse Senetlerinin Satış Yöntemlerine Göre Kısa Dönem Kümülatif Anormal Getirileri

Günler	Halka Arzda Satış Yöntemi (Kümülatif Getiri)							
	Borsada Satış		Fiyat Aralığıyla Talep Toplama		Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama		Sabit Fiyatla Talep Toplama	
	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği	Ortalama	t istatistiği
Car0	0.0566	4.1160***	0.0164	1.7320*	0.0900	3.3850***	0.0420	3.9580***
Car0 1	0.0978	4.7440***	0.0265	1.6600	0.0920	2.3310**	0.0572	3.5600***
Car0 2	0.1095	4.0870***	0.0326	1.4040	0.0791	1.7040	0.0634	3.0620***
Car0 3	0.1324	4.0780***	0.0402	1.3370	0.1149	1.4300	0.0625	2.6470**
Car0 4	0.1479	4.3280***	0.0356	1.0750	0.1038	1.2400	0.0518	2.0370**
Car0 5	0.1473	4.0920***	0.0429	1.0790	0.0822	0.8670	0.0546	2.0070**
Car0 6	0.1423	3.7110***	0.0352	0.9890	0.0761	0.6850	0.0475	1.6560
Car0 7	0.1394	3.4430***	0.0257	0.8590	0.0678	0.6220	0.0423	1.4150
Car0 8	0.1505	3.5010***	0.0284	0.8480	0.0541	0.4500	0.0374	1.1890
Car0 9	0.1501	3.3400***	0.0285	0.8770	0.0194	0.1560	0.0390	1.1850
Car0 10	0.1509	3.3340***	0.0264	0.8680	-0.0673	-0.4480	0.0490	1.3550
Car0 11	0.1580	3.5640***	0.0209	0.6900	-0.0719	-0.4710	0.0451	1.2010
Car0 12	0.1666	3.7620***	0.0216	0.7090	-0.0705	-0.4490	0.0434	1.1650
Car0 13	0.1649	3.7830***	0.0151	0.5290	-0.0963	-0.6210	0.0346	0.9430
Car0 14	0.1628	3.7190***	0.0160	0.5100	-0.0973	-0.5940	0.0369	0.9810
Car0 15	0.1702	3.9150***	0.0175	0.5860	-0.1107	-0.6760	0.0374	0.9710
Car0 16	0.1668	3.8930***	0.0213	0.6440	-0.1534	-0.8930	0.0412	1.0440
Car0 17	0.1675	3.6320***	0.0260	0.7970	-0.1558	-0.8980	0.0407	1.0020
Car0 18	0.1718	3.6850***	0.0245	0.7190	-0.1518	-0.8610	0.0375	0.9090
Car0 19	0.1661	3.5200***	0.0200	0.6020	-0.1400	-0.7880	0.0377	0.8920
Car0 20	0.1657	3.5390***	0.0102	0.3310	-0.1458	-0.8210	0.0395	0.9110
Car6 10	0.0036	0.2150	-0.0166	-1.0700	0.21495	-1.9970**	-0.0056	-0.3270
Car11 15	0.0193	1.3270	-0.0089	-1.2290	-0.0434	-1.0790	-0.0116	-1.1200
Car6 20	0.0184	0.6820	-0.0327	-1.7710*	-0.2280	-2.0060**	-0.0151	-0.5200
Car11 20	0.0148	0.8070	-0.0161	-1.6510	-0.0785	-1.3770	-0.0095	-0.4620
Car16 20	-0.0045	-0.4110	-0.0073	-1.1650	-0.0351	-1.1930	0.0021	0.1480
Car4 10	0.0185	0.758	-0.0138	-1.014	-0.1821	-2.089*	-0.0135	-0.592
Car4 20	0.0332	1.015	-0.0299	-1.822*	-0.2606	-2.144*	-0.0230	-0.682
N	52		22		15		90	

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** %1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* %5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 13: Kullanılan Satış Yöntemlerine İlişkin One-Way ANOVA Test Sonucu

		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	p
Car0	Gruplararası	0.0554	3	0.0185	2.0301	0.1114
	Gruplariçi	1.5914	175	0.0091		
	Toplam	1.6468	178			
Car0_1	Gruplararası	0.1034	3	0.0345	1.6563	0.1782
	Gruplariçi	3.6415	175	0.0208		
	Toplam	3.7449	178			
Car0_2	Gruplararası	0.1139	3	0.0380	1.0987	0.3511
	Gruplariçi	6.0455	175	0.0345		
	Toplam	6.1594	178			
Car0_3	Gruplararası	0.2199	3	0.0733	1.4206	0.2383
	Gruplariçi	9.0299	175	0.0516		
	Toplam	9.2498	178			
Car0_4	Gruplararası	0.3625	3	0.1208	2.0606	0.1071
	Gruplariçi	10.2625	175	0.0586		
	Toplam	10.6250	178			
Car0_5	Gruplararası	0.3231	3	0.1077	1.5732	0.1975
	Gruplariçi	11.9785	175	0.0684		
	Toplam	12.3016	178			
Car0_10	Gruplararası	0.7021	3	0.2340	1.9458	0.1239
	Gruplariçi	21.0489	175	0.1203		
	Toplam	21.7510	178			
Car0_15	Gruplararası	1.1544	3	0.3848	2.9401	0.0346
	Gruplariçi	22.9034	175	0.1309		
	Toplam	24.0577	178			
Car0_20	Gruplararası	1.3069	3	0.4356	2.7302	0.0454
	Gruplariçi	27.9240	175	0.1596		
	Toplam	29.2310	178			
Car6_10	Gruplararası	0.2971	3	0.0990	3.9567	0.0092
	Gruplariçi	4.3802	175	0.0250		
	Toplam	4.6773	178			
Car11_15	Gruplararası	0.0571	3	0.0190	1.8654	0.1371
	Gruplariçi	1.7848	175	0.0102		
	Toplam	1.8419	178			
Car6_20	Gruplararası	0.7263	3	0.2421	3.6778	0.0132
	Gruplariçi	11.5195	175	0.0658		
	Toplam	12.2458	178			
Car11_20	Gruplararası	0.1030	3	0.0343	1.2031	0.3101
	Gruplariçi	4.9941	175	0.0285		
	Toplam	5.0971	178			
Car16_20	Gruplararası	0.0182	3	0.0061	0.4893	0.6901
	Gruplariçi	2.1647	175	0.0124		
	Toplam	2.1828	178			
Car4_10	Gruplararası	0.4758	3	0.1586	3.7288	0.0124
	Gruplariçi	7.4425	175	0.0425		
	Toplam	7.9182	178			
Car4_20	Gruplararası	1.0097	3	0.3366	3.8766	0.0102
	Gruplariçi	15.1927	175	0.0868		
	Toplam	16.2023	178			

Tabloda görüleceği üzere, ilk gün anormal getiri ortalamalarının kullanılan satış yöntemleri değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan tek yönlü varyans analizi (One-Way ANOVA) sonucunda ilk gün için

satış yöntemleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunamamıştır ($F=2.0301$; 0.1114). Bu durum ilk günlerde tüm yöntemlerde anormal getiri elde edilmesiyle açıklanabilir.

Tablo 13’de de görüleceği üzere kısa dönem getiri ortalamaları, satış yöntemine göre sonraki günlerde farklılık göstermektedir [$Car0_{15}(F=2.9401$; $0.0346)$], [$Car0_{20}(F=2.7302$; $0.0454)$], [$Car6_{10}(F=3.9567$; $0.0092)$], [$Car6_{20}(F=3.6778$; $0.0132)$], [$Car4_{10}(F=3.7288$; $0.0124)$] ve [$Car4_{20}(F=3.8766$; $0.0102)$]. Bu durum özellikle $Car4_{10}$ ’da ortaya çıkan satış yöntemlerine göre farklılaşmanın etkisiyle açıklanabilir.

ANOVA sonrası belirlenen farklılığın hangi gruplardan kaynaklandığını belirlemek üzere post-hoc analizi yapılmıştır. Tukey HSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları Tablo 14’de gösterilmiştir.

Tablo 14’de karşılaştırılan grupların ortalamaları arasındaki farklar sayısal olarak verilmiştir.

Tablo incelendiğinde, Borsada Satış ve Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama yöntemleri arasında tüm zaman pencerelerinde anlamlı fark tespit edilmiştir. Anılan pencerelerde Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama yönteminde negatif getiri söz konusudur ve bu durum 4. günden itibaren oluşmuştur. Nitekim Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama yöntemi ile diğer yöntemler arasında $Car6_{10}$, $Car4_{10}$ ve $Car4_{20}$ ’de de anlamlı fark olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 14: Tukey HSD Çoklu Karşılaştırma Analizi Sonuçları

Tukey HSD		Car0_15			Car0_20			Car6_10			Car6_20			Car4_10			Car4_20		
		Mean Difference	Std. Error	Sig.	Mean Difference	Std. Error	Sig.	Mean Difference	Std. Error	Sig.	Mean Difference	Std. Error	Sig.	Mean Difference	Std. Error	Sig.	Mean Difference	Std. Error	Sig.
Borsada Satış	Fiyat Aralığıyla Talep Toplama	0.15	0.09	0.35	0.16	0.10	0.42	0.02	0.04	0.96	0.05	0.07	0.86	0.03	0.05	0.93	0.06	0.07	0.83
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	0.28*	0.11	0.04	0.31*	0.12	0.04	0.15*	0.05	0.01	0.24*	0.08	0.01	0.20*	0.06	0.01	0.29*	0.09	0.00
	Sabit Fiyatla Talep Toplama	0.13	0.06	0.15	0.13	0.07	0.27	0.01	0.03	0.99	0.03	0.04	0.88	0.03	0.04	0.81	0.06	0.05	0.69
Fiyat Aralığıyla Talep Toplama	Borsada Satış	-0.15	0.09	0.35	-0.16	0.10	0.42	-0.02	0.04	0.96	-0.05	0.07	0.86	-0.03	0.05	0.93	-0.06	0.07	0.83
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	0.13	0.12	0.72	0.16	0.13	0.65	0.13*	0.05	0.06	0.20	0.09	0.11	0.16*	0.07	0.07	0.23*	0.10	0.09
	Sabit Fiyatla Talep Toplama	-0.02	0.09	1.00	-0.03	0.10	0.99	-0.01	0.04	0.99	-0.02	0.06	0.99	0.00	0.05	1.00	-0.01	0.07	1.00
Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	Borsada Satış	-0.28*	0.11	0.04	-0.31*	0.12	0.04	-0.15*	0.05	0.01	-0.24*	0.08	0.01	-0.20*	0.06	0.01	-0.29*	0.09	0.00
	Fiyat Aralığıyla Talep Toplama	-0.13	0.12	0.72	-0.16	0.13	0.65	-0.13*	0.05	0.06	-0.20	0.09	0.11	-0.16*	0.07	0.07	-0.23*	0.10	0.09
	Sabit Fiyatla Talep Toplama	-0.15	0.10	0.46	-0.19	0.11	0.35	-0.14*	0.04	0.01	-0.21*	0.07	0.02	-0.16*	0.06	0.02	-0.23*	0.08	0.02
Sabit Fiyatla Talep Toplama	Borsada Satış	-0.13	0.06	0.15	-0.13	0.07	0.27	-0.01	0.03	0.99	-0.03	0.04	0.88	-0.03	0.04	0.81	-0.06	0.05	0.69
	Fiyat Aralığıyla Talep Toplama	0.02	0.09	1.00	0.03	0.10	0.99	0.01	0.04	0.99	0.02	0.06	0.99	0.00	0.05	1.00	0.01	0.07	1.00
	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	0.15	0.10	0.46	0.19	0.11	0.35	0.14*	0.04	0.01	0.21*	0.07	0.02	0.16*	0.06	0.02	0.23*	0.08	0.02

* % 10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

3.5.4. İlk Halka Arzların Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerle İlgili Sonuçlar

Hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını etkileyen faktörleri tespit etmek amacıyla belirlenen bağımsız değişkenlere regresyon analizi uygulanmış ve yukarıda açıklanmış birden fazla bağımsız değişken modelde yer almaktadır.

Bağımlı değişken olarak ilk halka arzı gerçekleşmiş hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı gün (Car0 olarak ifade edilmiştir), işlem görmeye başladığı gün ve birinci gün (Car0_1 olarak ifade edilmiştir), ilk üç gün ve ilk 20 elde edilen kümülatif anormal getiriler (CAR) kullanılmış ve her bir model ile ilgili elde edilen regresyon sonuçları ve modellerle ilgili ekonometrik test sonuçları Tablo 15'te gösterilmiştir. Buna göre tüm modellerin F testi değerleri anlamlıdır ve modellerin açıklama gücü 0.06 ile 0.21 arasında değişmektedir.

Halka arz öncesi piyasa getirisi ile düşük fiyatlama arasında beklenen ilişki pozitif yöndedir. Buna göre piyasa getirisinin yüksek olması anormal getiriye yol açmaktadır. Nitekim piyasa getirisi ile kümülatif anormal getiri arasında Kıymaz (1997a), Kıymaz (2000), Chen vd., (2011), Arosio vd., (2000a), Aktaş vd., (2003), Hsu ve Hung (2004), Yüksel ve Yüksel (2006), Baluja ve Singh (2014) tarafından yapılmış olan çalışmalarda pozitif yönde ilişki tespit edilmiştir.

Çalışmamızda kurulmuş olan 4 farklı modelde de beklentiye paralel olarak kümülatif anormal getiri ile piyasa getirisi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile halka arz öncesi piyasa getirisinin yüksek olması halka arzda anormal getiri elde edilmesini etkilemektedir.

Halka arz öncesi piyasa riskinin ölçüsü olarak kullanılan standart sapması değişkeni ile düşük fiyatlama arasında beklenen pozitif yönde ilişki çalışmamızda da ilk gün için kurulan model hariç diğer üç modelde tespit edilmiştir. Piyasa getirisinin standart sapması yani volatilitesi arttıkça ilk halka arzda elde edilecek anormal getiri artmaktadır. Elde edilen bu sonuç, daha önce Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993), Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c), Arosio, Giudici ve Paleari (2000), Yüksel ve Yüksel (2006), Ünlü (2006), Otlu ve Ölmez (2011) tarafından bulunan sonuçları destekler niteliktedir.

Tablo 15: Regresyon Analizi Sonuçları

	Car0 Model-1	Car0_1 Model-2	Car0_3 Model-3	Car0_20 Model-4
Sabit	0.2673 [1.9571]*	0.3195 [1.5762]	0.6981 [2.2365]**	0.9267 [1.5344]
Toplam Borç	-0.0154 [-2.3390]**	-0.0192 [-1.9733]*	-0.0168 [-1.1187]	-0.0026 [-0.0897]
Öz Sermaye	0.0072 [1.1612]	0.0011 [0.1177]	0.0064 [0.4484]	0.0118 [0.4297]
Net Satışlar	0.0081 [1.6831]*	0.0123 [1.7174]*	0.0155 [1.4042]	0.0112 [0.5266]
Firmanın Yaşı	-0.0037 [-0.3546]	-0.0023 [-0.1511]	-0.0294 [-1.2442]	-0.0457 [-0.9977]
Halka Arz Fiyatı	-0.0008 [-1.3755]	-0.0015 [-1.7799]*	-0.0024 [-1.8717]**	-0.0024 [-0.9988]
Halka Arz Zamanı	-0.0001 [-0.4065]	-0.0002 [-0.7179]	-0.0008 [-1.8394]*	-0.0012 [-1.4483]
Hasılat	-0.0008 [-0.0882]	-0.0165 [-1.1730]	-0.0505 [-2.3329]**	-0.0869 [-2.0733]**
Halka Arz Oranı	-0.0003 [-0.3998]	0.0005 [0.4620]	0.0017 [1.0919]	-0.0001 [-0.0407]
Piyasa Getirisi	0.0721 [2.9879]***	0.1503 [4.1992]***	0.2380 [4.3184]***	0.2484 [2.3291]**
Piyasa Standart Sapması	1.2224 [1.2329]	3.9167 [2.6618]***	8.6652 [3.8242]***	9.6801 [2.2079]**
{Borsada Satış}	0.0275 [0.8269]	0.0658 [1.3320]	0.0557 [0.7326]	0.2441 [1.6582]*
{Sabit Fiyatla Talep Toplama}	0.0173 [0.5676]	0.0315 [0.6982]	0.0005 [0.0070]	0.1321 [0.9826]
{Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama}	0.0278 [0.6613]	0.0524 [0.8388]	0.0737 [0.7662]	0.2161 [1.1611]
{Sermaye Artırımı}	-0.0209 [-1.1775]	-0.0320 [-1.2188]	-0.0350 [-0.8653]	-0.0013 [-0.0164]
{Ortaklardan Satış}	0.0037 [0.1741]	0.0272 [0.8493]	0.0699 [1.4201]	0.0095 [0.0994]
{Bakiyeyi Yüklenim}	-0.0447 [-1.4355]	-0.0475 [-1.0276]	-0.0864 [-1.2141]	-0.1431 [-1.0388]
{En İyi Gayret Aracılığı}	0.0022 [0.0726]	0.0335 [0.7511]	0.0453 [0.6600]	-0.0235 [-0.1773]
İstatistiki ve Ekonometrik Sonuçlar				
R²	0.2361	0.2602	0.2898	0.1586
Düzeltilmiş R²	0.1554	0.1820	0.2148	0.0697
F İstatistiği	2.9270***	3.3304***	3.8639***	1.7845**
DW İstatistiği	2.1171	2.1533	2.3127	2.1046

*** % 0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

[] içerisindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir.

{ } içerisindeki değerler kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir.

Elde edilen ilk halka arz hasılatının artması durumunda anormal getirinin azalacağı diğer bir ifade ile ters yönlü bir ilişkinin olduğu yönündeki beklenti de çalışmada test edilmiştir. Nitekim daha önceki çalışmalarda Kıymaz (1997a), Yüksel ve

Yüksel (2006), Bubna ve Prabhala (2007), Chen vd.. (2011), Vithessonthi (2014), Pu ve Wang (2015) tarafından negatif yönde ilişki tespit edilmiştir.

Bu çalışmada ilk iki modelde hasılat değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Ancak ilk üç ve ilk yirmi günlük anormal getirinin kullanıldığı modellerde teorik beklentiyle uyumlu olarak hasılat değişkeninin kümülatif anormal getiriye negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Halka arz fiyatı değişkeninin dört modelde de katsayısı negatif bulunmuştur. Ancak Model 2 ve model 3’de istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Elde edilen bu değişken ile ilgili sonuçlar Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009) ve Pu ve Wang (2015) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Halka arz fiyatı arttıkça kümülatif anormal getiri azalmakta diğer bir ifade ile düşük fiyatlama söz konusu olmamaktadır.

Halka arzdan önceki 31 Aralık dönemi bilanço ve gelir tablosundan elde edilen net satışlar ve öz sermaye ile anormal getiri arasında pozitif yönde ilişki tespit edilmiştir. Toplam borç ile anormal getiri arasında ise negatif ilişki tespit edilmiştir. Bu durum işletmenin borcu arttıkça anormal getirinin azaldığını diğer bir ifade ile düşük fiyatlama durumunun azaldığını ortaya koymaktadır.

Şirketin faaliyet gösterdiği sürenin (Firmanın Yaşı) artması durumunda anormal getirinin azalacağı yönündeki beklenti ile ilgili olarak ise çalışmada anlamlı bir bulgu elde edilememiştir. Yaş değişkeni tüm modellerde anlamsız çıkmıştır.

Kukla değişken olarak analize dâhil edilen halka arz yöntemleri, aracı kurum yüklenim şekli ve halka arzda satış yöntemleri için, Model-4’te Borsada Satış yöntemi hariç istatistiksel anlamlı sonuç elde edilememiştir.

SONUÇ

İlk halka arz, şirketlerin yeni yatırımların finansmanı için başvurdukları uzun vadeli finansman kaynaklarından biridir. Ülkemizde ilk halka arz 1993 yılından 2001 krizinin yaşandığı döneme kadar yoğun olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında halka arz olan şirket sayısında bir artış gözlense de 2008 yılında tekrar halka arz sayısında azalma olmuştur. Daha sonra Türkiye’de halka arz seferberliği başlatılmış ve bu dönemde (2010-2014) toplam 73 firmanın halka arzı gerçekleşmiştir.

İlk halka arzlar ile ilgili yapılan çalışmalar, hisse senedinin kısa dönem ve uzun dönem fiyat performansı ve bu performansı etkileyen faktörlerin tespiti üzerine yoğunlaşmaktadır. İlk halka arzların fiyat performanslarına ilişkin çalışmaların sonuçları genel olarak, kısa vadede piyasa getirisinin üzerinde anormal getiri sağlandığı fakat uzun vadede elde edilen bu getirinin kaybolduğunu göstermektedir.

Uluslararası çalışmalar, ilk gün getirilerin genelde pozitif olduğunu, düşük fiyatlama olgusunun varlığını kanıtlamaktadır. Bazı çalışmalarda ilk günde elde edilmiş olan getirinin uzun vadede de korunduğunu gösterse de, daha çok ilk gün elde edilmiş olan getirinin uzun dönemde kaybedildiği sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye’deki çalışmalarda da benzer şekilde ilk gün elde edilen pozitif getiri, uzun vadede yok olmaktadır.

Bu çalışmada, Ocak 1993-Haziran 2015 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin kısa dönem anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri Piyasa modeline göre hesaplanmıştır. Halka arzda satış yöntemine göre elde edilen anormal ve kümülatif anormal getiriler yorumlanmıştır. Ayrıca, halka arzda satış yöntemleri arasında karşılaştırılma yapılmış ve hangi satış yöntemi kullanılırsa daha yüksek getiri elde edilir sorusuna cevap aranmıştır. Son olarak, ilk halka arzların kümülatif getirilerini etkileyebileceği düşünülen değişkenler regresyon analizi ile test edilmiştir.

Borsa İstanbul bünyesinde ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin fiyat performansı olarak bu çalışmada, Ocak 1993-Haziran 2015 yıllarını kapsayan 20 işlem günü örneklem olarak incelenmiştir. İlk halka arzların kısa dönem fiyat performansları ve bu performansı etkileyen değişkenler ayrı ayrı incelenmiş ve istatistiksel anlamlılıkları test edilmiştir.

İlk halka arzların satış yöntemleri, 20 işlem günü boyunca fiyat performansı tablo halinde verilerek yorumlanmıştır. Ayrıca satış yöntemleri arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olup olmadığı araştırılmıştır.

İlk halka arzların fiyat performanslarını etkileyen faktörlerin tespiti için 4 farklı model oluşturulmuştur. Bağımlı değişken olarak kümülatif anormal getiriler kullanılmıştır.

İlk gün düşük fiyatlama düzeyinin tespiti ile ilgili, halka arz fiyatı ile ilk işlem günündeki kapanış fiyatı arasında gerçekleşen getiri oranı kullanılmıştır. İlk gün elde edilen ortalama getiri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bu sonuç, Borsa İstanbul bünyesinde araştırma kapsamında ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin çoğunlukla düşük fiyatlandırıldığı ve piyasaya göre anormal getirinin var olduğunun bir göstergesidir. Analize konu olan ilk halka arzların piyasaya göre düzeltilmiş ortalama ilk gün getirisi % 4.7 oranında gerçekleşmiştir. Satış yönteminin türüne göre ilk gün anormal getiriler, Borsada Satış Yönteminde % 5.66, Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yönteminde % 9.00, Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminde % 4.20 ve Fiyat Aralığıyla Talep Toplama Yönteminde % 1.64 bulunmuştur.

Elde edilen sonuçlara göre, ilk halka arzdan sonraki 20 işlem günü boyunca kümülatif getirilerin en yüksek olduğu işlem günü % 8.4 oranla üçüncü işlem günüdür.

İlk halka arzların fiyat performansını etkileyen faktörler ile ilgili elde edilen sonuçlar incelendiğinde ise halka arz öncesi piyasa getirisinin ve piyasa getirisinin riskini gösteren standart sapmanın önemli düzeyde anormal getiriyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde halka arz hasılatının ve fiyatının arttıkça anormal getirinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca anormal getiriyi etkileyen diğer bir faktörün de şirketlerin borçlanma düzeyi olduğu belirlenmiştir. İlave olarak şirket büyüklüğünün de anormal getiriyi pozitif yönde etkilediği sonucu elde edilmiştir. Halka arz yöntemlerinin ve halka arzda satış yöntemlerinin anormal getiri üzerinde diğer bir ifade ile düşük fiyatlama üzerinde etkisi ise tespit edilememiştir.

KAYNAKLAR

- Aggarwal, R., Leal, R., ve Hernandez, L. (1993). "The Aftermarket Performance of Initial Offerings in Latin America", *Financial Management Association International*, 22(1), 42–53.
- Aggarwal, R., ve Rivoli, P. (1990). "Fads in the Initial Public Offering Market?", *Financial Management Association International*, 19(4), 45–57.
- Aggarwal, R. (2000). "Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, LV(III), 1075-1104.
- Aksoy, A., ve Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aktaş, R., Karan, M. B., ve Aydoğan, K. (2003). "Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in The Istanbul Stock Exchange", 1–26.
- Allen, F., ve Faulhaber, G. R. (1989). "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, 23, 303–323.
- Altan, M., ve Hotamış, T. N. (2008). "Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000-2006)", *KMU İİBF Dergisi*, 14, 1–35.
- Aras, G., ve Müslümov, A. (2003). "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri", 2. *Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi*, İzmit.
- Arosio, R., Giudici, G., ve Paleari, S. (2000a). "Underpricing and Money “Left on the Table” in Italian IPOs", 46.
- Arosio, R., Giudici, G., ve Paleari, S. (2000b). "What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support", *FMA Annual Meeting*.
- Atar, B., (2007). *Halka Arz Sürecinde Fiyatlama Yöntemleri, Sonuçları Ve Uygulama: İmkb’de İşlem Gören Sportif Şirketler*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ayden, T., ve Karan, M. B. (2000). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi", *GÜ İBBF Dergisi*, 3, 87–96.
- Ayoğlu, T. (2008). *Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri*, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Baluja, G., ve Singh, B. (2014). "The Determinants of Survival of Initial Public Offerings in India: An Empirical Study", *The IUP Journal of Financial Risk Management*, XI(4), 8–30.

- Baron, D. P. (1982). "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *The Journal of Finance*, 37(4), 955–976.
- Barry, C. B., ve Jennings, R. H. (1993). "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock", *Financial Management*, 22(1), 54–63.
- Başpınar, A. (2008). *Halka Arzlarında Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Benveniste, L. M., ve Busaba, W. Y. (1997). "Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(4), 383–403.
- Benveniste, L. M., ve Spindt, P. A. (1989). "How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, 24, 343–361.
- Biais, B., ve Faugeron-Crouzet, A. M. (2002). "IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet", *Journal of Financial Intermediation*, 11, 9–36.
- 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), 49–76.
- Bilgiç, F. (2008). *Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve İMKB'de 2006-2007 Yıllarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Booth, J. R., ve Smith, R. L. (1986). "Capital Raising, Underwriting and The Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, 261–281.
- Bostancı, F., ve Kılıç, S. (2010). "Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, 12(45), 1–28.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., ve Zutter, C. J. (2013). "Industrial Diversification and Underpricing of Initial Public Offerings", *Financial Management*, 42(3), 679–704.
- Bubna, A., ve Prabhala, N., R. (2007). When Bookbuilding Meets IPOs. (<http://ssrn.com/abstract=972757>)
- Camp, G., ve Munro, R. (2000). Underpricing of Initial Public Offerings in New Zealand: A Comparison of the Fixed Price and Book-Build Methods, (May), 1–19.
- Carter, R., ve Manaster, S. (1990). "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067.
- Chahine, S. (2015). "Mispricing in IPO Methods and the Predictive Ability of Investors's Interest for New Issues", *PhD Proposal* (Vol. 1).

- Chemmanur, T. J., Hu, G., ve Huang, J. (2010). "The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, 23(12), 4496–4540.
- Chen, H. C., Shu, P. G., ve Chiang, S. J. (2011). "The Choice Between Bookbuilding and Fixed-Price Offering: Evidence from SEOs in Taiwan", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(1), 28–48.
- Chiang, Y., Hirshleifer, D., Qian, Y., ve Sherman, A. E., (2011). "Do Inverstors Learn From Experince? Evidence from Frequent IPO Investors", *The Review of Financial Studies*, 24(5), 1560-1589.
- Cihangir, M., ve Kandil, İ. E. (2009). "Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (44), 165–178.
- Çavuşoğlu, S. (2008). *Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek İncelemesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Dağlı, H., ve Kurtaran, A. (2008). "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Unsurlar: Türkiye Örneği", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 39, 58–66.
- Daştan, D. (2008). *Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004-2007 İMKB Örneği*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- DeGeorge, F., Derrien, F., ve Womack, K. L. (2004). "Quid Pro Quo in IPOs: Why Bookbuilding is Dominating Auctions", *Working Paper*, (011).
- Dell'Acqua, A., Etro, L., Teti, E., ve Murri, M., (2015). "IPO underpricing and aftermarket performance in Italy", *Journal of Economic and Financial Studies*, 3(3), 1-14.
- Derrien, F., ve Womack, K. (2003). "Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets", *Review of Financial Studies*, 16(1), 31–61.
- Dikbaş, K. (2006). *İşletmeler İçin Alternatif Finansman Modeli Olarak Halka Arz*, Müsiad Yayınları, İstanbul.
- Drake, P. D., ve Vetsuypens, M. R. (1993). "IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability", *Financial Management*, 22(1), 64–73.
- Durukan, B. M. (2002). "The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance*, 28(2), 18–38.
- Elmas, B. (2011). *Halka Arz Teori ve Uygulama*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Elmas, B. (2013). "Halka Açılan Şirketlerin Hisse Senetlerinde Alım-Satım Yoluyla Kazanç Elde Edilebilir mi? BİST’den Deliller", *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, 99, 39–58.

- Elmas, B., ve Amanianganeh, M. (2013). "BİST’de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlamaya Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi: 1995-2010 Dönemi", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15(2), 217–241.
- Fidan, M. M. (2011). "Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği", *Maliye ve Finans Yazıları*, 25(90), 41–57.
- Gajewski, J.F., ve Gresse, C. (2006). *A Survey of the European IPO Market*.
- Ganesamoorthy, L., ve Shankar, H. (2013). "The Performance of Initial Public Offerings Based on Their Size : An Empirical Analysis of the Indian Scenario", *The IUP Journal of Applied Finance*, 19(4), 85–99.
- Georgieva, K. (2011). "The Issue of Underpricing in Initial Public Offerings", *Department of Economics University of Essex Final Year Project*, 1–63. (<http://doi.org/10.1016/B978-075067975-6.50020-7>)
- Giudici, G., ve Paleari, S. (2001). "The Market Performance of Italian IPOs in the Long-Run", *8th Asia Pacific Finance Association Annual Conference*.
- Gökalp, N. K. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi"*, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Güler, H. (2010). *Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Güngör, F., Köstem, N. O., Özdemir H. (2009). *Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere A'dan Z'ye Halka Arz ve Yatırımcı İlişkileri*, Rota Yayıncılık, İstanbul.
- Hotamış, T. N. (2007). *Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci ve Hisse Senedi Değerlemesi (İMKB’de 2000-2006 Yılları İncelemesi)*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Hsu, H. C. (2014). "Industry Technological Innovations and Initial Public Offerings : An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 103–121.
- Hsu, Y., ve Hung, C. W. (2004). "Why Have IPO Auctions Lost Market Share to Fixed-Price Offers? Evidence from Taiwan".
- Hsu, Y., Hung, C.W., ve Shiu, C.Y. (2007). "Why Have IPO Auctions Lost Market Share to Fixed-price Offers? Evidence from Taiwan", In *Financial Management Association 2005 Annual Meeting (Chicago), and the 12th SFM Conference (National Sun Yat-sen University, Taiwan)*. (pp. 1–35).
- Jagannathan, R., Jirnyi, A., ve Sherman, A. G. (2015). "Share Auctions of Initial Public Offerings: Global Evidence", *Journal of Financial Intermediation*, 24, 283–311.
- Jagannathan, R., ve Sherman, A. E. (2006). "Why Do Ipo Auctions Fail?" *Journal of Chemical Information and Modeling*.

- Jegadeesh, N., Weinstein, M., ve Welch, I. (1993). "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 34(2), 153–175.
- Karaca, S. (2008). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2004 Yılında Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları", *Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı*, 1, 197–218.
- 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(1), 64–76.
- Kırıbrahım, İ. İ. (2011). *Halka İlk Arz ve Hisse Senedi Fiyat Performansları: İMKB'de Yıl ve Sektör Bazında Ampirik Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.
- Kırkulak, B. (2010). "Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri: İMKB'de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 10(2), 465–486.
- Kıymaz, H. (1997). "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", *İMKB Dergisi*, 1(3), 47–73.
- Kıymaz, H. (1997). "İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi", *İMKB Dergisi*, 1(2), 69–94.
- Kıymaz, H. (1997). "İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması", *Hazine Dergisi*, 7, 1–18.
- 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.
- Kocaman, B. (1995). "Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Düşük Fiyatlandırma", *İÜ Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 11-12-13, 199–207.
- Koç, İ., Ö., (1998). *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Kooli, M., ve Suret, J.M. (2001). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada, 1–33. ([http://doi.org/10.1016/0927-538X\(95\)00016-E](http://doi.org/10.1016/0927-538X(95)00016-E))
- Köksal, A. (2013). "TSPAKB Halka Arz İlkeri, Dünyada Aracı Kuruluşlar", *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, 128.
- Kurtaran, A. (2008). "İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değerlendirilmesi", *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 407–419.
- Kurtaran Turan, A. (2012). *Türkiye'de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi*, (Basılmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.

- Kurtaran Turan, A. (2013). "Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri İle Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi", *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 6(11), 185-210.
- Kutsuna, K., ve Smith, R. (2003). "Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan", *Review of Financial Studies*, 17(4), 1129–1166.
- Küçükçaylı, F. (2013). *Halka Arzın Firma Mali Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Küçükkocaoğlu, G. (2008). "Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods", *International Research Journal of Finance and Economics*, 13(13), 162–182.
- Küçükkocaoğlu, G., ve Alagöz, A. (2009). "İMKB' de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 65–86.
- Küçükkocaoğlu, G., ve Sezgin Alp, Ö. (2011). "IPO Mechanism Selection by Using Classification and Regression Trees", *Qual Quant*, 46(3), 873–888.
- Ljungqvist, A. P., Jenkinson, T., ve Wilhelm, W. J. (2001). "Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International Ipos?", *Discussion Paper Series- Centre for Economic Policy Research London*.
- Logue, D. E. (1973). "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Loughran, T., ve Ritter, J. R. (1995). "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance*, 50(1), 23–51.
- Lowry, M., ve Shu, S. (2002). "Litigation Risk and IPO Underpricing", *Journal of Financial Economics*, 65, 309–335.
- MacKinlay, A. C. (1997). "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, XXXL, 13-39.
- Merikas, A., Gounopoulos, D., ve Nouins, C. (2009). "Global Shipping IPOs Performance". (<http://ssrn.com/abstract=1333379>)
- Michaely, R., ve Shaw, W. H. (1994). "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse- Selection and Signaling Theories", *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279–319.
- Miloud, T. (2014). "Earnings Management and Initial Public Offerings: An Empirical Analysis", *The Journal of Applied Business Research*, 30(1), 117–134.
- Oran Sözer, J., Aytürk, Y., ve Akbaba, C. (2013). "İlk Halka Arz Bilmecesi: Türk Sermaye Piyasasından Güncel Bulgular", *Bankacılık Dergisi*, 87, 79–98.

- Otlu, F., ve Ölmez, S. (2011). "Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İKMB’de Bir Uygulama", *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2), 14–44.
- Ozay, F. (2014). *Halka Arzda Satış Yöntemlerinin Düşük Fiyatlandırma Açısından Karşılaştırılması: BİST’te 2006-2013 Yılları Arasında Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Pandey, A. (2004). "Initial Returns, Long Run Performance and Characteristics of Issuers: Differences in Indian IPOs Following Fixed Price and Book Building Processes", 1–28. (<http://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>)
- Pennacchio, L. (2014). "The Causal Effect of Venture Capital Backing on the Underpricing of Italian Initial Public Offerings", *Venture Capital*, 16(2), 131–155.
- Peterson, P., P. (1989). *Event Studies: A Review of Issues and Methodolgy*.
- Pham, P. K., Kaley, P. S., ve Steen, A. B. (2001). Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms, 1–33.
- Pu, D., ve Wang, S. (2015). "The Impact of Pricing Mechanism Reform on Underpricing of Initial Public Offerings in China", *Applied Economics Letters*, 22(14), 1144–1149.
- Ritter, J. R. (1984). "The ‘Hot Issue’ Market of 1980", *Journal of Business*, 57(2), 215–240.
- Ritter, J. R. (1987). "The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics*, 19, 269–281.
- Ritter, J. R. (1991). "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R. (1998). "Initial Public Offerings", *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5–30.
- Ritter, J., ve Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, 1–45, (<http://www.nber.org/papers/w8805>).
- Rock, K. (1986). "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
- Sağlam, G. Y., ve Çelik, A. E. (2011). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Düşük Fiyatlandırma ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 289–303.
- Sahoo, S. (2014). "The Impact of Corporate Board Structure on the Pricing Performance of Initial Public Offerings", *IUP Journal of Applied Finance*, 20(4), 22–47.
- Savaşkan, O. (2005). "Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı", *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi*, 1–45.

- Sevim, Ş., ve Akkoç, S. (2006). "İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16, 107–124.
- Sherman, A. E. (2002). Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions.
- Shulzhuk, O., ve Ismanova, M. (2013). IPO Pricing Mechanisms in Norway.
- Teker, S., ve Ekit, Ö. (2003). "The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in Year 2000", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1), 117–128.
- Tille, N. (2000). *İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Hisse Senetlerinin Arz Fiyatlarının Belirlenmesi Yöntemleri ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansının Değerlendirilmesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Tınıç, S. M. (1988). "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Finance*, 43(4), 789–822.
- Tükel, A. (2010). "Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi", *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12, 102–121.
- Uşaklı Mutlu, S. (2010). *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri*, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Uzun, E. (2007). "İMKB'de Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemleri ile İhraç Edilen Hisselerin Halka Arz Sonrası Getiri Performansı", *İMKB Dergisi*, 43(11), 55–84.
- Ünlü, U. (2006). "Türkiye'de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27, 119–147.
- Ünlü, U., ve Ersoy, E. (2008). "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 243–258.
- Ünlü, U., Yıldız, B., ve Yalama, A. (2009). "İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Getirilerinin Tahmini: Yapay Sinir Ağları ile İMKB için Ampirik Bir Çalışma", *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 10, 29–47.
- Vithessonthi, C. (2014). "What Explains The Initial Return of Initial Public Offerings After the 1997 Asian Financial Crisis? Evidence from Thailand", *Journal of Multinational Financial Management*, 27, 89–113.
- Welch, I. (1989). "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Yalçın, K. (2006). "Düşük Fiyatlandırma Olgusu ile Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2), 145–158.

- Yatbaz, A. (2013). *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Halka Arz Yoluyla Finansmanı: Gelişen İşletmeler Piyasası (Gip)*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yüksel, A., ve Yüksel, A. (2006). "The Link Between IPO Underpricing and Trading Volume: Evidence from the Istanbul Stock Exchange", *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 11(3), 57–78.
- Zarafat, H. (2013). "Performance of Initial Public Offerings: An Empirical Study", *The International Journal of Finance*, 25(4), 8013–8034.
- Zarafat, H., ve Vejzagic, M. (2014). "The Long-Term Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Applied Economics and Business Research*, 4(1), 42–51.
- Zhou, Z. (2014). "Opening-Price Performance of Initial Public Offerings in China", *Chinese Economy*, 47(2), 94–109.

Siteden Alıntı

Akpınar, F., G.,

http://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten_10_sayi_FGA.pdf. (12.08.2015).

Baker Tilly,

http://www.vergikilavuzu.com/Assets/Content/file/4_Halka_arz.pdf.
(15.08.2015)

Borsa İstanbul,

<http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/halka-arza-karar-verme>
(01.08.2015).

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/maliyetler>
(01.08.2015).

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/halka-arz-etkinlikleri>
(01.08.2015).

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/7-adimda-halka-arz>
(01.08.2015).

<http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/zaman-cizelgesi>
(01.08.2015).

<http://borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi/halka-arz-ve-satis-yontemleri/satis-yontemleri>
(01.08.2015).

<http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri> (07.09.2015).

Borsa Terimleri Sözlüğü,

<http://borsa.terimleri.com/Likidite.html> (30.08.2015)

Halka Arza Karar Verme,

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz/pay-piyasasi> (01.08.2015).

Sermaye Piyasası Kurulu,

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=0&subid=5> (10.08.2015)

<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=455&ct=f&action=displayfile> (10.08.2015)

EKLER

Ek- 1. Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler ve Faktörlerin Düşük Fiyatlamaya İlişkisi

İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör ile Düşük Fiyatlamaya Arasındaki İlişki	Beklenti	Tespit Edilen Sonuçlar ile Literatürdeki Çalışmalar
Piyasa Getirisi	Halka arz döneminde piyasanın yükselmesi düşük fiyatlamaya seviyesini artırır.	(+)	(+) Kıymaz (1997a) - Kıymaz (2000) - Chen, Shu ve Chiang (2011) - Arosio, Giudici ve Paleari (2000a) - Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003) - Hsu ve Hung (2004) - Yüksel ve Yüksel (2006) - Baluja ve Singh (2014) (-) Otlu ve Ölmez (2011) İlişki Yoktur. Ritter (1991) - Hsu, Hung ve Shiu (2007) - Küçükkocaoğlu (2008) - Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009)
Toplam Hasılat	Belirsizlikler küçük boyutlu halka arzlarda daha fazla olabilir. Dolayısıyla düşük fiyatlamaya küçük boyutlu halka arzlar için daha belirgin olacaktır. Elde edilen hasılat ile anormal getiri arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir.	(-)	(+) Durukan (2002) - Aktaş, Karan, Aydoğan (2003) - Hsu, Hung ve Shiu (2007), Cihangir ve Kandil (2009) - Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009) - Zarafat ve Vejzagic (2014) (-) Kıymaz (1997a) - Yüksel ve Yüksel (2006) - Bubna ve Prabhala (2007) - Chen, Shu ve Chiang (2011-sabit fiyatla talep toplama) - Vithessonthi (2014) - Pu ve Wang (2015) İlişki Yoktur. Michaely ve Shaw (1994) - Kıymaz (2000) - Biaıs ve Faugeron-Crouzet (2002)- Küçükkocaoğlu (2008) - Ünlü ve Ersoy (2008) - Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) - Otlu ve Ölmez (2011) - Chen, Shu ve Chiang (2011-fiyat teklifi almaya yoluyla talep toplama)
Halka Arz Yöntemi	Mevcut payların satışında, sermaye artırımına göre daha fazla risk söz konusudur. Risk fazla ise düşük fiyatlamaya da fazla olacaktır.	(+)/(-)	(+) Küçükkocaoğlu (2008) - Shulzhuk ve Ismanova (2013) (-) Carter ve Manaster (1990) - Durukan (2002) İlişki Yoktur. Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c) - Kıymaz (2000) - Yüksel ve Yüksel (2006) - Ünlü (2006) - Ünlü ve Ersoy (2008) - Otlu ve Ölmez (2011)
Firmanın Yaşı	Daha uzun süredir faaliyet gösteren firmalarda belirsizlik daha düşüktür. Firmaların faaliyet süresi arttıkça düşük fiyatlamaya seviyesi azalır.	(-)	(+) Ritter (1991) - Durukan (2002) - Ünlü ve Ersoy (2008) - Kırkulak (2010) - Zarafat (2013) - Baluja ve Singh (2014) (-) Carter ve Manaster (1990) - Arosio, Giudici ve Paleari (2000/Sabit Fiyatla Talep Toplama) - Georgieva (2011) - Pennacchio (2014) - Shulzhuk ve Ismanova (2013) İlişki Yoktur. Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c) - Kıymaz (2000) - Arosio, Giudici ve Paleari (2000/Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama) - Biaıs ve Faugeron-Crouzet (2002) - Hsu ve Hung (2004) - Yüksel ve Yüksel (2006) - Ünlü (2006) - Bubna ve Prabhala (2007) - Hsu, Hung ve Shiu (2007) - Küçükkocaoğlu (2008) - Cihangir ve Kandil (2009) - Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) - Otlu ve Ölmez (2011) - Chen, Shu ve Chiang (2011) - Sahoo (2014)
Faaliyet Gösterdiği Sektör	Firmaların gösterdiği sektörden hangisinin daha düşük fiyatlamaya neden olduğunu söylemek oldukça zordur. Bazı sektörler bir dönem çok iyi iken bazı dönemlerde ise çok kötü olabilmektedir.	(+)/(-)	(+) Kırkulak (2010) - Ritter (1991-Banka) (-) Ritter (1991-Petrol) - Georgieva (2011-Finans) İlişki Yoktur. Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Michaely ve Shaw (1994) - Georgieva (2011) - Baluja ve Singh (2014)

Ek-1. Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler ve Faktörlerin Düşük Fiyatlamaya İlişkisi (devamı)

İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör ile Düşük Fiyatlamaya Arasındaki İlişki	Beklenti	Tespit Edilen Sonuçlar ile Literatürdeki Çalışmalar
Aracı Kurumun Yüklenim Şekli	Bakiyeyi Yüklenim	(+)/(-)	(+) Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003) – Küçükkocaoğlu (2008)
	Tümünü Yüklenim		(-) Dağlı ve Kurtaran (2008) - Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009)
	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim		İlişki Yoktur. Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) - Cihangir ve Kandil (2009)
	Kısmen Tümünü Yüklenim		
Bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir hisse senedinin arzını gerçekleştirip gerçekleştirmediği	Firmalar fiyat kararını vermeyi aracı kuruma bırakabilirler bu da düşük fiyatlamaya razı olduklarını gösterir. Fakat eğer bir firmanın halka arzını bağlı bulunduğu şirketler grubundan birisi üstlenmiş ise, düşük fiyatlamaya olmaması veya daha az düşük fiyatlamaya göstermesi beklenir.	(-)	(+) Kıymaz (1997a, 1997b)
			(-) Kıymaz (2000) – Yüksel ve Yüksel (2006)
			İlişki Yoktur. Kıymaz (1997c) - Ünlü (2006)
Aracı Kurumun İtibarı	Aracı kurumun itibarı yüksek ise ilk gün getiri büyüklüğü daha düşük olacaktır.	(-)	(+) Michaely ve Shaw (1994)
			(-) Carter ve Masnaster (1990) - Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Georgieva (2011) - Sahoo (2014) - Pennachio (2014)
			İlişki Yoktur. Bubna ve Prabhala (2007) - Dağlı ve Kurtaran (2008) - Chen, Shu ve Chiang (2011) - Baluja ve Singh (2014) - Pu ve Wang (2015)
Aktif Toplamı	Firmanın büyüklük göstergesi olarak Aktif Toplamı kullanılabilir. Daha büyük firmaların düşük fiyatlamaya düzeyi daha yüksek olacaktır.	(-)	(+) Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003) - Kırkulak (2010) - Shulzhuk ve Ismanova (2013) - Zarafat ve Vejzovic (2014)
			(-) Durukan (2002) - Pennachio (2014)
			İlişki Yoktur. Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c) – Arosio, Giudici ve Paleari (2000) - Ünlü (2006) - Ünlü ve Ersoy (2008) - Küçükkocaoğlu (2008) - Cihangir ve Kandil (2009) - Otlu ve Ölmez (2011) - Chen, Shu ve Chiang (2011)

Ek-1. Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler ve Faktörlerin Düşük Fiyatlamaya İlişkisi (devamı)

İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktör ile Düşük Fiyatlamaya Arasındaki İlişki	Beklenti	Tespit Edilen Sonuçlar ile Literatürdeki Çalışmalar
Halka Arz Oranı	İki farklı şekilde olabilir. 1- Halka açılma oranının yüksek olması firma sahiplerinin, firmaya olan güveninin göstergesidir. 2- Halka açılma oranını, arz edilen hisse senedini satamama endişesi ile düşük tutabilirler.	(+)/(-)	(+) Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003) - Sahoo (2014) (-) Yüksel ve Yüksel (2006) - Dağlı ve Kurtaran (2008) - Küçükkocaoğlu (2008) - Kırkulak (2010) İlişki Yoktur. Carter ve Manaster (1990) - Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c) - Kıymaz (2000) - Arosio, Giudici ve Paleari (2000) - Durukan (2002) - Ünlü (2006) - Ünlü ve Ersoy (2008) - Otlu ve Ölmez (2011) - Shulzhuk ve Ismanova (2013) - Baluja ve Singh (2014)
Standart Sapma	Standart sapma riskin ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Riskin yüksek olması durumunda, düşük fiyatlamaya seviyesinin de yüksek olması beklenir.	(+)	(+) Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Kıymaz (1997a, 1997b, 1997c/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Arosio, Giudici ve Paleari (2000/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Yüksel ve Yüksel (2006/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Ünlü (2006/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Otlu ve Ölmez (2011/Hisse Senedinin Standart Sapması) (-) Arosio, Giudici ve Paleari (2000/Piyasa Volatilitesi) - Hsu, Hung ve Shiu (2007/Piyasa Volatilitesi) - Ünlü ve Ersoy (2008/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Chen, Shu ve Chiang (2011/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Zarafat ve Vejzagic (2014/Piyasa Volatilitesi) İlişki Yoktur. Hsu ve Hung (2004/Piyasa Volatilitesi) - Küçükkocaoğlu (2008/ Hisse Senedinin Standart Sapması ve Piyasa Volatilitesi) - Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009/Piyasa Volatilitesi) - Cihangir ve Kandil (2009/Hisse Senedinin Standart Sapması) - Chen, Shu ve Chiang (2011/Piyasa Volatilitesi) - Baluja ve Singh (2014/Hisse Senedinin Standart Sapması)
İlk Halka Arzda Satış Yöntemi	Seçilen satış yöntemi düşük fiyatlamaya seviyesini etkileyen faktörlerden birisidir. Fakat hangi yöntem daha fazla düşük fiyatlamaya sebep olur? Bunu söylemek çok güçtür.	(+)/(-)	(+) Ünlü ve Ersoy (2008 Sabit Fiyatla Talep Toplama) - Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009) - Pu ve Wang (2015) (-) Bubna ve Prabhala (2007) - Dağlı ve Kurtaran (2008) - Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) İlişki Yoktur. Ünlü ve Ersoy (2008/Sabit Fiyatla Talep Toplama Hariç Diğer Yöntemler) - Kırkulak (2010) - Otlu ve Ölmez (2011)
Halka Arz Fiyatı	Daha yüksek düşük fiyatlamaya, halka arz fiyatı daha düşük olan firmalardan beklenir.	(-)	(+) Aktaş, Karan ve Akdoğan (2003) - Georgieva (2011) (-) Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009) - Pu ve Wang (2015) İlişki Yoktur. Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993) - Ünlü ve Ersoy (2008)
Özelleştirme Yoluyla mı Halka Arz Oldu?	Özelleşen firmaların daha iyi fiyat performansı göstermesi beklenmektedir. Düşük fiyatlamaya ile arasında olumlu ilişki beklenmektedir.	(+)	(+) (-) İlişki Yoktur. Kıymaz (1997b) - Kıymaz (2000) - Durukan (2002) - Yüksel ve Yüksel (2006)

Ek- 2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örneklem Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Ritter (1984)	ABD	1977-1982	1,075	1-Hot issue	İlk Gün Hot issue getirisi: %48.4
				2-Cold issue	İlk Gün Cold issue getirisi: %16.3
Ritter (1987)	ABD	1977-1982	926	Aracı Kurum Yüklenimi (Tümünü Yüklenim ve En iyi Gayret Aracılığı)	İlk Gün Tümünü Yüklenim: %21.22 İlk Gün En İyi Gayret: %31.87
Carter ve Manaster (1990)	ABD	1979-1983	501	1-Aracı Kurum İtibarı	Ortalama İlk Gün Getiri: %16.79
				2-Halka Arz Oranı	Piyasaya Göre Düzeltilmiş İlk Gün Getiri: %16.18
				3-Firmanın Yaşı	
				4-Halka Arz Yöntemi	
Ritter (1991)	ABD	1975-1984	1,526	1-Piyasa Getirisi	Ortalama İlk Gün Getiri: %14.3
				2-Firmanın Yaşı	
				3-İşlem Hacmi	3 Yıllık Ortalama Getiri: -%29.13
				4-Sektör (Petrol ve Banka)	
				5-İlk Gün Getiri	
Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993)	ABD	1980-1986	1,985	1-Standart Sapma (Hisse Senedi)	Ortalama İlk Gün Getiri: %9.78
				2-Aracı Kurum İtibarı	
				3-Halka Arz Fiyatı	20 Günlük Ortalama Getiri: %0.44
				4-Net Satışlar	
				5-Halka Arz Oranı	
				6-Sektör	
				7-Firmanın Yaşı	
Michaely ve Shaw (1994)	ABD	1984-1988	947	1-Toplam Hasılat	Ortalama İlk Gün Getiri: %7.27
				2-Aracı Kurum İtibarı	
				3-Hissedar Sayısı	
				4-Sektör	
				5-İlk Gün Getiri	
Ljungquist, Jenkinson ve Wilhelm (2000)	ABD	1992-1999	2,051	1-Halka Arzda Satış Yöntemi (Fiyat Teklifi Alma ve Sabit Fiyatla Talep Toplama)	Ortalama İlk Gün Getiri: %20.3
Arosio, Guidici ve Paleari (2000a)	İtalya	1985-2000	164	1-Firmanın Yaşı	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %6.44
				2-Aktif Toplamı	Sabit Fiyatla Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %28.33
				3-Halka Arz Oranı	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %14.5
				4-Sermaye	
				5-Standart Sapma	
				6-Piyasa Getirisi	
				7-Halka Arz Zamanı	
Biais ve Faugeron-Crouzet (2002)	Fransa	1983-1996	92	1-Toplam Hasılat	Ortalama İlk Gün Getiri: %13
				2-Net Satışlar	
				3-Firmanın Yaşı	
Hsu ve Hung (2004)	Tayvan	1995-2000	364	1-Piyasa Getirisi	Sabit Fiyatla Talep Toplama İlk Gün Getiri: %15.03
				2-Standart Sapma	Fiyat Aralığıyla Talep Toplama İlk Gün Getiri: %20.08
				3-İlk Gün Getiri	
				4-Firmanın Yaşı	
				5-Net Satışlar	
				6-Yüksek Teknolojili mi?	

Ek-2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu (devamı)

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örnekleme Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Hsu, Hung ve Shiu (2007)	Tayvan	1995-2000	364	1-Firmanın Özellikleri (Firmanın Yaşı, Yüksek Teknolojili mi?, Net Satışlar)	Ortalama İlk Gün Getiri: %15.03
				2-Piyasanın Özellikleri (Piyasa Volatilitesi, Piyasa Getirisi, İlk Gün Getiri, Toplam Hasılat)	
Bubna ve Prabhala (2007)	Hindistan	2000-2005	124	1-Halka Arzda Satış Yöntemi	Ortalama İlk Gün Getiri: %30.53
				2-Talep Fazlalığı	
				3-Aracı Kurum İtibarı	
				4-Firmanın Yaşı	
				5-Toplam Hasılat	
Chen, Shu ve Chiang (2011)	Tayvan	1995-1999	610	1-Toplam Hasılat	Sabit Fiyatla Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %29.62
				2-Aktif Toplamı	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Ortalama İlk Gün Getiri: %7.37
				3-Piyasa Getirisi	Tüm Firmalar İçin Ortalama İlk Gün Getiri: %26.22
				4-Piyasa Volatilitesi	
				5-Halka Arz Dönemi(1997 öncesi ve sonrası)	
				6-Firmanın Yaşı	
				7-Aracı Kurum İtibarı	
				8-Standart Sapma (Hisse Senedi)	
Georgieva (2011)	ABD ve Almanya	2000-2008	656	1-Firmanın Yaşı	Ortalama İlk Gün Getiri: %34.22
				2-Sektör	
				3-Aracı Kurumun İtibarı	
				4-Hot issue	
				5-Cold issue	
				6-Halka Arz Fiyatı	
Zarafat (2013)	Malezya	2004-2007	116	1-Piyasa Volatilitesi	Ortalama İlk Gün Getiri: %8.6
				2-Aktif Toplamı	Ortalama İlk Hafta Getiri: %4.2
				3-Hot issue	Ortalama İlk Ay Getiri: %3.1
				4-Cold issue	
				5-Defter Değeri/Piyasa Değeri	
				6-Firmanın Yaşı	
				7-Aracı Kurum İtibarı	
				8-Sektör	
Shulzhuk Ismanova (2013)	Norveç	1993-2008	166	1-Yüksek Teknolojili mi?	Ortalama İlk Gün Getiri Tüm Firmalar İçin: %4.5
				2-Defter Değeri/Piyasa Değeri	Fiyat Teklifi Yoluyla Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %3.4
				3-Girişim Sermayesi Destekli mi?	Sabit Fiyatla Talep Toplama Ortalama İlk Gün Getiri: %5.8
				4-Aktif Toplamı	
				5-Halka Arz Oranı	
				6-Firmanın Yaşı	
				7-Halka Arz Yöntemi	

Ek-2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu (devamı)

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örneklem Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Baluja ve Singh (2014)	Hindistan	1992-2011	4,018	1-Halka Arz Oranı	Ortalama İlk Gün Getiri: %41.31
				2-Aracı Kurum İtibarı	
				3-Hisse Senedinin Standart Sapması	
				4-Halka Arz Zamanı	
				5-Firmanın Yaşı	
				6-Sektör	
				7-Piyasa Getirisi	
				8-İlk Gün Getiri	
Zarafat, Vejgavic (2014)	Malezya	2004-2007	166	1-Piyasa Volatilitesi	Ortalama İlk 6 Aylık Getiri: %14.36
				2-Aktif Toplamı	Ortalama Bir Yıllık Getiri: - %10.8
				3-Toplam Hasılat	
				4-Aracı Kurum İtibarı	
				5-Defter Değeri/Piyasa Değeri	
Vithessonthi (2014)	Tayland	2000-2012	187	1-Toplam Hasılat	Ortalama İlk Gün Getiri: %18.02
				2-Sermaye	
				3-Halka Arz Zamanı	
				4-Sektör	
Sahoo (2014)	Hindistan	2007-2011	176	1-Firmanın Yaşı	Ortalama İlk Gün Getiri: %28.65
				2-Aracı Kurum İtibarı	
				3-Halka Arz Öncesi Borç Toplamı	
				4-Halka Arz Oranı	
				5-Girişim Sermayesi Destekli mi?	
Pu ve Wang (2015)	Çin	2003-2007	128	1-Halka Arzda Satış Yöntemi	2003-2004 Arası Sabit Fiyatla Talep Toplama: %70.62
				2-Net Satışlar	
				3-Toplam Hasılat	2005-2007 Arası Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama: %89.30
				4-Halka Arz Fiyatı	
				5-Aracı Kurum İtibarı	
Kıymaz (1997a)	Türkiye	1990-1995	39	1-Aktif Toplamı	İlk Gün Ham Getiri: %14.6
				2-Firmanın Yaşı	
				3-Toplam Hasılat	
				4-Piyasa Getirisi	
				5-Halka Arz Oranı	İlk Gün Düzeltilmiş Getiri: %15.3
				6-Hisse Senedinin Standart Sapması	
				7-Halka Arz Yöntemi	
				8-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	
Kıymaz (1997b)	Türkiye	1990-1995	88	1-İlk Gün Getiri	1 Aylık Kümülatif Getiri: %4.50
				2-Özelleştirme Kapsamında mı?	12 Aylık Kümülatif Getiri: %7.11
				3- Hisse Senedinin Standart Sapması	21 Aylık Kümülatif Getiri: %37.99
				4-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	36 Aylık Kümülatif Getiri: %41.33
				5-Halka Arz Yöntemi	
				6-Halka Arz Oranı	
				7-Aktif Toplamı	
				8-Firmanın Yaşı	

Ek-2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu (devamı)

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örneklem Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Kıymaz (1997c)	Türkiye	1990-1995	39	1-Aktif Toplamı	1-12 ay Kümülatif Getiri: - %0.13
				2-Firmanın Yaşı	
				3-Halka Arz Oranı	1-24 ay Kümülatif Getiri: %0.06
				4- Hisse Senedinin Standart Sapması	
				5-Halka Arz Yöntemi	1-30 ay Kümülatif Getiri: %0.68
				6-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	
				7-İlk Gün Getiri	
Kıymaz (2000)	Türkiye	1990-1995	163	1-Firmanın Yaşı	Ortalama İlk Gün Getiri: %13.6
				2-Piyasa Getirisi	Ortalama 7 Günlük Kümülatif Getiri: % 8.8
				3-Toplam Hasılat	Ortalama 3 Aylık Kümülatif Getiri: %3
				4-Halka Arz Yöntemi	
				5-Halka Arz Oranı	
				6-Özelleştirme Kapsamında mı?	
				7-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	
Durukan (2002)	Türkiye	1990-1997	173	1-Firmanın Yaşı	Ortalama İlk Gün Getiri: %14.61
				2-Aktif Toplamı	Ortalama 12 Aylık Getiri: %5.82
				3-Özelleştirme Kapsamında mı?	Ortalama 24 Aylık Getiri: %34.05
				4-Halka Arz Oranı	Ortalama 36 Aylık Getiri: %29.66
				5-Toplam Hasılat	
				6-Satın Alan Yatırımcı Türü	
				7-Toplam Borç/Özkaynak	
				8-Halka Arz Yöntemi	
Aktaş, Karan ve Aydoğan (2003)	Türkiye	1992-2000		1-Halka Arz Oranı	Ortalama İlk Gün Getiri: %9.17
				2-Toplam Hasılat	7 Günlük Kümülatif Anormal Getiri: %13.94
				3-Aracı Kurum Yüklenimi	15 Günlük Kümülatif Anormal Getiri: %12.46
				4-Piyasa Getirisi	
				5-Satın Alan Yatırımcı Türü	
				6-Halka Arz Fiyatı	
				7-Aktif Toplamı	
Teker ve Ekit (2003)	Türkiye		34	1-Aktif Toplamı	Ortalama İlk Gün Getiri: %0.07
				2-Firmanın Yaşı	Ortalama 30 Günlük Kümülatif Getiri: -%7.21
				3-Halka Arz Fiyatı	
				4-Piyasa Getirisi	
				5-Halka Arz Oranı	
				6-Hisse Senedinin Standart Sapması	
				7-Halka Arz Yöntemi	
Yüksel ve Yüksel (2006)	Türkiye	1990-2002	181	1-Piyasa Getirisi	Ortalama İlk Gün Getiri: %12.4
				2-Piyasa Volatilitesi	
				3-Halka Arz Oranı	
				4-Firmanın Yaşı	
				5-Toplam Hasılat	
				6-Halka Arz Yöntemi	
				7-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	
				8-Özelleştirme Kapsamında mı?	

Ek-2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu (devamı)

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örneklem Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Ünlü (2006)	Türkiye	1990-1995	10	1-İlk Gün Getiri	
				2-Hisse Senedinin Standart Sapması	
				3-Aracı Kurum kendi hisselerini mi arz ediyor?	Ortalama 1 Aylık Kümülatif Getiri: %97.14
				4-Halka Arz Yöntemi	
				5-Halka Arz Oranı	Ortalama 12 Aylık Kümülatif Getiri: -%270.3
				6-Aktif Toplamı	Ortalama 24 Aylık Kümülatif Getiri: -%426.5
				7-Firmanın Yaşı	Ortalama 36 Aylık Kümülatif Getiri: %182.5
Küçükkoçoğlu (2008)	Türkiye	Ocak 1993-Ekim 2005	217	1-Halka Arz Özellikleri (Halka Arz Yöntemi, Halka Arz Oranı, Toplam Hasılat, Aracı Kurum Yüklenimi)	İlk Gün Sabit Fiyatla Talep Toplama: %7.47
				2- Halka Arz Olan Firmanın Özellikleri (Firmanın Yaşı, Aktif Toplamı, Toplam Borç, Toplam Özkaynak, Net Satışlar, Net Kar)	İlk Gün Fiyat Aralığıyla Talep Toplama: %11.85
				3-Piyasamın Özellikleri (Günlük, Haftalık ve Aylık Düzeltilmiş Getiri, Hisse Senedinin Standart Sapması, Piyasa Getirisi, Piyasa Volatilitesi)	İlk Gün Borsada Satış Yöntemi: %15.88
Dağlı ve Kurtaran (2008)	Türkiye	1993-2005	120	1-Halka Arz Oranı	Ortalama İlk Gün Getiri: %13.88
				2-Halka Arzda Satış Yöntemi	
				3-Aracı Kurum Yüklenimi	
				4-Aracı Kurum İtibarı	
				5-Aktif Devir Hızı	
				6-Aktif Karlılık Oranı	
Karaca (2008)	Türkiye	2004	12	1-Aktif Toplamı	İlk Ay Anormal Getiri: -%6.80
				2-Firmanın Yaşı	
				3-Halka Arz Fiyatı	
				4-Piyasa Getirisi	Otuz Aylık Anormal Getiri: -%3.90
				5-Halka Arz Oranı	
				6-Hisse Senedinin Standart Sapması	
Ünlü ve Ersoy (2008)	Türkiye	1995-2008	112	1-Hisse Senedinin Standart Sapması	Ortalama İlk Gün Anormal Getiri: %6.52
				2-Halka Arz Yöntemi	
				3-Halka Arzda Satış Yöntemi	
				4-Toplam Hasılat	
				5-Firmanın Yaşı	21 Günlük Kümülatif Anormal Getiri: %5.35
				6-Aktif Toplamı	
				7-Halka Arz Fiyatı	
				8-Halka Arz Oranı	
Ünlü, Yalama ve Yıldız (2009)	Türkiye	1992-2005	136	1-İlk Gün Getiri	-
				2-Halka Arz Fiyatı	
				3-Toplam Hasılat	
				4-Aracı Kurum Yüklenimi	
				5-Halka Arzda Satış Yöntemi	

Ek-2. İlk Halka Arzlar ile İlgili Literatür Tablosu (devamı)

Çalışmayı Yapan Kişi(ler)	Ülke	Çalışmada Kullanılan Dönem	Örneklem Sayısı	Düşük Fiyatlamayı Etkileyen Faktörler	Düşük Fiyatlama Getirisi
Cihangir ve Kandil (2009)	Türkiye	2003-2008	46	1-Aktif Toplamı	Ortalama 30. İşgünü Ham Getiri: -%22.7
				2-Toplam Hasılat	
				3-Halka Arz Zamanı	
				4-Firmanın Yaşı	
				5-Hisse Senedinin Standart Sapması	
				6-Aracı Kurum Yüklenimi	
				7-Fiyat İstikrarı Sağlayıcı Tedbir uygulanıp uygulanmadığı	
Küçükkoçaoğlu ve Alagöz (2009)	Türkiye	Ocak 1993-Ekim 2005	178	1-Halka Arz Özellikleri (Halka Arzda Satış Yöntemi, Halka Arz Zamanı, Halka Arz Oranı, Toplam Hasılat, Aracı Kurum Yüklenimi)	İlk Gün Sabit Fiyatla Talep Toplama: %7.13
				2-Halka Arz Olan Firmanın Özellikleri (Firmanın Yaşı, Toplam Borç, Net Satışlar)	İlk Gün Fiyat Aralığıyla Talep Toplama: %10.61
				3-Piyasanın Özellikleri (Düzeltilmiş Günlük, Haftalık, Aylık ve Yıllık getiri, Piyasa Getirisi, Piyasa Volatilitesi)	
Kırkulak (2010)	Türkiye	1995-2004	150	1-İlk Gün Getiri	Ortalama İlk Gün Getiri: %8.26
				2-Firmanın Yaşı	
				3-Aktif Toplamı	1 Yıllık Getiri: -%5.78
				4-Halka Arzda Satış Yöntemi	
				5-Halka Arz Oranı	2 Yıllık Getiri: -%85.43
				6-Sektör(Toptan ve Perakende)	
Otlı ve Ölmez (2011)	Türkiye	Ocak 2006-Haziran 2011	53	1-Aktif Toplamı	Ortalama İlk Gün Düzeltilmiş Anormal Getiri: %6.99
				2-Toplam Hasılat	
				3-Halka Arz Oranı	
				4-Firmanın Yaşı	
				5-Hisse Senedinin Standart Sapması	Ortalama 21 Günlük Anormal Getiri: -%0.47
				6-Piyasa Getirisi	
				7-Halka Arz Yöntemi	
				8-Halka Arzda Satış Yöntemi	
				9-İlk Gün Getiri	
Küçükkoçaoğlu ve Alp (2011)	Türkiye	1993-2007	243	1-Halka Arz Özellikleri (Halka Arz Yöntemi, Halka Arz Oranı, Toplam Hasılat, Aracı Kurum Yüklenimi)	İlk Gün Sabit Fiyatla Talep Toplama: %7.85
				2-Halka Arz Olan Firmanın Özellikleri (Firmanın Yaşı, Net Satışlar, Net Kar)	İlk Gün Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama: %5.51
				3-Piyasanın Özellikleri (Düzeltilmiş Günlük, Haftalık ve Aylık Getiri, Piyasa Getirisi)	İlk Gün Borsada Satış Yöntemi: %14.11

Ek- 3. İlk Halka Arz Verileri Tablosu

Şirketler	Borsa'da İşlem Görme Tarihi	Halka Arz Oranı (%)	Hasılat (\$)	Halka Arz Fiyatı -₺	Halka Arz Yöntemi	Aracılık Yüklenim Şekli	Satış Yöntemi
ADBGR	12.10.1995	0.99	1,497,728	19,000	OS	BY	BS
ADEL	17.06.1996	18.95	4,053,984	16,750	SA	BY	SFTT
ADESE	03.11.2011	16.78	38,825,734	7.58	SA	EİGA	FATT
AFMAS	19.10.2004	35.01	17,468,296	13,000	SA&OA	BY	SFTT
AKENR	07.07.2000	17	120,218,210	32,500	SA	BY	SFTT
AKFEN	14.05.2010	7.12	65,068,638	13	SA&OA	KBY	FATT
AKGUV	03.07.2012	12.3	9,006,776	11.9	SA&OA	EİGA	BS
AKSEN	21.05.2010	5.47	97,981,396	4.76	SA&OA	Yoktur	FATT
AKSUE	04.01.2000	15.52	3,309,192	24,250	SA	BY	SFTT
ALKA	02.11.2000	20	13,634,851	3,700	SA	BY	SFTT
ALKIM	02.03.2000	15	16,438,734	8,000	SA	BY	SFTT
ALYAG	25.05.2000	20.63	9,231,171	8,100	SA	BY	SFTT
ANELE	16.06.2010	39.48	61,709,802	5.3	SA&OA	EİGA	FATT
ANELT	13.09.2005	40.91	25,104,415	3.8	SA	BY	BS
ARBUL	28.04.2014	37.04	9,358,039	2.2	SA&OA	BY	BS
ARENA	02.11.2000	15	13,518,562	34,500	SA&OA	BY	SFTT
ARMDA	15.06.2006	30	5,785,921	2.86	SA	BY	SFTT
ARSAN	02.07.1998	15	14,665,806	9,200	SA	BY	SFTT
ARTOG	31.05.2012	35.78	8,274,596	2.08	SA	EİGA	BS
ASUZU	10.04.1997	15	14,582,332	57,000	SA	BY	SFTT
ATAC	08.06.2011	6.16	18,678,776	12.55	SA	KBY	FATT
ATEKS	02.05.1996	15	7,008,677	4,900	SA	BY	SFTT
ATPET	15.10.2012	32.5	4,852,892	4.46	SA	EİGA	BS
ATSYH	18.05.1995	90	2,771,724	1,350	SA	EİGA	BS
AVOD	06.12.2011	28.27	8,148,188	2.53	SA	KBY	BS
AYEN	05.07.2000	15.01	51,568,293	53,000	SA&OA	BY	SFTT
BAKAB	18.06.1998	25	6,761,717	7,000	SA	BY	SFTT
BERDN	27.03.1997	19.23	10,025,666	12,500	SA	BY	SFTT
BFREN	03.01.1994	20	5,529,133	16,000	OS	BY	FTAYTT
BIMAS	15.07.2005	43.13	214,186,635	28.75	OS	KBY	FATT
BISAS	28.10.1996	20.19	2,318,717	5,200	SA	BY	SFTT
BIZIM	03.02.2011	40	252,636,898	27.5	OS	KBY	FATT
BJKAS	20.02.2002	15	14,018,515	52,000	SA	BY	SFTT
BLCYT	17.05.2011	33.09	17,107,319	2.67	SA	EİGA	SFTT
BMEKS	14.04.2011	31.67	57,171,515	4.82	SA&OA	KBY	FATT
BNTAS	18.05.2015	39.5	7,675,232	2.41	SA	BY	BS
BOSSA	21.08.1995	15	26,523,172	4,500	OS	BY	SFTT

BRMEN	22.07.1996	5.01	2,912,943	4,000	SA	BY	SFTT
BROVA	01.05.1995	15	1,083,638	18,500	OS	BY	FTAYTT
BRSAN	12.09.1994	20	20,172,814	23,000	OS	BY	FTAYTT
BRYAT	11.11.1996	30	8,626,819	5,500	SA	BY	SFTT
BSOKE	03.05.2000	25	20,950,692	4,950	OS	BY	SFTT
BTCIM	20.03.1995	7.8	10,001,202	13,000	SA	EİGA	FTAYTT
BURCE	17.05.2004	38.26	2,800,874	10,600	SA&OA	BY	SFTT
CARSI	17.06.1996	15	6,608,014	23,000	OS	BY	SFTT
COLLA	12.05.2006	23.18	318,308,697	8	OS	KBY	FATT
CEMAS	02.07.2010	40	13,971,479	2.34	SA&OA	BY	BS
CEMTS	30.12.1994	20	3,715,993	13,500	OS	BY	BS
CEYLN	24.07.1997	20	3,745,184	15,500	SA	BY	SFTT
CLEBI	18.11.1996	15	8,121,487	21,000	OS	BY	SFTT
CMBTN	18.12.1997	15.26	1,894,927	4,200	SA	BY	SFTT
DAGI	01.06.2011	34.95	15,466,316	2.67	SA	EİGA	BS
DARDL	22.08.1994	37.5	25,147,629	65,000	SA	EİGA	FTAYTT
DENTA	08.06.2000	20	11,406,875	3,550	SA	BY	SFTT
DESA	06.05.2004	30	14,729,724	3,100	SA&OA	BY	SFTT
DESPC	08.12.2010	21.84	12,121,711	7.2	SA&OA	BY	SFTT
DGATE	10.02.2006	30.3	5,297,813	3.86	SA	BY	SFTT
DMSAS	24.07.1997	16.67	5,868,545	9,000	SA	BY	SFTT
DOAS	17.06.2004	34.5	172,001,947	6,600	OS	BY	SFTT
DOBUR	28.03.2000	15	19,289,065	106,000	OS	BY	SFTT
DOCO	02.12.2010	31.87	90,475,969	47.6	SA&OA	EİGA	FATT
EGPRO	13.12.1993	20	2,403,788	8,000	OS	BY	BS
EGSER	15.02.1993	15	6,692,143	6,750	OS	BY	BS
EKIZ	20.07.2010	28.55	9,006,085	6.1	SA&OA	EİGA	BS
EMKEL	14.05.1998	18.18	4,104,958	8,500	SA&OA	BY	SFTT
EMNIS	18.12.1995	15	1,624,798	15,000	OS	BY	BS
EPLAS	20.04.1994	15	2,820,928	7,200	OS	BY	FTAYTT
ERBOS	17.04.1995	11.55	2,591,786	7,500	SA	EİGA	BS
ERICO	09.06.2011	40.9	5,039,750	3.91	SA&OA	EİGA	FATT
ERSU	30.03.2000	16.67	3,265,054	8,800	SA	BY	SFTT
ESCOM	20.07.2000	25.07	17,232,749	23,250	SA	BY	SFTT
ESEMS	05.06.1995	16	10,969,423	12,000	SA&OA	BY	FTAYTT
FENER	20.02.2004	15	30,030,087	11,600	OS	BY	SFTT
FLAP	29.06.2012	16	10,849,709	5.39	SA&OA	EİGA	BS
FRIGO	24.04.1995	28.13	4,171,551	15,500	SA	BY	SFTT
FVORI	31.08.2000	23.08	6,350,267	3,050	SA	BY	SFTT
GEDIZ	05.02.1996	15.37	1,380,946	8,100	SA	EİGA	BS
GEREL	14.05.2003	25.23	2,717,532	3,025	SA	BY	BS

GLYHO	22.05.1995	16.43	26,474,547	9,750	SA	BY	FTAYTT
GOLDS	28.12.1999	7	3,574,745	12,250	SA	BY	SFTT
GOLTS	06.03.1995	13.22	6,109,239	7,500	SA	BY	FTAYTT
GSDHO	11.11.1999	5.81	4,135,709	8,800	SA	BY	SFTT
GSRAY	20.02.2002	16	21,152,156	84,000	OS	BY	SFTT
HATEK	17.01.2011	15.48	9,352,360	4.68	SA&OA	BY	BS
HDFGS	03.02.2015	74.75	9,911,673	1.53	OS	BY	BS
HZNR	11.12.1995	18	2,065,660	5,000	SA&OA	BY	SFTT
IDAS	25.06.1998	20	2,497,215	13,000	SA	BY	SFTT
IHEVA	07.10.1996	25	3,220,373	13,000	OS	BY	SFTT
IHGZT	14.06.2010	33	27,618,565	1.78	OS	KBY	FATT
IHYAY	05.11.2010	28.75	53,014,184	1.43	OS	EİGA	SFTT
INDES	24.06.2004	15.34	8,170,693	4,525	SA	BY	SFTT
IPMAT	30.06.2000	25	9,270,809	18,000	SA	BY	BS
ISGSY	22.10.2004	37.69	21,640,157	3,800	SA&OA	BY	SFTT
KAPLM	04.09.1995	16.67	6,032,692	11,500	SA	BY	SFTT
KAREL	20.10.2006	30.96	16,573,529	4.4	SA&OA	BY	SFTT
KARSN	21.02.2000	10	19,644,128	47,000	SA&OA	BY	SFTT
KATMR	11.11.2010	24	12,869,093	5.96	SA&OA	EİGA	SFTT
KERVT	20.06.1994	28.57	5,741,459	24,000	SA	EİGA	FTAYTT
KILER	27.01.2011	15	78,514,390	6.72	SA&OA	EİGA	FATT
KIPA	20.11.1997	20	7,521,548	6,200	SA	BY	SFTT
KLMSN	21.08.1997	30	8,308,204	18,000	SA	BY	SFTT
KNFRT	10.06.1996	29.17	4,751,172	5,300	SA&OA	BY	SFTT
KOZAD	20.02.2003	45	8,534,740	8,200	SA	BY	BS
KOZAL	12.02.2010	30	435,502,959	33.5	OS	BY	FATT
KRATL	03.08.2012	25.09	22,970,378	2.51	SA	EİGA	SFTT
KRDMD	08.06.1998	5	11,249,513	2,650	SA	EİGA	BS
KRONT	27.05.2011	38.4	6,542,085	3.21	SA&OA	EİGA	BS
KRSTL	19.08.1997	16.67	12,319,064	10,000	SA	BY	SFTT
KRTEK	17.11.1994	8.62	3,140,585	10,138	SA	EİGA	BS
LATEK	27.04.2010	26.67	21,478,000	3.84	SA&OA	BY	BS
LINK	26.10.2000	15	5,449,070	28,500	SA	BY	SFTT
LKMNH	01.02.2011	20	7,389,226	4.55	SA	Yoktur	BS
LOGO	08.05.2000	15.03	5,741,099	32,000	SA	BY	SFTT
MANGO	24.05.2010	34	8,881,585	3.9	SA	BY	BS
MATAS	01.08.2011	34.5	6,299,118	3.52	SA	EİGA	BS
MEMSA	30.10.1997	13.41	8,824,993	7,000	SA	BY	SFTT
MEPET	25.07.2011	9.09	16,789,792	4.96	SA	BY	BS
MERKO	20.10.1994	15	5,265,238	5,000	OS	BY	FTAYTT
METUR	23.07.2002	20	2,513,354	11,000	SA	BY	BS

MILYT	27.09.1993	15	25,339,936	25,500	OS	BY	BS
MIPAZ	15.02.1994	15	16,071,747	45,000	OS	BY	FTAYTT
MNDRS	27.07.2000	15.91	8,298,611	14,000	SA	BY	SFTT
MRTGG	16.12.2005	25	2,765,487	3.3	SA	BY	SFTT
MTEKS	13.08.1998	20	2,206,155	8,500	SA	BY	SFTT
MZHLD	23.09.1997	20	3,973,820	1,700	SA	BY	SFTT
NIBAS	05.03.2012	18.52	5,828,571	2.25	SA	EİGA	BS
NUHCM	24.02.2000	5	22,257,901	15,250	SA	BY	SFTT
ORGE	15.05.2012	30	6,054,422	3.28	SA	EİGA	BS
OTKAR	24.04.1995	20	9,602,259	25,500	OS	BY	SFTT
OYLUM	04.05.2012	30.99	3,594,771	2.53	SA&OA	EİGA	BS
OZBAL	28.07.2011	34.08	17,397,103	4.01	SA&OA	EİGA	BS
PENGD	22.04.1998	23.08	6,873,696	14,000	SA	BY	SFTT
PKART	19.08.2004	28.57	8,864,935	3,100	SA	BY	BS
POLHO	24.05.2012	5.34	24,385,392	2.22	SA	EİGA	SFTT
PRKTE	24.10.1997	29.17	30,615,124	15,500	SA&OA	BY	SFTT
PRZMA	15.05.2012	26.47	14,400,000	3.97	SA	EİGA	BS
PSDTC	12.11.2014	32.89	4,888,360	7.37	SA	BY	BS
RANLO	06.11.2009	25.2	6,908,183	3.34	SA	BY	BS
RTALB	02.06.2014	33.9	12,354,478	12.65	SA&OA	BY	BS
RYSAS	10.02.2006	34.5	52,221,297	4.4	SA&OA	BY	SFTT
SAHOL	08.07.1997	10	182,063,385	5,400	SA	BY	SFTT
SAMAT	24.06.2011	29.51	7,180,254	3.52	SA	EİGA	BS
SANKO	05.10.2000	25	69,003,485	16,000	SA&OA	BY	SFTT
SASA	01.11.1996	7	27,416,186	7,200	OS	BY	SFTT
SELEC	26.04.2006	20.01	181,845,377	5.9	SA&OA	KBY	FATT
SELGD	01.07.1998	30	1,366,379	3,000	SA	BY	SFTT
SERVE	20.08.1998	25	1,540,662	7,000	SA	BY	SFTT
SILVR	23.06.2006	36.8	12,584,072	2.78	SA	BY	BS
SKTAS	03.04.1995	15.63	4,476,864	15,000	SA	BY	SFTT
SNKRN	04.03.2015	40	6,018,221	5.25	SA&OA	BY	BS
SNPAM	26.12.1994	20	15,700,712	4,000	OS	BY	FTAYTT
SODA	20.04.2000	15	38,413,643	8,000	SA&OA	BY	SFTT
TARAF	02.03.2012	16.67	3,924,029	4.3	SA	EİGA	BS
TATKS	09.08.1993	10	5,864,501	7,500	OS	BY	BS
TAVHL	23.02.2007	18.4	322,356,047	11	SA&OA	KBY	FATT
TCELL	11.07.2000	10.46	1,780,308,942	48,000	OS	KBY	SFTT
TEKTU	10.08.2000	25	10,354,514	28,000	SA&OA	BY	SFTT
TGSAS	07.06.2012	33.33	7,609,109	5.3	SA	EİGA	SFTT
TKFEN	23.11.2007	34.5	490,754,087	5.95	SA&OA	KBY	FATT
TKNSA	17.05.2012	11.5	54,821,618	7.72	OS	KBY	FATT

TMSN	05.12.2012	26.09	67,514,347	4.06	SA&OA	EİGA	SFTT
TSPOR	15.04.2005	25	24,567,610	5.2	OS	BY	SFTT
TTKOM	15.05.2008	15	1,873,081,209	4.6	OS	EİGA	FATT
TTRAK	11.06.2004	25	61,950,560	7,800	OS	BY	SFTT
TUCLK	16.06.2014	23.33	13,388,161	4.19	SA&OA	BY	BS
TUKAS	05.12.1994	15	8,383,421	21,500	OS	BY	FTAYTT
ULAS	06.08.2012	31.37	3,674,439	2.09	SA&OA	EİGA	BS
ULUSE	21.11.2014	30	74,936,438	13.7	OS	EİGA	FATT
ULUUN	20.11.2014	27.81	33,018,868	3.04	SA&OA	BY	FATT
UTPYA	24.02.2011	22	13,411,211	3.47	SA&OA	Yoktur	BS
UYUM	22.11.2010	30	36,931,592	8.24	SA	EİGA	SFTT
VAKKO	04.04.1998	20	14,280,670	13,750	SA	BY	SFTT
VANET	12.03.1998	25	1,463,319	4,500	SA	BY	SFTT
VESBE	21.04.2006	31.5	143,545,120	3.24	SA&OA	BY	FATT
VKING	24.10.1994	31.5	7,229,714	20,000	OS	BY	FTAYTT
YAPRK	13.05.2011	26.06	7,084,956	5.9	SA&OA	Yoktur	BS
YATAS	19.08.1996	16	11,120,484	26,000	SA	BY	SFTT
YAZIC	17.02.2000	18.24	120,763,798	59,000	OS	BY	SFTT
ZOREN	25.05.2000	20	54,790,900	18,750	SA	BY	SFTT

SA : Sermaye Artırımı

OS : Ortak Satışı

SA&OS : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı

KBY : Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

EİGA : En İyi Gayret Aracılığı

BY : Bakiyeyi Yüklenim

SFTT: : Sabit Fiyatla Talep Toplama

FATT : Fiyat Aralığıyla Talep Toplama

FTAYTT : Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

BS : Borsada Satış

Ek- 4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%)

Firmalar	ADBGR	ADEL	ADESE	AFMAS	AKENR	AKFEN	AKGUV	AKSEN	AKSUE	ALKA	ALKIM	ALYAG	ANELE	ANELT	ARBUL	ARENA	ARMDA	ARSAN	ARTOG
İlk Gün	-1.155	22.21	-2.676	-8.874	-7.352	6.905	3.328	0.452	-1.593	-7.86	7.782	3.363	0.022	0.122	7.225	-5.382	-3.744	-6.618	10.26
1. Gün	5.328	30.75	-0.107	-11.13	-5.821	6.704	3.517	-0.425	24.55	-15.08	14.34	6.104	0.388	1.86	7.326	-8.356	-5.417	-19.31	31.52
2. Gün	-0.308	27.3	-0.759	-11.76	-4.378	5.909	1.47	-1.513	50.85	-13.99	10.99	6.668	0.22	1.496	7.002	-8.514	-9.235	-21.82	52.79
3. Gün	-1.829	27.7	-1.472	-2.037	-8.15	4.171	0.615	-1.915	63.88	-12.94	4.816	2.987	-2.867	1.257	6.405	-10.42	-18.44	-28.75	56.46
4. Gün	2.618	26.59	-1.072	-4.904	-3.727	3.889	-1.503	-1.018	82.57	-13.66	1.429	-4.336	-5.436	8.848	7.513	-18.68	-22.87	-31.99	71.82
5. Gün	15.07	24.44	-2.062	-6.214	-3.075	3.548	-5.649	-1.804	104.6	-12.88	-3.474	-12.59	-3.155	5.838	14.59	-15.88	-24.79	-28.4	74.68
6. Gün	10.03	21.78	-2.485	-6.373	-5.166	2.995	-6.148	-2.054	121.2	-14.68	-9.332	-13.56	-1.205	3.447	13.99	-16.01	-26.49	-32.63	76.17
7. Gün	2.565	21.62	-3.008	-7.104	-4.919	3.502	-4.139	-1.649	135.1	-14.52	-18.87	-15.29	-0.181	5.449	13.66	-19.22	-32.2	-33.02	75.49
8. Gün	7.78	17.78	-4.284	-10.13	-8.558	3.216	-0.912	-2.025	160.1	-19.56	-22.18	-15.5	-1.813	8.56	15.06	-29.49	-35.9	-26.79	75.96
9. Gün	2.339	16.82	-5.466	-11.78	-4.908	3.354	-1.83	-1.758	174.5	-20.85	-14.7	-9.263	-5.178	11.18	15.35	-30.73	-40.12	-30.63	92.43
10. Gün	2.366	13.27	-4.939	-9.574	-2.787	1.266	-3.959	-1.647	202.2	-20.32	-20.75	-8.975	-3.309	8.143	16.32	-33.98	-34.67	-30.88	101.3
11. Gün	0.942	17.98	-7.19	-8.236	-2.126	2.117	-4.02	-1.233	208.3	-23.29	-26.66	-8.835	-4.132	5.701	16.26	-35.43	-39.18	-34.63	101
12. Gün	0.937	14.12	-9.896	-6.917	-0.127	2.251	-3.269	-0.858	194	-28.48	-31.75	-7.955	-5.078	5.262	21.97	-39.03	-38.76	-33.74	95.56
13. Gün	-1.192	11.71	-10.86	-8.45	-3.827	1.393	-4.333	-0.684	172.3	-32.59	-37.12	-7.28	-5.574	2.283	21.79	-45.64	-42.36	-34.57	91.98
14. Gün	-3.308	10.33	-11.87	-7.2	-2.5	2.346	-6.06	0.016	180.7	-29.57	-40.31	-7.142	-5.65	2.299	21.38	-47.25	-44.76	-34.14	91.45
15. Gün	3.937	10.81	-12.2	-8.922	-3.75	1.211	-6.498	1.456	175.2	-24.53	-47.62	-5.43	-6.459	0.226	16.99	-44.16	-45.98	-30.96	99.11
16. Gün	-4.727	13.18	-14.62	-9.283	-3.89	2.827	-7.275	0.884	171	-25.89	-46.3	-5.537	-7.102	-0.451	15.47	-44.73	-42.86	-28.88	93.88
17. Gün	-10.74	13.74	-15.45	-4.436	-5.542	2.274	-8.765	0.949	164.5	-61.4	-51.21	-1.904	-6.874	2.077	13.06	-51.69	-40.31	-22.48	112.8
18. Gün	-8.518	14.33	-16.18	-9.783	-7.341	2.618	-7.306	0.62	159.9	-65.59	-53.26	-2.952	-7.364	3.043	13.71	-60.32	-45.87	-24.06	111.5
19. Gün	-18.04	17.31	-18.35	-13.81	-8.725	1.674	-6.815	-0.275	169.4	-64.32	-58.78	-6.454	-8.186	3.653	14.7	-67.35	-48.79	-24.37	111.1
20. Gün	-17.79	16.1	-21.7	-15.56	-9.016	1.226	-7.001	0.043	168.6	-60.13	-51.37	-4.561	-8.613	2.963	15.38	-71.06	-48.86	-28.82	102.8

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	ASUZU	ATAC	ATEKS	ATPET	ATSYH	AVOD	AYEN	BAKAB	BERDN	BFREN	BIMAS	BISAS	BIZIM	BJKAS	BLCYT	BMEKS	BNTAS	BOSSA	BRMEN	BROVA
İlk Gün	19.26	-0.749	9.243	-0.434	28.43	-0.482	-1.738	23.29	8.951	9.25	-1.785	11.56	-0.959	-7.408	-0.307	-5.591	-1.036	3.087	-6.227	7.613
1. Gün	15.64	-1.105	6.036	-1.206	60.67	-2.039	-2.233	23.6	5.851	19.71	-2.819	10.74	-2.042	-18.26	-0.277	-3.519	0.394	0.714	-15.17	7.313
2. Gün	7.317	-3.153	1.28	-2.778	73.61	-1.444	-7.965	14.23	3.934	30.28	-0.02	4.966	0.376	-20.51	-2.335	-5.703	0.817	0.129	-20.92	-6.868
3. Gün	13.67	-5.431	-1.091	-3.201	92.58	11.73	-9.764	10.77	-2.578	39.49	-1.161	2.764	-1.415	-30.28	-5.744	-5.662	0.947	-2.314	-20.05	-12.43
4. Gün	7.399	-3.518	-3.838	-1.576	86.14	15.23	-7.424	7.384	-4.378	45.39	-3.679	-1.953	-2.446	-37.58	-6.815	-7.215	0.975	-1.649	-16.85	-21.58
5. Gün	3.735	-2.101	-2.44	-2.509	79.17	30.66	-12.71	4.385	-5.169	46.9	-4.283	-0.418	-0.265	-29.21	-5.878	-7.275	1.636	-2.186	-16.06	-31.48
6. Gün	-0.307	0.679	-5.699	0.621	82.09	34.03	-13.23	3.959	-0.65	58.49	-4.657	11.66	-0.181	-39.32	-6.06	-7.982	0.835	0.154	-18.81	-31.74
7. Gün	-5.276	2.481	-5.422	8.215	85.83	32.93	-15.4	4.537	-0.794	64.06	-4.637	8.559	-1.75	-42.4	-5.777	-9.37	0.946	-0.512	-19.95	-29.27
8. Gün	-10.89	2.497	-4.671	-0.892	81.61	32.95	-17.19	0.85	-5.489	75.46	-3.952	6.587	-1.946	-38.81	-5.685	-9.298	1.393	-0.6	-18.82	-32.31
9. Gün	-16.32	0.127	-7.211	-7.38	83.44	34.09	-24.88	0.39	-6.683	63	-5.394	7.865	-2.906	-41.49	-7.924	-8.352	0.63	-1.178	-15.65	-41.32
10. Gün	-25.74	-0.167	4.317	-1.925	82.92	35.18	-26.98	-4.63	-5.722	60.7	-4.377	8.509	-3.922	-41.73	1.089	-9.351	-0.012	1.155	-22.07	-42.08
11. Gün	-26.9	-0.159	0.242	-3.208	74.56	34.04	-22.62	-4.156	-9.568	50.63	-7.511	13.08	-4.612	-50.43	-2.575	-10.52	-0.454	-1.397	-20.73	-39.42
12. Gün	-33.23	0.965	10.93	-6.628	70.05	41.13	-24.53	-5.721	-11.48	57.21	-6.351	18.79	-4.671	-52.94	-3.718	-11.58	-0.662	-0.527	-21.8	-33.17
13. Gün	-35.34	-0.916	7.66	-7.243	66.78	39.58	-15.36	-3.723	-12.39	45.92	-5.152	17.11	-5.189	-56.87	-6.333	-12.7	1.941	-0.177	-20.82	-42.29
14. Gün	-42.28	-1.873	3.606	-8.851	66.94	40.56	-16.48	1.275	-11.58	55.38	-1.8	16.04	-3.673	-58.7	-7.231	-14.24	-3.679	-2.127	-24.28	-48.7
15. Gün	-46.59	-2.475	8.976	-14.9	64.72	44.66	-13.54	4.74	-11.57	52.49	-2.481	13.23	-3.435	-57.44	-7.069	-10.61	-4.34	-2.315	-28.12	-44.16
16. Gün	-51.29	-1.919	8.13	-11.84	61.65	47.19	-12.66	-0.584	-13.75	46.07	-3.48	15.29	-3.719	-63.02	-6.904	-9.488	-4.04	-3.846	-28.92	-50.7
17. Gün	-57.59	-1.896	7.109	-12.52	60.16	45.4	-12.51	7.561	-13.75	39.01	-3.234	15.24	-2.126	-65.08	-7.338	-8.078	-4.302	-4.857	-27.59	-49.89
18. Gün	-62.07	-3.308	6.798	-13.75	57.57	46.45	-12.88	3.166	-13.44	40.65	-2.551	22.02	0.211	-63.56	-6.233	-8.329	-3.397	-5.321	-31.05	-51.83
19. Gün	-65.87	-2.527	6.459	-13.98	58.31	46.76	-14.94	-2.101	-13.88	48.62	-4.124	13.66	0.553	-61.92	-5.977	-7.583	-2.876	-3.798	-27.19	-53.7
20. Gün	-72.06	-1.412	2.225	-3.421	56.65	51.45	-15.11	-1.119	-14.26	33.78	-3.269	15.19	-0.633	-65.23	-0.797	-8.416	-2.327	-4.389	-32.45	-56.8

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	BRSAN	BRYAT	BSOKE	BTCIM	BURCE	CARSI	CCOLA	CEMAS	CEMTS	CEYLN	CLEBI	CMBTN	DAGI	DARDL	DENTA	DESA	DESPC	DGATE	MILYT	DMSAS
İlk Gün	1.935	-2.363	11.6	28.3	-3.55	-0.536	3.117	-2.97	-1.71	-17.91	19.51	6.085	8.113	21.73	-8.439	2.612	1.297	9.394	9.876	-4.137
1. Gün	-2.235	-3.109	15.54	34.84	-14.71	4.557	4.413	-6.63	-0.668	-15.37	24.11	-0.103	23.39	29.69	-6.15	-3.59	4.31	10.76	18.22	-7.734
2. Gün	-10.04	2.297	15.39	21.14	-18.8	13.4	3.047	-13.94	7.46	-22.16	42.36	-5.407	19.75	29.82	-7.856	-3.752	5.718	17.94	21.55	-9.575
3. Gün	-19.01	1.447	6.034	28.76	-18.06	21.03	3.899	-12.15	19.04	-26.65	47.89	-7.854	18.45	27.99	-8.065	-5.244	2.658	25.54	34.76	-15.75
4. Gün	-25.09	3.42	5.22	15.23	-19.59	17.71	1.929	-14.09	10.77	-27.7	39.38	-11.92	22.85	24.03	-13.73	-6.056	2.598	23.83	39.24	-18.66
5. Gün	-28.28	7.585	3.142	13.87	-21.25	12.27	5.293	-15.63	9.689	-28.66	32.62	-6.951	20.8	14.33	-16.13	-3.649	4.56	31.26	48.19	-18.76
6. Gün	-24.59	7.446	2.7	13.6	-21.98	16.63	6.245	-18.27	11.83	-29.07	24.68	-16.86	19.32	34.53	-18.06	-4.034	6.377	27.88	59.23	-17.6
7. Gün	-20.06	1.338	1.218	11.37	-22.09	16.13	5.544	-23.3	11.76	-36.75	22.42	-19.18	14.68	9.775	-19.5	-2.166	16.05	26.07	52.03	-19.5
8. Gün	-27.88	1.002	-0.475	1.127	-22.73	12.08	5.621	-27.25	7.298	-38.58	24.28	-19.08	14.5	13.66	-17.28	-4.345	13.92	23.01	57.88	-18.73
9. Gün	-32.89	3.297	-0.404	7.924	-22.45	14.93	5.469	-28.22	7.038	-34.41	16.02	-24.87	17.59	7.9	-18.8	-2.026	13.24	22.69	54.79	-20.56
10. Gün	-37.8	-0.959	-0.928	-3.555	-24.28	13.08	10.52	-27.27	11.01	-39.29	11.11	-25.25	19.33	4.487	-20.42	-9.744	28.51	25.45	53.51	-20.51
11. Gün	-47.5	-4.598	0.41	-2.52	-26.54	12.11	12.77	-27.45	9.863	-34.42	5.102	-23.18	21.6	3.728	-22.76	-14.85	27.28	38.03	61.11	-21.87
12. Gün	-48.4	-3.513	0.413	-5.539	-22.46	6.583	18.14	-30.65	8.219	-36.62	-3.163	-25.52	22.21	-1.807	-21.28	-16.63	46.28	41.91	57.28	-22.1
13. Gün	-48.7	-6.1	1.573	-4.324	-24.25	8.3	15.34	-30.79	6.64	-39.07	-5.688	-25.53	26.66	-1.452	-21.73	-16.02	55.2	50.61	57.36	-22.8
14. Gün	-57.5	-4.867	1.654	-6.864	-22.37	7.925	15.44	-32.02	3.553	-40.99	-1.693	-24.39	18.26	-1.737	-22.74	-15.65	54.35	47.84	56.83	-24.56
15. Gün	-57.4	-8.625	0.265	-7.16	-23.39	4.769	13.57	-32	3.973	-41.24	0.488	-27.06	15	-0.123	-24.43	-15.49	44.37	44.8	52.95	-30.44
16. Gün	-68.8	-7.022	1.295	-8.675	-24.81	-0.108	11.97	-33.36	3.709	-38.66	-9.511	-27.59	12.73	-6.593	-26.99	-14.26	38.54	49.75	53.16	-31.77
17. Gün	-70.9	-7.645	-0.8	-10.98	-24.89	2.214	13.17	-35.76	2.303	-37.83	-20.57	-26.39	8.718	3.103	-24.58	-11.64	34.79	48.51	53.42	-31.47
18. Gün	-76.7	-9.352	3.695	-2.359	-25.46	0.181	14.9	-35.9	0.764	-37.69	-28.49	-28.06	5.155	3.57	-27.79	-12.71	26	41.15	53.61	-35.42
19. Gün	-75.3	-7.603	5.078	-4.497	-26.14	-5.349	11.54	-37.97	-1.378	-32.81	-34.4	-30.36	5.052	8.64	-29.54	-14.39	21.62	41.31	53.58	-30.12
20. Gün	-78.8	-1.253	-0.063	10.99	-26.18	-9.238	9.149	-37.04	0.787	-33.67	-43.96	-32.59	1.473	2.463	-28.25	-16.78	19.29	43	53.06	-32.59

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	DOAS	DOBUR	DOCO	EGPRO	EGSER	EKIZ	EMKEL	EMNIS	EPLAS	ERBOS	ERICO	ERSU	ESCOM	ESEMS	FENER	FLAP	FRIGO	FVORI	GEDIZ	GEREL
İlk Gün	-1.03	0.6	2.259	54.42	9.41	-9.875	23.28	-0.72	11.85	16.94	6.198	5.593	4.606	-2.972	10.42	5.667	32.08	-1.81	15.04	11.33
1. Gün	0.594	-0.246	4.857	60.91	10.02	-4.085	50.5	-0.118	12.45	10.57	13.29	19.67	2.122	-4.363	23.57	18.96	48.14	19.17	18.55	20.73
2. Gün	-1.292	1.279	16.06	70.38	2.278	-10.43	75.5	-6.173	19.02	13.58	11.9	28.3	-0.551	-6.489	16.31	16.84	37.81	36.75	18.56	31.78
3. Gün	-4.723	-0.764	16.16	79.81	6.512	-11.38	71.47	-6.93	20.75	16.95	26.75	34.38	-3.508	-6.178	22.71	17.77	31.5	53.31	22.82	32.83
4. Gün	-8.775	-2.335	16.66	89.14	2.9	-12.45	61.48	-7.755	21.62	12.99	16.26	45.57	-4.288	-2.714	20.57	18.65	40.74	73.28	20.85	29.06
5. Gün	-13.85	-0.559	23.04	99.64	3	-14.28	69.24	-6.311	23.2	2.784	12.03	57.19	-3.024	-1.476	22.58	19.04	39.44	94.51	16.31	22.54
6. Gün	-10.21	-3.95	23.91	97.76	1.554	-13.33	75.19	-7.63	17.14	9.571	8.583	72.41	-5.598	-3.381	20.04	19.83	36.21	77.78	17.68	18.78
7. Gün	-9.715	-2.246	20.89	89.02	-8.266	-14.55	77.23	-4.691	18.51	7.214	9.521	71.22	-5.864	-1.935	17.65	20.01	36.94	62.83	19.37	17.57
8. Gün	-7.785	1.256	21.86	103.4	-12.7	-14.34	76.78	-7.962	20.42	9.431	6.037	73.35	-6.039	0.164	16.58	31.39	30.51	60.17	16.56	16.1
9. Gün	-8.431	10.71	22.54	112.4	-17.67	-15.24	80.27	-15.38	18.14	8.633	9.496	80.23	-2.45	-6.675	15.44	31.59	26.86	48.73	18.91	15.11
10. Gün	-6.971	12.17	19.95	113.4	-18.8	-17.23	79.47	-16.07	10.51	12.06	6.813	92.6	1.499	-7.231	16	32.75	27.3	56.34	23.02	17.01
11. Gün	-7.138	11.28	20.51	104.8	-14.48	-18.83	75.99	-16.71	8.038	15.59	6.702	98.99	7.588	-8.587	14	34.38	30.01	58.04	30.57	16.85
12. Gün	-8.167	24.53	20.84	107.9	-9.476	-13.43	70.88	-22.15	7.244	17.05	4.932	99.7	25.17	-12.09	11.82	33.75	26.31	54.8	21.92	15.13
13. Gün	-7.312	24.73	19.88	102.7	-12.82	-16.34	70.71	-28.97	6.902	12.36	3.407	101.8	16.49	-10.58	10.58	35.11	26.17	44.65	19.54	14.44
14. Gün	-8.843	23.08	19.4	100.9	-15.84	-17.37	69.13	-27.41	8.067	10.42	-0.803	101.9	13.15	-14.94	9.014	36.99	22.98	38.79	20.97	13.18
15. Gün	-10.06	25.36	22.6	101.6	-16.93	-15.42	73.22	-17.22	-2.968	10.46	-1.311	116.3	14.14	-13.22	9.115	37.76	23.77	45.54	21.77	12.04
16. Gün	-11.62	27.42	22.4	97.28	-17.73	-14.06	66.08	-13.35	-6.442	12.42	5.095	119.3	12.85	-26.9	8.109	41.93	17.91	54.76	22.08	13.11
17. Gün	-11.44	25.33	21.32	107.7	-16.73	-15.22	66.39	-19.55	-5.245	6.206	5.767	121.4	16.21	-24.52	6.917	45.97	16.21	43.31	15.83	13.45
18. Gün	-11.6	27.58	21.08	109.2	-18.81	-15.23	64.72	-22.35	-12.97	6.41	2.159	120.1	17.63	-20.25	5.397	49.99	16.08	43.35	17.49	13.96
19. Gün	-13.56	27.91	19.77	104.7	-16.32	-19.09	67.12	-26.69	-14.83	4.001	5.341	113.8	18.98	-18.77	4.084	51.09	12.76	41.16	16.09	14.59
20. Gün	-12.81	30.86	22.02	102.3	-19.54	-19.37	67.28	-25.66	-25.76	13.73	3.596	116.1	18.31	-17.71	3.449	50.29	13.63	39.84	17.39	16.86

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	GLYHO	GOLDS	GOLTS	GSDHO	GSRAY	HATEK	HDFGS	HZNDR	IDAS	IHEVA	IHGZT	IHYAY	INDES	IPMAT	ISGSY	KAPLM	KAREL	KARSN	KATMR	KERVT
İlk Gün	2.836	12.98	19.21	-2.206	-2.757	10.96	1.439	22.93	21.43	-1.171	5.96	10.96	-1.093	-1.395	1.672	-0.869	-2.279	13.84	-0.985	11.28
1. Gün	5.094	24.32	19.07	-8.965	-5.401	32.91	-0.656	22.61	29.96	-1.415	20.24	32.46	-1.147	-4.811	1.122	-2.572	-4.825	14.18	-3.961	10.81
2. Gün	1.738	49.88	17.39	-17.09	-4.183	50.82	-0.281	19.63	26.26	3.792	40.24	46.82	-6.011	0.555	1.268	-1.411	-6.284	14.41	-7.831	23.43
3. Gün	5.637	70.62	17.56	-18.56	-8.995	73	-0.204	30.33	35.37	1.817	54.39	45.53	-2.44	1.61	1.489	-2.31	-6.527	9.079	-9.634	90.56
4. Gün	3.626	72.51	15.86	-20.6	-21.57	77.87	14.5	31.33	34.77	3.784	64.05	41.91	-3.789	9.43	-0.143	-2.879	-7.797	4.655	-6.04	90.5
5. Gün	0.395	56.98	15.63	-18.33	-20.16	81.3	-0.233	24.23	31.35	11.88	79.92	39.14	-6.416	8.942	0.149	-5.323	-8.2	16.25	-0.249	101.5
6. Gün	3.407	53.33	16.8	-18.48	-25.28	81.39	1.202	22.89	24.91	13.71	68.73	36.6	-5.893	8.097	0.036	-5.341	-7.591	12.85	2.788	109.2
7. Gün	1.259	57.85	17.16	-24.29	-27.18	86.53	-3.186	21.18	21.81	16.71	54.11	29.93	-7.131	14.52	-1.322	-5.158	-5.616	15.45	2.793	110.2
8. Gün	-3.126	54.07	15.52	-22.54	-20.24	86.03	-5.343	20.54	22.16	28.4	60.94	30.05	-5.975	20.75	-0.148	-8.472	-7.646	13.37	3.093	113
9. Gün	-9.051	47.73	24.77	-24.42	-18.21	92.09	-11.08	20.99	24.27	32.93	57	46.08	-6.521	23.23	-0.439	-3.729	-8.417	12.4	0.953	112.5
10. Gün	-13.67	47.39	23.07	-27.17	-13.97	101.1	-10.52	27.35	27.4	37.36	52.83	49.54	-6.084	31.21	-0.97	6.822	-7.526	11.73	0.472	110.5
11. Gün	-20.77	43.92	32.03	-27.05	-20.69	91.07	-12.09	29.01	29.74	33.11	52.06	47.59	-6.33	47.09	-0.606	8.549	-7.687	13.8	-1.013	111.8
12. Gün	-26.19	45.7	52.27	-27.56	-26.05	85.94	-10.19	25.03	30.52	31.67	50.27	47.43	-10.36	55.54	-0.586	5.579	-7.585	14.91	-0.756	106.9
13. Gün	-30.47	42.65	42.8	-30.87	-31.4	87.35	-14.02	27.25	34.4	30.42	45.42	45.87	-11.64	56.85	2.24	4.301	-7.372	13.63	2.184	105
14. Gün	-25.37	47.27	53.16	-33.62	-31.31	88	-16.14	29.23	35.69	36.35	53.2	43.6	-11.11	56.94	2.103	2.01	-6.897	17.37	0.146	103.9
15. Gün	-26.12	46.82	66.59	-32.4	-24.71	86.44	-15.98	27.14	31.33	36.24	48.06	41.92	-11.46	53.75	1.714	2.833	-7.77	19.2	1.174	89.99
16. Gün	-29.81	60.38	65	-37.35	-17.1	87.69	-17.01	25.96	32.79	39.34	52.6	44.49	-11.6	57.02	1.631	-0.652	-6.944	31.43	0.776	91.45
17. Gün	-30.35	69.78	62.55	-39.93	-18.65	88.95	-18.94	26.56	32.07	37.66	55.97	41.64	-11.19	66.89	1.721	1.131	-5.784	43.26	0.974	96.34
18. Gün	-26.87	78.3	62.11	-37.7	-22.26	93.67	-18.3	26.48	31.21	39.71	57.93	41.62	-9.753	61.76	1.957	3.769	-7.016	38.94	1.887	97.89
19. Gün	-30.79	80.43	63.82	-38.49	-26.9	95.98	-19.2	30.3	30.02	49.2	56.07	41.09	-10.1	63.62	-0.161	11.83	-7.188	46.94	2.551	100.8
20. Gün	-29.81	78.13	71.72	-42.48	-24.76	94.35	-19.71	32.1	44.56	54.43	48.09	41.73	-10.37	65.17	-0.066	8.913	-8.7	56.72	3.256	98.77

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	KILER	KIPA	KLMSN	KNFRT	KOZAD	KOZAL	KRATL	KRDMD	KRONT	KRSTL	KRTEK	LATEK	LINK	LKMNH	LOGO	MANGO	MATAS	MEMSA	MEPET	MERKO
İlk Gün	11.7	-7.213	11.99	21.51	2.647	3.966	-1.52	9.392	8.521	-14.64	17.16	8.75	10.63	1.46	15.08	0.04	0.109	-13.2	14.55	11.88
1. Gün	14.15	-1.228	16.88	14.13	7.516	1.309	-2.469	10.41	17.81	-14.16	16.48	14.93	16.36	-9.093	34.55	-1.486	-1.159	-16.14	16.67	14.35
2. Gün	10.59	14	12.45	7.583	15.26	5.044	-0.981	21.55	15.56	-17.45	15.66	9.199	7.975	-10.2	56.56	-2.521	-5.298	-18.87	27.13	12.09
3. Gün	9.902	33.25	3.333	12.66	14.14	4.407	2.356	43.22	9.396	-20.5	18.45	7.585	6.65	-11.31	51.48	-3.462	-5.678	-27.6	28.91	7.584
4. Gün	9.847	31.81	-0.045	11.69	15.63	5.93	0.521	58.29	10.19	-19.89	17.79	10.69	4.493	-14.07	53.57	2.1	-4.724	-32.25	29.73	6.724
5. Gün	7.551	31.24	-0.619	11.07	14.14	4.71	-0.523	66.98	9.538	-23.67	16.08	10.45	-3.284	-13.96	56.77	-1.93	-9.489	-28.01	36.81	3.274
6. Gün	5.414	28.1	-0.851	8.976	18.62	2.662	-0.336	83.86	4.797	-24.64	15.15	11.01	-6.828	-10.08	52.46	-3.038	-13.33	-36.93	30.34	3.833
7. Gün	3.054	32.33	-3.971	8.469	17.12	4.643	1.636	103.8	3.798	-27.04	14.21	12.79	-9.118	-11.57	51.73	-3.844	-11.15	-39.15	24.45	-0.486
8. Gün	3.508	33.85	-5.454	8.336	16.27	1.036	2.417	114.2	1.409	-37.94	22.27	12.38	-9.845	-11.41	53.6	-4.033	2.658	-46.11	28.68	-4.779
9. Gün	7.007	30.75	-4.573	5.315	19.2	3.554	-0.138	101.1	1.408	-28.83	20.45	12.15	-11.04	-10.13	57.24	-4.736	7.484	-47.83	23.93	-8.784
10. Gün	8.852	29.53	-6.895	3.263	17.36	0.654	-1.481	82.97	0.174	-30.67	15.77	10.31	-10.15	-12.31	59.24	-5.99	3.482	-48.8	33.01	-6.149
11. Gün	7.592	28.53	-10.97	0.052	18.4	0.83	-2.545	88.62	2.375	-32.83	22.08	9.264	-8.599	-10.76	64.59	-7.442	2.906	-53.4	43.23	-4.134
12. Gün	7.834	30.68	-13.84	-2.346	19.56	1.764	-1.474	94.82	22.3	-34.27	23.47	7.941	-12.37	-12.22	75.02	-7.019	10.13	-49.28	46.92	-0.497
13. Gün	7.249	28.94	-14.87	-2.925	19.28	0.607	-1.487	84.49	31.01	-38.24	24.2	6.846	-14.57	-9.721	88.37	-8.717	10.87	-47.11	55.73	-3.185
14. Gün	7.109	26.77	-16.23	-1.457	17.01	-1.407	-2.879	82.16	29.32	-41.32	27.82	4.536	-16.17	-4.456	93.76	-7.871	12.49	-40.83	53.13	-4.239
15. Gün	6.317	27.65	-15.53	-1.709	35.85	-2.3	-5.809	78.24	26.74	-44.11	26.76	7.313	-18.87	-0.082	97.82	-6.798	16.7	-39.13	50.84	-6.085
16. Gün	6.322	28.01	-14.35	-4.384	34.67	-4.012	-4.761	75.1	23.02	-44.55	23.6	10.09	-17.34	-2.569	101.5	-7.564	15.41	-42.45	43.89	-9.108
17. Gün	5.695	22.98	-14.86	-5.908	23.6	-3.768	-7.024	78.69	17.01	-48.38	25.17	14.6	-25.96	-6.143	98.58	-8.066	13.06	-33.2	44.42	-12.37
18. Gün	4.824	18.35	-13.9	-4.41	25.35	-3.678	-7.018	75.49	28.03	-45.33	22.34	17.59	-31.55	-4.947	96.06	-10.2	13.42	-23.13	46.78	-8.168
19. Gün	3.498	17.24	-15.64	-6.71	17.72	-0.418	-8.089	72.99	24.23	-50.01	21.94	16.94	-24.72	-5.479	92.82	-9.775	12.63	-24.78	47.33	-6.052
20. Gün	3.245	15.03	-15.27	-9.655	27.32	-3.281	-8.754	72.41	22.26	-52.06	20.3	13.93	-21.59	-6.388	98.68	-11.66	15.37	-24.13	57.48	-2.221

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	METUR	MIPAZ	MNDRS	MRTGG	MTEKS	MZHLĐ	NIBAS	NUHCM	ORGE	OTKAR	OYLUM	OZBAL	PENGĐ	PKART	POLHO	PRKTE	PRZMA	PSDTC	RANLO	RTALB
İlk Gün	6.751	-14.2	-0.021	7.184	-4.991	8.336	10.22	-6.47	-1.406	32.37	10.52	-4.178	-2.365	-0.842	-3.059	3.023	0.049	-3.367	-2.724	-0.466
1. Gün	21.69	-25.42	-1.777	14.72	-4.386	6.845	8.358	-1.353	-5.271	47.72	8.227	-6.56	-5.172	-1.075	-2.005	0.529	0.643	-1.776	7.486	-4.063
2. Gün	15.84	-32.06	10.08	14.93	-6.003	4.303	8.499	-1.248	-5.738	43.62	1.015	-12.76	-12.12	0.342	0.343	1.315	0.265	0.389	7.806	-2.997
3. Gün	16.18	-47.72	17.19	11.68	-9.838	1.588	2.878	-1.113	-6.214	37.73	4.629	-11.59	-11.9	-0.111	0.027	1.573	-6.722	1.37	9.211	-4.353
4. Gün	17.58	-53.11	24.68	14.08	0.226	-3	-0.162	-5.302	3.244	39.83	2.834	-11.41	-21.06	-1.721	-0.629	1.583	-8.024	1.123	9.19	-2.886
5. Gün	16.76	-63.68	25.01	16.88	-3	-4.11	0.738	-6.915	-3.205	37.11	0.576	-15.11	-21.14	-1.048	-0.559	-0.122	-7.891	1.322	8.912	-1.753
6. Gün	11.56	-85.48	41.38	31.22	-2.5	-3.871	-0.512	-7.569	-7.855	32.76	-1.605	-22.96	-20.19	-1.479	-0.791	0.302	-13.93	0.455	7.62	-0.864
7. Gün	13.9	-82.23	42.82	29.08	5.405	-5.035	-1.379	-9.459	-11.1	32.26	-2.113	-31.93	-23.51	-0.378	-0.843	3.027	-10.88	0.374	5.33	-4.102
8. Gün	12.94	-94.9	37.87	28.24	11.01	-4.172	8.483	-9.126	-6.549	26.43	-1.503	-35.49	-23.92	5.539	-1.279	0.078	-12.59	1.298	5.235	-3.552
9. Gün	13.64	-106.3	39.38	29.51	9.267	-7.428	7.863	-11	-7.357	26.73	-3.06	-38.36	-23.75	19.58	-1.953	-2.47	-9.169	0.781	6.675	-4.389
10. Gün	17.78	-98.89	45.65	37.85	9.149	-3.609	7.225	-11.9	-8.469	25.17	-6.528	-36.86	-26.37	17.24	-1.244	4.799	-8.771	-1.094	6.096	-5.845
11. Gün	18.18	-91.9	41.64	35.12	-4.436	5.318	9.852	-9.828	-11.35	24.35	-7.086	-30.15	-29.13	22.37	-2.004	5.013	-11.5	0.29	9.13	-2.539
12. Gün	17.84	-97.94	35.48	39.44	-8.027	16.41	12.31	-8.029	-13.06	18.76	-3.29	-25.05	-28.21	22.61	-1.611	0.3	-11.25	-0.352	10.54	-3.335
13. Gün	13.08	-104.6	35.54	38.05	-14.81	25.01	13.16	-6.795	-6.573	14.64	-4.605	-21.87	-30.43	25.28	-2.419	-3.094	-8.534	1.073	18.44	-2.852
14. Gün	16.24	-108.2	35.65	39.85	2.772	14.02	14.87	0.811	-7.963	12.71	-6.228	-17.28	-31.64	29.49	-2.394	-4.754	-7.773	1.84	18.55	-2.52
15. Gün	13.97	-117.2	41.08	35.42	10.18	13.25	25.97	-1.736	-6.519	16.24	-3.847	-17.18	-33.92	43.79	-1.947	12.07	-3.707	-0.486	11.64	-4.907
16. Gün	17.08	-127.4	57.78	35.74	21.71	7.871	31.04	-2.556	2.867	12.36	-5.053	-17.26	-28.13	40.02	-1.039	14.2	-1.462	2.084	7.807	-6.808
17. Gün	20.94	-130.8	76.92	29.16	24.17	8.922	37.91	9.112	6.507	13.01	3.945	-17.57	-14.44	32.33	-0.451	17.04	-3.128	2.128	5.897	-8.042
18. Gün	27.33	-130.7	74.5	28.18	22.61	6.593	45.21	17.01	11.84	13.68	-7.017	-18.11	-21.41	35.15	-0.957	17.91	-1.455	2.297	7.921	-8.481
19. Gün	33.19	-126.4	64.79	25.47	26.49	25.44	48.16	23.33	5.798	10.16	-8.249	-20.23	-22.51	33.83	-1.411	14.46	-4.861	3.643	9.115	-12.09
20. Gün	37.48	-121.4	66.99	23	36.37	43.32	44.35	25.6	-8.287	9.519	-8.388	-22.19	-22.78	31.75	-1.943	15.22	-1.319	2.884	7.677	-18.4

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	RYSAS	SAHOL	SAMAT	SANKO	SASA	SELEC	SELGD	SERVE	SILVR	SKTAS	SNKRN	SNPAM	SODA	TARAF	TATKS	TAVHL	TCELL	TEKTU	TGSAS	TKFEN
İlk Gün	9.01	17.16	9.647	1.244	2.112	11.1	17.98	6.898	-3.058	15.23	0.505	12.24	9.348	7.615	11.12	0.416	2.68	1.871	3.958	0.322
1. Gün	9.835	9.661	19.83	-2.848	-0.554	17.97	14.3	5.533	-4.66	5.759	0.52	12.48	29.56	19.1	19.76	-2.469	1.295	-2.106	5.938	1.875
2. Gün	14.52	4.871	19.52	-2.325	-1.393	15.68	19.88	2.743	-4.654	4.408	-0.141	9.683	18.16	14.54	28.3	-4.133	5.02	-9.072	8.303	0.749
3. Gün	10.11	-0.426	19.89	-1.301	-2.405	14.8	21.88	6.157	-5.803	5.999	1.405	8.061	16.62	14.82	27.92	-2.553	5.591	-8.126	9.152	-2.988
4. Gün	7.633	0.242	19.97	-3.574	-4.692	15.09	34.27	3.755	-7.073	5.124	5.405	15.18	14.73	13.71	40.4	-3.453	7.998	-7.625	16.34	-3.207
5. Gün	6.312	-3.057	22.32	-6.529	-3.673	12.6	48.55	-0.523	-9.313	-0.455	7.812	10.74	12.16	14.18	40.04	-3.98	5.488	-1.599	13.98	-4.611
6. Gün	7.781	-1.682	21.98	-5.896	-4.638	13.24	55.83	-8.8	-9.952	0.375	5.885	3.846	9.855	14	48.35	-6.589	3.137	-2.911	11.55	-5.905
7. Gün	6.598	-1.697	24.25	-8.919	-7.982	13.38	54.88	-2.744	-11.46	5.241	6.151	4.122	9.46	14.86	58.15	-7.358	8.237	21.53	11.14	-6.429
8. Gün	10.66	-3.939	24	-8.303	-7.945	21.91	46	-5.502	-15.1	6.947	7.473	7.685	7.925	14.24	63.75	-6.022	5.687	41.22	9.522	-7.847
9. Gün	15.29	-2.756	24.14	-8.675	-10.17	22.21	44.82	1.885	-17.13	13.35	7.108	3.776	6.122	13.48	65.82	-1.947	7.441	39.33	10.46	-9.332
10. Gün	22.55	-2.827	24.93	-8.766	-10.38	20.16	43.34	-5.174	-17.36	23.45	6.442	5.636	8.632	14.37	55.88	-0.005	4.544	39.9	13	-10.98
11. Gün	21.26	-0.962	24.06	-9.03	-10.65	17.18	41.27	1.439	-18.82	35.13	6.796	7.15	10.57	13.48	55.36	-1.709	2.871	47.07	14.62	-11.29
12. Gün	23.29	-5.291	28.04	-8.747	-8.747	17.55	45.28	2.923	-18.37	30.6	11	5.129	10.76	14.12	58.7	-2.122	2.013	45.85	15	-11.94
13. Gün	22.64	-3.273	31.15	-9.216	-6.319	18.67	39.91	4.039	-19.71	27.66	14.27	7.103	8.831	17.05	54.15	-1.196	-0.604	39.06	14.16	-12.25
14. Gün	21.87	-2.099	42.15	-8.068	-10.55	18.31	43.54	5.209	-24.83	20.41	16.08	9.166	10.85	17.25	51.62	-2.261	1.632	56.55	14.6	-10.61
15. Gün	20.06	-7.173	41.11	-9.596	-13.21	20.1	53.5	1.251	-25.1	20.91	17.09	12.38	11.37	15.57	46.98	2.686	1.532	60.54	14.9	-10.26
16. Gün	18.88	-8.665	52.98	-7.428	-14.41	27.53	56.84	3.157	-26.87	17.79	14.29	12.81	10.8	15.81	41.2	-0.193	3.056	72.29	15.59	-9.782
17. Gün	17.56	-8.918	53.47	-8.061	-16.24	23.52	72.42	0.199	-27.82	12.65	19.61	11.51	8.952	15.58	40.06	0.032	3.934	79.66	16.59	-9.501
18. Gün	15.27	-5.381	51.92	-9.047	-17.51	26.03	83.35	6.329	-25.09	19.02	20.84	9.349	8.906	14.35	38.13	-1.806	7.223	88.2	18.4	-9.9
19. Gün	16.72	-7.451	53.83	-11.74	-18.69	23.46	84.03	6.4	-26.49	22.62	19.94	10.68	7.092	16.11	39.16	0.83	8.839	101.9	22.56	-11.61
20. Gün	22.21	-9.435	46.35	-12.31	-7.655	21.64	86	2.38	-26.29	9.464	21.78	13.4	7.073	15.26	44.05	-1.218	10.96	95.87	22.63	-11.63

Ek-4. İlk Halka Arzların 20 günlük Kümülatif Anormal Getirilerin Listesi (%) (devamı)

Firmalar	TKNSA	TMSN	TSPOR	TTKOM	TTRAK	TUCLK	TUKAS	ULAS	ULUSE	ULUUN	UTPYA	UYUM	VAKKO	VANET	VESBE	VKING	YAPRK	YATAS	YAZIC	ZOREN
İlk Gün	-1.444	-1.889	-0.253	0.197	-1.453	-1.263	11.14	6.11	1.13	-1.099	-0.496	3.564	10.19	12.44	-3.406	2.904	14	-6.065	-1.89	7.592
1. Gün	-1.85	-2.346	0.342	-0.977	-3.893	9.44	14.33	28.53	1.311	-7.437	-2.428	-2.822	-1.484	23.64	-5.57	-10.14	14.31	-14.44	-2.132	32.96
2. Gün	-4.644	-3.425	-1.639	-2.199	-7.158	3.662	20.32	45.6	1.657	-12.1	-3.942	-4.972	-3.453	41.67	-5.624	-10.86	12.38	-22.24	-7.472	48.95
3. Gün	-4.62	-4.043	-2.689	-3.162	-9.455	1.407	19.26	55.48	1.01	-7.493	-5.59	-6.307	-5.538	52.95	-6.355	-8.039	14.53	-25.87	-5.398	49.71
4. Gün	-4.661	-4.409	-3.98	-3.267	-15.93	5.779	18.37	47.48	1.253	-9.21	-8.233	-8.547	-10.95	41.29	-8.347	1.659	12.44	-23.27	-12.57	38.59
5. Gün	-1.222	-5.392	-5.151	-1.1	-12.23	3.358	16.04	34.45	0.135	-10.62	6.662	-2.457	-10.53	42.45	-11.89	2.388	9.212	-24.35	-22.14	35.27
6. Gün	-0.497	-5.38	-5.258	1.539	-14.53	1.801	15.31	18.63	0.31	-12.52	3.235	-4.144	-13.35	41.34	-12.79	-16.8	6.323	-28.78	-25.76	33.08
7. Gün	-1.197	-4.589	-6.973	0.171	-17.47	2.187	15.3	14.86	0.868	-11.96	2.353	-6.472	-18.59	42.54	-14.12	-16.03	6.638	-28.95	-31.57	32.5
8. Gün	-1.778	-6.538	-9.441	0.111	-16.89	2.423	15.99	2.101	0.572	-10.73	-0.414	-8.224	-18.76	36.54	-15.19	-18.87	10.6	-17.16	-38.44	30.1
9. Gün	-2.759	-6.605	-12.26	0.551	-18.7	-0.304	15.9	-4.251	0.983	-11.36	-0.859	-9.057	-18.06	39.34	-15.09	-19.76	11.45	-22.76	-43.15	29.3
10. Gün	-2.889	-6.035	-14.57	3.484	-18.81	-2.023	14.4	-10.45	-9.784	-1.672	-3.793	-11.17	-14.49	36.22	-13.5	-20.87	26.39	-25.81	-46.4	30.63
11. Gün	-4.175	-7.059	-19.83	1.847	-18.49	-1.369	21.34	-5.604	-5.159	-5.032	-4.84	-12.07	-18.21	33.2	-12.93	-27.63	18.5	-28.25	-46.77	29.9
12. Gün	-4.448	-7.423	-21.62	0.771	-17.76	-2.998	22.12	-10.02	-4.591	-2.997	-5.087	-13.08	-14.79	26.95	-13.27	-31.09	14.75	-30.7	-45.47	31.27
13. Gün	-3.825	-11.23	-21.63	0.852	-19.33	-3.791	18.14	-13.65	-4.8	-3.53	-3.933	-12.18	-17.61	29.06	-12.82	-24.78	13.76	-28.59	-38.39	31.05
14. Gün	-4.556	-11.32	-15.11	0.591	-18.87	-3.856	18.21	-15.51	-4.486	-5.094	-4.007	-9.842	-18.24	30.3	-12.96	-26.26	16.19	-29.51	-39.22	30.67
15. Gün	-5.016	-12.06	-10.1	1.891	-20.04	-4.901	18.07	-14.74	-4.056	-4.229	-1.184	-12.26	-18.82	27.41	-14.61	-31.13	13.85	-30.51	-49.78	28.9
16. Gün	-5.582	-12.62	-6.477	2.374	-19.71	-5.082	20.35	-17.61	-2.765	-4.617	-1.953	-12.28	-20.3	22.47	-17.96	-31.27	13.11	-31.75	-49.52	27.39
17. Gün	-5.602	-13.56	-4.857	2.118	-20.9	-4.483	19.86	-20.42	-2.102	-1.918	-3.05	-10.45	-19.27	18.26	-13.01	-31.08	14.68	-29.99	-52.14	27.32
18. Gün	-5.957	-12.61	-6.477	1.43	-22.64	-4.475	18.5	-23.83	-1.167	-4.51	-3.203	-8.791	-16.38	13.88	-13.24	-29.93	15.3	-28.62	-50.28	28.34
19. Gün	-5.603	-11.5	-7.406	0.723	-21.85	-2.681	18.4	-20.95	-0.462	-5.803	2.805	-8.465	-16.98	12.93	-14.62	-30.79	14.45	-26.25	-44.78	27.85
20. Gün	-5.829	-13.47	-8.074	1.627	-21.89	-1.093	15.41	-22.89	-2.428	-5.674	1.18	-7.991	-17.76	5.057	-14.06	-32.75	13.85	-25.26	-46.27	31.01

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad : İbrahim Korkmaz KAHRAMAN

Doğum Tarihi : 05.01.1990

Doğum Yeri : Anamur / MERSİN

EĞİTİM BİLGİLERİ

2004-2008 Anamur Anadolu Lisesi

2008-2012 Pamukkale Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Denizli

2012-2016 Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı,
Muhasebe ve Finansman Yüksek Lisans, Denizli