

T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



**DÖNEMSEL HALKA ARZLARDA ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ
VE HALKA ARZ YÖNTEMİNİN KISA VE UZUN DÖNEM
HİSSE SENEDİ FİYAT PERFORMANSINA ETKİSİ :
BORSA İSTANBUL UYGULAMASI**

DOKTORA TEZİ

Mustafa ÖZYEŞİL

**İŞLETME ANA BİLİM DALI
İŞLETME DOKTORA PROGRAMI**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI

MAYIS, 2018

T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



**DÖNEMSEL HALKA ARZLARDA ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ
VE HALKA ARZ YÖNTEMİNİN KISA VE UZUN DÖNEM
HİSSE SENEDİ FİYAT PERFORMANSINA ETKİSİ :
BORSA İSTANBUL UYGULAMASI**

DOKTORA TEZİ

**Mustafa ÖZYEŞİL
(Y1212.640045)**

**İşletme Bilim Dalı
İşletme Doktora Programı**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI

Mayıs, 2018



17/05/2018

T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
DOKTORA TEZ ONAY BELGESİ

Enstitümüz İşletme Ana Bilim Dalı, İşletme Doktora Programı Y1212.640045 numaralı öğrencisi Mustafa ÖZYEŞİL'in "DÖNEMSEL HALKA ARZLARDA ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ VE HALKA ARZ YÖNTEMİNİN KISA VE UZUN DÖNEM HİSSE SENEDİ FİYAT PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI" adlı doktora tez çalışması Enstitümüz Yönetim Kurulunun 16/04/2018 tarih ve 2018/11 sayılı kararı ile oluşturulan jüri tarafından ile Doktora tezi olarak edilmiştir.

	Unvan- Ad-Soyad	İmza
Danışman	Prof. Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI	
Üye (TİK)	Prof. Dr. Gülümser ÜNKAYA	
Üye (TİK)	Prof. Dr. Salih GÜNEY	
Üye	Prof. Dr. Salih DURER	
Üye	Prof. Dr. Fatma PAMUKÇU	

Tezin Savunulduğu Tarih :17/05/2018

Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Prof. Dr. Özer KANBUROĞLU

Enstitü Müdür Vekili

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “Dönemsel Halka Arzlarda Şirket Büyüklüğü ve Halka Arz Yönteminin Kısa ve Uzun Dönem Hisse Senedi Fiyat Performansına Etkisi : Borsa İstanbul Uygulaması” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim. (27/04/2018)

Mustafa ÖZYEŞİL



ÖNSÖZ

Sürekli değişen dinamik yapısı, artan hacim ve çeşitlilikteki finansal enstrümanları, goballeşmenin etkisi ve sermayenin artan mobilitesi nedeniyle sermaye piyasaları yatırım evreni günümüzde çok daha karmaşık yapı arz etmektedir. Dünya'nın herhangi bir yerinde meydana gelen bir gelişmenin diğer ülkeleri de anlık denebilecek zaman dilimlerinde etkileyebilmesi sonucunda yatırımcıların risk algısı yükselmiş, finansal literatürde risk ve getiri birlikte anılır hale gelmiştir. Bu nedenle etkin ve gelişmiş bir sermaye piyasasının temini için sermaye piyasalarında faaliyet gösteren tüm kurum ve kuruluşların yatırımcı güvenini sağlaması gerekmektedir. Yatırımcıların güven unsuru ise yaptıkları yatırım sonucunda orta ve uzun vadede sürdürülebilir getiri sağlamalarına dayanmaktadır. Sonuç olarak bu çalışmada, yatırımcıların ilk halka arzdan sonraki dönemlerde yapılan halka arzlardan hisse senedi almaları durumunda kısa ve uzun dönemde elde edecekleri getiriler sorgulanmış ve yatırımcıların sermaye piyasasında öz kaynak finansman yöntemini tercih etmeleri üzerinde etkili olan faktörler incelenmiştir. Çalışmanın başından itibaren tezin şekillenmesinde, kontrolünde ve analizlerin gerçekleştirilip yorumlanmasında her zaman desteğini benden esirgemeyen, ilgi ve anlayışıyla yanımda olan ve her aşamada sihirli dokunuşlarıyla bana yol gösteren değerli tez danışmanım Sayın Prof.Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI'ya, Çalışmam süresince benden desteklerini esirgemeyen değerli hocalarım Sayın Prof.Dr. Gülümser ÜNKAYA ve Prof.Dr. Salih GÜNEY'e Her zaman maddi ve manevi desteklerini benden esirgemeyen, bu zorlu süreçte sürekli beni motive eden ve yanımda olan biricik annem Süheyla ÖZYEŞİL'e, biricik abilerim Ahmet ÖZYEŞİL ve Mehmet ÖZYEŞİL'e Emsalsiz destek ve yardımları için arkadaşım Sayın Havane TEMBELO'ya Doktora eğitimi süresince değerli yönlendirmeleri için İstanbul Aydın Üniversitesi'nin tüm saygıdeğer öğretim üyeleri ve çalışanlarına en derin şükran ve minnet duygularıyla teşekkürü bir borç bilirim.

Mavıs, 2018

Mustafa ÖZYEŞİL



Biricik Dayım Yasin Yücel BAKYAL'a

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR.....	xi
ÇİZELGE LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİL LİSTESİ.....	xvii
ÖZET.....	xix
ABSTRACT.....	xxi
1. GİRİŞ.....	1
2. FİNANSAL SİSTEM ve PİYASALAR.....	7
2.1 Finansal Sistem Kavramı ve Genel Tanımlar.....	7
2.2 Finansal Piyasalar.....	10
2.2.1 Finansal piyasaların fonksiyonları.....	11
2.2.2 Finansal piyasaların sınıflandırılması.....	13
3. FİRMALARIN FİNANSAL YAPI TERCİHLERİ.....	23
3.1 Firmaların Finansman Kaynakları ve Finansman Yöntemleri.....	24
3.2 Firmaların Finansman Kararlarını ve Yöntemlerini Etkileyen Faktörler.....	27
3.2.1 Firmanın niteliği.....	27
3.2.2 Firmanın hukuki yapısı.....	29
3.2.3 Firmanın yaşı.....	29
3.2.4 Firmanın kurumsallık derecesi.....	30
3.2.5 Firmanın gerçekleştireceği yatırımların büyüklüğü.....	31
3.2.6 Firmanın faaliyette bulunduğu sektör.....	31
3.3 Finansman Kararlarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi.....	32
3.4 Firmaların Finansal Yapılarında Borç ve Öz kaynak Tercihi.....	34
4. HALKA ARZ.....	43
4.1 Halka Arz Kavramı.....	43
4.2 Halka Arz Karar Dinamikleri.....	45
4.2.1 Halka arzı gerçekleştirme kararı.....	46
4.2.2 Halka arzın zamanlaması kararı.....	48
4.3 İlk Halka Arzların Katkıları ve Maliyeti.....	49
4.4 Halka Arz Süreci.....	52
4.4.1 Halka arzda hazırlık süreci.....	53
4.4.2 Halka arzda fiyatlama ve fiyatlamayı etkileyen faktörler.....	57
4.4.3 Türkiye'de halka arzlarda uygulanan başvuru süreci.....	59
4.5 Halka Arzda Taraflar.....	60
4.6 Halka Arz Yöntemleri.....	61
4.6.1 Mevcut payların halka arzı.....	62
4.6.2 Sermaye Artırımı.....	63
4.6.3 Mevcut payların halka arzı yöntemi ve sermaye artırımı yöntemlerinin birlikte kullanılması.....	65
4.7 Halka Arzda Satış Yöntemleri.....	65
4.7.1 Talep toplama yöntemi.....	66

	<u>Sayfa</u>
4.7.2 Borsada satış yöntemi.....	66
4.7.3 Talep toplamadan yapılan satış yöntemi.....	67
4.8 İlk Halka Arzda Görülen Fiyat Anomalileri.....	67
4.8.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi.....	67
4.8.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi.....	69
5. DÖNEMSEL HALKA ARZ.....	71
5.1 Dönemsel Halka Arz Kavramı.....	72
5.2 Dönemsel Halka Arz Karar Dinamikleri.....	73
5.2.1 Sermaye gereksinimi.....	73
5.2.2 Bilgi asimetrisi ve piyasa zamanlaması.....	74
5.3 Dönemsel Halka Arzların Katkıları ve Maliyeti.....	75
5.4 Dönemsel Halka Arz Süreci.....	77
5.4.1 Dönemsel halka arzda hazırlık süreci.....	77
5.4.2 Türkiye'de dönemsel halka arzlarda uygulanan başvuru süreci...79	79
5.5 Dönemsel Halka Arzda Taraflar.....	80
5.6 Dönemsel Halka Arz Yöntemleri.....	81
5.6.1 Bedelsiz sermaye artırımı.....	82
5.6.2 Bedelli sermaye artırımı.....	82
5.7 Dönemsel Halka Arzda Görülen Fiyat Anomalileri.....	83
5.7.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi.....	83
5.7.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi.....	84
6. İLK VE DÖNEMSEL HALKA ARZLAR İLE İLGİLİ LİTERATÜR ÇALIŞMASI....	85
6.1 İlk Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Uluslararası Çalışmalar.....	85
6.1.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili yapılan Çalışmalar.....	85
6.1.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar.....	94
6.2 İlk Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Ulusal Çalışmalar.....	97
6.3 Dönemsel Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Uluslararası Çalışmalar.....	105
6.3.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar.....	105
6.3.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar.....	119
6.4 Dönemsel Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Ulusal çalışmalar.....	135
7. AMPİRİK ÇALIŞMA DİZAYNI.....	139
7.1 Çalışmada İncelenen Sorunsallar.....	139
7.2 Veri ve Örneklemenin Oluşturulması.....	140
7.3 Metodoloji.....	141
7.3.1 Hisse senetlerinin ham getirisinin hesaplanması.....	142
7.3.2 Piyasa getirisinin hesaplanması.....	143
7.3.3 Hisse senetlerinin anormal getirilerinin hesaplanması.....	144

7.3.4 Hisse senetlerinin ortalama anormal getirilerinin hesaplanması.....	144
7.3.5 Hisse senetlerinin birikimli anormal getirilerinin hesaplanması.....	146
7.3.6 Hisse senetlerinin bileşik anormal getirilerinin hesaplanması...	147
7.3.7 Hisse senetlerinin ortalama bileşik anormal getirilerinin hesaplanması.....	147
7.4 Uygulama Sonuçları.....	149
7.4.1 Dönemsel halka arzların kısa dönem fiyat performans analizi (2010 - 2015).....	149
7.4.2 Dönemsel halka arzların yıl ve sektör bazında kısa dönem fiyat performans analizi (2010 - 2015).....	152
7.4.3 Dönemsel halka arzların uzun dönem fiyat performans analizi (2010 - 2015).....	181
7.4.4 Benzer firma (peer group) analizi.....	203
7.4.5 Hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının belirleyicileri.....	207
7.4.6 Hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının belirleyicileri.....	236
7.5 Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Anomalileri ve Belirleyici Faktörlerine İlişkin Yapılan Analizlerin Sonuçları.....	248
8. SONUÇ, GENEL DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER.....	255
8.1 Sonuç ve Genel Değerlendirme.....	255
8.2 Öneriler.....	260
KAYNAKLAR.....	263
EKLER.....	275
ÖZGEÇMİŞ.....	283

KISALTMALAR

BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
KURUL	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
OECD	: Organisation for Economic Co - Operation and Development - Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations - ABD'de Faaliyet Gösteren Tezgahüstü Piyasa
SEC	: Security Exchange Commission - ABD Sermaye Piyasalarının Düzenleyici Kuruluşu
IPO	: Initial Public Offering - İlk Halka Arz
SEO	: Seasoned Equity Offering - Dönemsel Halka Arz
IR	: Investor Relations - Yatırımcı İlişkileri
PR	: Public Relations - Halkla İlişkiler
PD / DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Kuruluşu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları



ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 2.1: Ekonomik Kesim.....	8
Çizelge 3.1: Öz Sermaye ve Borç Kullanımı Arasındaki Farklar.....	39
Çizelge 4.1: Ülke Bazında Borsada Yer Alan Şirket Sayıları	45
Çizelge 4.2: Türkiye’de Yıllar İtibariyle Aracı Kuruluşlar (Milyar TL).....	55
Çizelge 4.3: Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem ile Bağımsız Denetim Çalışmasının Kapsamı.....	56
Çizelge 4.4: Türkiye’de Gerçekleşen İlk Halka Arzların Yıllar İtibariyle Halka Arz Metoduna Göre Sayısı.....	62
Çizelge 7.1: Yıllar İtibariyle Gerçekleştirilen Dönemsel Halka Arzlar.....	141
Çizelge 7.2: Yöntem ve Yıllar Bazında Dönemsel Halka Arzlar.....	142
Çizelge 7.3: Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	149
Çizelge 7.4: Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	150
Çizelge 7.5: Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	151
Çizelge 7.6: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	152
Çizelge 7.7: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	153
Çizelge 7.8: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	153
Çizelge 7.9: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	154
Çizelge 7.10: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	154
Çizelge 7.11: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları.....	155
Çizelge 7.12: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları..	155
Çizelge 7.13: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları..	156
Çizelge 7.14: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları..	157
Çizelge 7.15: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları..	157
Çizelge 7.16: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları..	158
Çizelge 7.17: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	159
Çizelge 7.18: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	160

Sayfa

Çizelge 7.19: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	161
Çizelge 7.20: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	162
Çizelge 7.21: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	163
Çizelge 7.22: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları.....	163
Çizelge 7.23: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları...	164
Çizelge 7.24: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları....	165
Çizelge 7.25: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları..	166
Çizelge 7.26: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları..	166
Çizelge 7.27: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları...	167
Çizelge 7.28: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	168
Çizelge 7.29: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	170
Çizelge 7.30: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	171
Çizelge 7.31: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	172
Çizelge 7.32: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	173
Çizelge 7.33: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	174
Çizelge 7.34: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	175
Çizelge 7.35: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	176
Çizelge 7.36: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	177
Çizelge 7.37: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	179
Çizelge 7.38: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları.....	180
Çizelge 7.39: Hisse Senetlerinin 36 Aylık Fiyat Performansları.....	182
Çizelge 7.40: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	184

Çizelge 7.41: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	186
Çizelge 7.42: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	188
Çizelge 7.43: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	190
Çizelge 7.44: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	192
Çizelge 7.45: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	194
Çizelge 7.46: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Mali Sektörde Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	196
Çizelge 7.47: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Hizmetler Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	198
Çizelge 7.48: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve İnşaat Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	200
Çizelge 7.49: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları.....	202
Çizelge 7.50: Peer Grup Analizi Sonuçları.....	204
Çizelge 7.51: 2010-2014 Döneminde Dönemsel Olarak Halka Arz Yapıp Yapmamanın Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları Üzerindeki Etkileri.....	206
Çizelge 7.52: İlk Gün Fiyat Performansı Analizi Sonuçları.....	213
Çizelge 7.53: İlk Üç Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	217
Çizelge 7.54: İlk Üç Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları(Bağımlı Değişken CAR).....	219
Çizelge 7.55: Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	224
Çizelge 7.56: Panel Nedensellik Testi Sonuçları.....	226
Çizelge 7.57: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	228
Çizelge 7.58: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	228

Çizelge 7.59: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	229
Çizelge 7.60: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	230
Çizelge 7.61: İlk Yedi Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	231
Çizelge 7.62: İlk Yedi Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	234
Çizelge 7.63: Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	237
Çizelge 7.64: Panel Nedensellik Testi Sonuçları.....	239
Çizelge 7.65: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	239
Çizelge 7.66: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	240
Çizelge 7.67: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	241
Çizelge 7.68: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	241
Çizelge 7.69: İlk 36 Aylık Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR).....	243
Çizelge 7.70: İlk 36 Aylık Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR).....	246
Çizelge 7.71: Hisse Senedi Kısa Dönem Fiyat Belirleyicileri.....	252
Çizelge 7.72: Hisse Senedi Uzun Dönem Fiyat Belirleyicileri.....	254

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa

Şekil 2. 1: Finansal Sistemin Şeması.....	9
Şekil 2. 2: Dolaylı ve Dolaysız Finansal Süreç.....	11
Şekil 3. 1: Firmalarda Finansal Yönetimin Kapsamı	26





DÖNEMSEL HALKA ARZLARDA ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ VE HALKA ARZ YÖNTEMİNİN KISA VE UZUN DÖNEM HİSSE SENEDİ FİYAT PERFORMANSINA ETKİSİ : BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da 2010 – 2015 döneminde dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş firmaların hisse senetlerinin halka arz sonrası kısa ve uzun dönem fiyat performansını tespit etmek ve söz konusu performans üzerinde başta şirket büyüklüğü ve halka arz yöntemi olmak üzere etkili olan diğer belirleyici faktörlerin analizini gerçekleştirmektir. Çalışmada hisse senetlerinin fiyat performansı ile ilgili olarak, kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) ve uzun dönem düşük performans (underperformance) anomalilerin varlığı incelenmiştir.

Hisse senetlerinin düzeltilmiş getirileri baz alınarak yapılan t-testi sonuçlarına göre; inceleme döneminde Borsa İstanbul'da kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi tam olarak teyit edilememiştir. Sadece yıl bazında 2011 ile 2015 yıllarında ve sektör bazında ise sanayi sektörü hisse senetlerinde düşük fiyatlama anomalisi istatistiki açıdan teyit edilebilmiştir. Diğer bir ifadeyle yatırımcıların, sanayi sektöründe yer alan firmalar tarafından gerçekleştirilen 2011 ve 2015 yıllarına ait dönemsel halka arzlardan hisse senedi almaları durumunda, kısa dönemde anormal getiri elde etmeleri mümkündür. Uzun dönem düşük performans anomalisi ise inceleme dönemindeki tüm yıllar ve sektör bazında teyit edilmiştir. Dönemsel halka arzın gerçekleştiği tarihte hisse senedini alıp, arzdan sonraki ilk 36 ay boyunca elinde tutan bir yatırımcının getirisi; piyasanın (Bist 100 Ulusal Endeksi) ve benzer firmaların (şirket büyüklüğü ile PD / DD çarpanına göre örneklemdeki firmalarla eşleşen dönemsel halka arzı gerçekleştirmemiş firmalar) hisse senedi getirileriyle kıyaslandığında çok daha düşük kalmaktadır. Hatta yapılan uzun dönem için yapılan analizlerde yatırımcının ham, anormal ve kümülatif anormal getirilerinin sürekli negatif çıktığı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular istatistiki açıdan anlamlı olup, literatürde yer alan önceki çalışmaların sonuçlarıyla da uyumludur.

Çalışmada ayrıca hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansı üzerinde etkili olan faktörler incelenmiştir. Panel regresyon analizi yapılarak hisse senedi fiyat belirleyicileri tespit edilmeye çalışılmıştır. Hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat belirleyicileri olarak; Hisse Senedi Fiyatı, Halka Arz Adedi, Firma Büyüklüğü, Halka Arz Yöntemi, İşlem Hacmi, Fark, Kaldıraç Oranı, Sermaye Artırım Oranı, PD / DD ve Volatilité olmak üzere 9 bağımsız değişkenin etkisi analiz edilmiştir. Kaldıraç oranı, sermaye artırım oranı ve bedelli sermaye artırım yöntemi değişkenlerinin kısa dönem içindeki tüm zaman dilimlerinde hisse senedi fiyat performansına etkisi pozitif olarak tespit

edilirken, PD / DD ve tahsisli sermaye artırım yöntemi değişkenlerinin ise negatif olarak tespit edilmiştir. Diğer değişkenlerin ise seçilen kısa dönem zaman dilimine bağlı olarak hisse senedi fiyat performansı üzerindeki etkisi pozitif veya negatif olmaktadır. Uzun dönemde ise kaldıraç oranındaki değişim, halka arzın tahsisli sermaye artırımını şeklinde yapılması ve işlem hacmi değişkenlerinin hisse fiyat performansı üzerindeki etkisi pozitif iken diğer tüm değişkenlerin hisse senedi fiyat performansına etkisi negatif olarak tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler : *Halka Arz, Dönemsel Halka Arz, Düşük Fiyatlama, Düşük Performans, Fiyat Anomalileri.*



EFFECTS OF COMPANY SIZE AND ISSUE METHOD ON THE PRICE PERFORMANCE OF THE STOCKS ISSUED THROUGH SEASONED EQUITY OFFERINGS FOR LONG AND SHORT TERM : EVIDENCE FROM BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

The main objective of this study is to determine the short and long term price performance of the stocks issued by the companies through seasoned equity offerings for the period of 2010-2015 in Borsa İstanbul and find out determinant factors on the short and long term price anomalies. In the study, in order to evaluate price performance of stocks, short-term underpricing anomaly and long-term underperformance anomaly were examined.

According to the t-test results based on adjusted returns of equities, the short term underpricing anomaly can not be fully confirmed in Borsa İstanbul during the analysis period. It has been confirmed statistically only in 2011 and 2015 years and in the stocks of industrial sector. In other words, it is possible for investors to obtain abnormal returns in the short term if they purchase shares from the seasoned equity offerings for 2011 and 2015 carried out by companies in the industry sector. Long-term underperformance anomaly has been confirmed for all years and all sectoral basis analysis during the review period. Through the buy and hold investment strategy methodology, we observed that the returns of the investors bought stocks and hold them for the 36 months have a significantly lower returns when compared to market returns (Bist 100 index) and peer group companies that match sample firms in terms of asset size and M/B ratio. Also based on the findings of long term analysis, returns of investors for the long – run has been observed as negative. Obtained findings statistically significant and consistent with the results in previous literature.

In addition to this, in the study the determinants of price performance of stocks were analyzed both for the short and long term. Panel regression analysis was conducted in order to find out effect of selected variables. Determinants that considered as independent variables in study include; Stock Price, Number of Public Offerings, Company Size, Public Offering Method, Transaction Volume, Difference, Leverage Ratio, Capital Increase Rate, M / B ratio and Volatility. For all time periods of the short term; we observed that the variables cover leverage ratio change, capital increase rate and the capital increase performed without restriction of subscription rights (public placement) have positive effect on share price performance while other variables such as M / B ratio and capital increase in the form of private offerings (private placement) have a negative impact.

The other variables have positive or negative effect depending on the selected short-term time period. In the long run; the effect of variables like the leverage ratio change, capital increase in the form of private offerings (private

placement) and transaction volume have a positive effect on the share price performance whereas the effect of the other variables on the share price performance is negative.

Keywords : *Initial Public Offering (IPO), Seasoned Equity Offerings (SEO), Underpricing, Underperformance, Price Anomalies.*



1. GİRİŞ

Günümüz rekabet dünyasında işletmelerin en temel amacı sürdürülebilir varlık olabilmektir. Bu amacı sağlamak amacıyla işletmeler en verimli ve etkin faaliyetleri yürütmek zorundadırlar. İşletmelerin faaliyetlerinin verimliliği kadar bu faaliyetleri yerine getirmek için kullandığı finansman politikasının da etkin ve verimli olması gerekmektedir. Çünkü firmaların sürdürülebilirliği hem operasyonel hem de finansal kabiliyetine bağlı olacaktır.

Firmalar, faaliyetlerini finanse etmek amacıyla bir takım finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu finansal kaynaklar firma sahipleri veya ortakları tarafından veriliyorsa iç kaynaklar, firmanın dışındaki kişi ve kuruluşlardan elde ediliyorsa dış kaynaklar adını almaktadır. Firmaların ilk olarak kuruluş aşamasında ve daha sonraki dönemlerde faaliyetlerinin devamı ve/veya büyüme amacıyla finansman kaynağına ihtiyaç duyduğu görülmektedir. Genel olarak, firmaların kuruluş aşamasında iç kaynaklara başvurduğu görülürken faaliyetlerinin devamında büyüme finansmanı olarak dış kaynakları seçtikleri görülmektedir.

Firmaların dış kaynak finansmanı, banka ile diğer finansal kuruluşlardan aldığı borç veya yeni ortaklar elde etmesiyle gerçekleşmektedir. Firmaların yeni ortak bulma yoluyla gerçekleştirdiği finansmana ise öz kaynak yöntemiyle finansman denmektedir. Firmaların borçla ve öz kaynakla finansman yöntemleri arasında seçim yapmasını sağlayacak; firma yaşı, finansman ihtiyacı büyüklüğü, firmanın organizasyon ve hukuki yapısı gibi birçok faktör söz konusudur. Borçla finansman, artan kaldıraç oranı nedeniyle firmanın finansal risk derecesini artırmakla birlikte aynı zamanda yüksek kaldıraç, borcun vergi avantajı sayesinde daha yüksek hisse başına kazanç anlamına gelmektedir. Borçla finansmanda borç veren kreditorler yönetime müdahale edemezler sadece firmanın alacaklısı konumundadırlar ve firmanın bunlara anapara ve faiz olmak üzere bir geri ödeme taahhüdü bulunmaktadır. Öz kaynak

yönteminde ise firmanın belirli bir vade sonunda geri ödemekle yükümlü olduğu borç söz konusu değildir. Ancak bu yöntemde firma belli bir oranda yönetimi paylaşmak durumunda kalmaktadır. Firma yönetimi her iki yöntemin avantaj ve dezavantajlarını dikkate alarak en uygun seçimi yapmak durumundadır.

Firmaların yukarıda bahsedilen finansman kaynaklarına erişim sağladığı piyasalara finansal piyasalar adı verilmektedir. Finansal piyasalar, özellikle özel sektörün gerek kuruluşta gerekse büyüme faaliyetlerinde ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarına erişim açısından kritik bir görev arz etmektedirler. Fon arz ve talebinin bir araya geldiği piyasa olan finansal piyasalar; bir ekonomide tasarrufların, firmaların ihtiyaç duyduğu yatırımlara dönüşmesini sağlamaktadırlar. Bu nedenle firmaların dış kaynaklara erişimi finansal piyasaların varlığıyla ilgilidir. Bir ülkedeki finansal piyasaların derinliği ve ürünlerinin çeşitliliği firmaların finansman kaynaklarına erişimini daha kolay ve ucuz hale getirmek suretiyle firmaların sermaye maliyetini düşürmektedir. Bu sayede firmalar daha çok yatırım yapabilmekte ve ülkelerin ekonomik büyümesi ivme kazanabilmektedir.

Finansal piyasalar transfere konu olan fonların kısa ve uzun vadeli olmasına bağlı olarak para ve sermaye piyasaları şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Para piyasaları kısa vadeli fon arz ve talebinin bir araya geldiği piyasalar, sermaye piyasaları ise uzun vadeli fon arz ve talebinin bir araya geldiği piyasalar olarak sınıflanmaktadır. Ticari bankaların verdiği kredi para piyasasına, hisse senedi ve tahvil borsaları ise sermaye piyasasına örnek teşkil etmektedir. Firmalar sermaye piyasalarında tahvil ihraç etmek suretiyle borçla finansmanı veya hisse senetlerini ihraç ederek öz kaynak finansmanını tercih edebilirler.

Firmaların hisse senetlerini ihraç ederek yeni ortak bulmalarına halka arz denmektedir. Firmanın hisse senetlerini ilk kez ihraç etmesine ilk halka arz, ilk halka arz sonrasındaki dönemlerde gerçekleştirilen hisse senedi ihracına ise dönemsel halka arz denmektedir.

Bu çalışmanın amacı, sermaye piyasalarında öz kaynak finansman yöntemlerinden biri olan dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların, halka arz sonrası kısa ve uzun vadede hisse senedi fiyat performansını ve bu

performansın belirleyicilerini incelemektir. Bu amaçla 2010 – 2015 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören 58 firmanın gerçekleştirdiği 79 dönemsel halka arz incelenmiş, arz sonrası kısa ve uzun dönem hisse senedi fiyat performansı analiz edilmiştir. Bu doğrultuda dönemsel halka arzlarda halka arz sonrası görülen kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) ve uzun dönem düşük performans (underperformance) anomalilerin varlığının analiz döneminde BIST'da geçerli olup olmadığı gözlemlenmiş ve bu anomalilerin üzerinde özellikle şirket büyüklüğü ve halka arz yöntemi başta olmak üzere diğer yöntemlerin etkileri araştırılmıştır.

6 bölümden oluşan çalışmanın;

İkinci bölümünde; finansal sistem ve finansal piyasa kavramları ele alınmış, finansal piyasanın tanımı, özellikleri ile fonksiyonları anlatılmış ve finansal piyasa türleri olarak para ve sermaye piyasası ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Üçüncü bölümünde; firmaların finansman yöntemleri ve bunları etkileyen faktörler incelenmiştir. Finansman yöntemleri olarak borç ve öz kaynak yöntemleri ayrıntılı olarak incelenmiş ve firmaların bu yöntemler arasında seçim yapmasında etkili olan faktörler izah edilmiştir.

Dördüncü bölümünde; halka arz kavramı ele alınmıştır. Halka arzın tanımı, süreci, avantaj ve dezavantajları, tarafları, firmaları halka arza yönlendiren itici faktörler, halka süreci ve halka arzda görülen anomaliler incelenmiştir.

Beşinci bölümde; ilk halka arzı gerçekleştiren firmaların ek finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla izleyen dönemlerde gerçekleştirdikleri halka arz olan dönemsel halka arzlar incelenmiştir. Dönemsel halka arzın kavramsal çerçevesi, süreci, tarafları, avantaj ve dezavantajları, başvuru süreci ve dönemsel halka arzda görülen anomaliler araştırılmıştır.

Altıncı bölümde; ilk ve dönemsel halka arzda görülen fiyat anomalileri ile ilgili yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalar incelenmiştir. Bu bölümde düşük fiyatlama ve düşük performans anomalileri ile ilgili yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalara ait özet bilgilere ve yapılan çalışmaların sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Yedinci bölümde; çalışmanın ana ve alt problemlerine yönelik uygulama çalışması yer almaktadır. Çalışmanın ana konusu, analiz dönemi olan 2010 – 2015 döneminde BIST’da gerçekleşen dönemsel halka arzlarda görülen kısa ve uzun dönem fiyat anomalileri ve bunlara neden olan faktörlerin incelenmesidir.



Araştırmanın Önemi

Dönemsel halka arzlar ile ilgili literatürde birçok çalışma yer almaktadır. Çalışmaların büyük çoğunluğu uluslararası literatüre aittir. Dönemsel halka arzlarla ilişkin çalışmalar ülkemizde çok az sayıda olup ağırlıklı olarak dönemsel halka arzların uzun dönem fiyat performansı üzerinde durulmuştur. Kısa dönem fiyat performansı söz konusu analizlerde pek dikkate alınmamıştır. Ayrıca fiyat performansı analizi yapan çalışmalarda da sadece fiyat performansı analiz edilmiş, söz konusu performansla etki eden faktörler analize dahil edilmemiştir. Bununla birlikte literatürde dönemsel halka arzlarla ilgili etkisi anomalisini konu edinen az sayıda çalışma mevcuttur.

Ulusal literatürdeki söz konusu eksikliği gidermek amacıyla;

- Dönemsel halka arzların hem kısa hem de uzun dönem fiyat performansları incelenerek, yatırımcıların hisse senetlerini dönemsel ihraçtan almaları durumunda kısa ve uzun vadede artık / anormal / piyasa üstü bir getiri elde edemeyecekleri analiz edilmiş,
- Dönemsel halka arz yapan firmaların hisse senetlerinin getirisi; aktif büyüklüğü ve PD / DD kriterlerine göre kendileriyle eşleşen (peer groups) ancak dönemsel halka arz yapmamış firmaların hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi ile karşılaştırılmış ve yatırım tercihlerinde dönemsel halka arz yapmış firmaların hisse senetlerinin göreceli konumu (tercih edilme durumu) incelenmiş,
- Tespit edilen kısa ve uzun dönem fiyat performansı üzerinde etkili olan faktörler ayrıca analiz edilmiştir.

Literatürdeki eksikliği gidermeye ek olarak bu çalışmada; firmalar için halka arzdaki gelir kaybı anlamına gelen düşük fiyatlamaların varlığı, boyutu ve nedenleri incelenerek halka arzın finansman alternatifi olarak firmalar için

göreceli konumu ortaya konulmaya çalışılmıştır. Son olarak kısa ve uzun vade yatırım tercihlerinde halka arzı yapmış firmanın hisse senetlerini alan yatırımcıların ilgili vadedeki kar – zarar durumu incelenerek dönemsel halka arz yapmış firma hisse senetlerini alma kararının sonuçları yatırımcılar için değerlendirilmiştir.

Araştırmada İncelenen Alt Problemler

Çalışmada dönemsel halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performansı 2010 – 2015 dönemi için genel olarak analiz edilmiş ve elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır. Ancak elde edilen sonuçları teyit etmek ve daha ayrıntılı bir analiz yapabilmek amacıyla; söz konusu fiyat performans analizi her bir sektör ve her bir yıl için teker teker uygulanmış ve aşağıdaki sorulara yanıt aranmıştır:

- Dönemsel halka arzların sektör bazında kısa dönem ve uzun dönem fiyat performansları nedir ?
- Dönemsel halka arzların yıl bazında kısa ve uzun dönem fiyat performans durumu nedir ?

Tespit edilen fiyat performanslarının belirleyici faktörleri olarak halka arz yöntemi ve aktif büyüklüğü değişkenleri belirlenmiş ve bunların dönemsel halka arzların fiyat performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ancak dönemsel halka arzın üzerinde etkili olduğu düşünülen; halka arz fiyatı, halka arz adedi, oynaklık, işlem hacmi, fark, kaldıraç oranı, PD / DD ve sermaye artırım oranı değişkenlerinin de analize ilave edilmesiyle toplamda 9 değişkenin fiyat performansları üzerindeki etkisinin cevabı aranmıştır.

Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu çalışmada dönemsel halka arzın üzerinde etkili olan mikro faktörler incelemeye konu olmuştur. Firmaları dönemsel halka arz yapmaya iten makro faktörler analizde yer almamıştır.

2. FİNANSAL SİSTEM VE PİYASALAR

2.1 Finansal Sistem Kavramı ve Genel Tanımlar

Ülkelerin uyguladığı ekonomi politikalarının ortak amacı ekonomik kalkınmayı gerçekleştirebilmektir. Uygulanan ekonomik yöntem ne olursa olsun nihai amaç bireylerin refah düzeyini artıracak ekonomik ortamın ülke içinde inşa edilmesidir.

Ekonomik kalkınma, ekonomik büyüme kavramına göre daha geniş bir kapsama sahiptir. Ekonomik büyüme, ülkelerin gayri safi milli hasılasında belirli bir dönemde gözlemlenen reel artışı diğer bir ifadeyle sayısal iyileşmeyi ifade ederken ekonomik kalkınma söz konusu bu niceliksel artışla beraber ülkedeki sosyolojik ve kültürel faktörlerdeki niteliksel değişimleri de içermektedir (Çıkrıkçı, 2005:5).

Ekonomik kalkınma veya büyüme, ülkedeki katma değer üretecek yatırım ve üretim faaliyetleri ile gerçekleşmektedir. Üretim ve yatırım faaliyetlerinin varlığı ise, ülke ekonomisinde biriken kullanılabilir diğer bir ifadeyle ödünç verilebilir tasarruflara ve onların uygun koşul ve miktarda olmasına bağlıdır. Ekonomik kalkınmayı tetikleyecek söz konusu bu yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyulan fonlar, ülke içindeki ve dışındaki ekonomik birimlerin birikimlerinden oluşmaktadır. Fon kaynaklarının piyasada sınırlı olduğundan dolayı bu fonların her zaman asgari maliyetle elde edilmesi mümkün olmayacağından, gelişmiş, etkin bir finansal piyasaya ihtiyaç duyulmaktadır (Kanberoğlu ve Kara, 2016:310). Gelişmiş bir sermaye piyasası sayesinde sermayenin mobilitesi artacak ve fon talep edene daha çok fon sağlanması mümkün olabilecektir.

Ekonomik kesim içerisinde yatırım, üretim vb. amaçlarla fon talebinde bulunan ekonomik birimler ile söz konusu bu birimleri fonlayabilecek tasarruf sahipleri bulunmaktadır. Bir ekonomide belirli bir dönemde gelirleri harcamalarından fazla olan birimleri tasarruf sahipleri, düşük olanları ise tasarruf açığı bulunan birimler olarak tanımlamak mümkündür. İşte ekonomik kesim içinde tasarruflar, fon fazlası olan birimlerle fon ihtiyacı bulunan birimler arasında transfere konu olmaktadır.

Ekonomik faaliyet içerisinde bulunan birimler Çizelge 1.1.'de özetlenmiştir:

Çizelge 2.1: Ekonomik Kesim

EKONOMİK KESİM	
Kamu kesimi	Kamu İdareleri (Genel ve Katma Bütçeli İdareler) - Kamu Girişimleri
Özel kesim	Hane Halkı ve Tek Kişi İşletmeleri ve Şirketler
Dış Ekonomik kesim	Yurt Dışında Yerleşik Kişiler ve Yabancı Şirketler

Kaynak : Çıkrıkçı (2005:12)

Ekonomi kesimi, ülkedeki kaynakları üreten ve kullanan ekonomik birimlerin oluşturduğu kesim olarak tanımlanabilir. Finansal kesim ise finansal sistem aracılığıyla kaynakların ekonomik birimler arasında akışını sağlayan önemli bir görev üstlenmektedir.

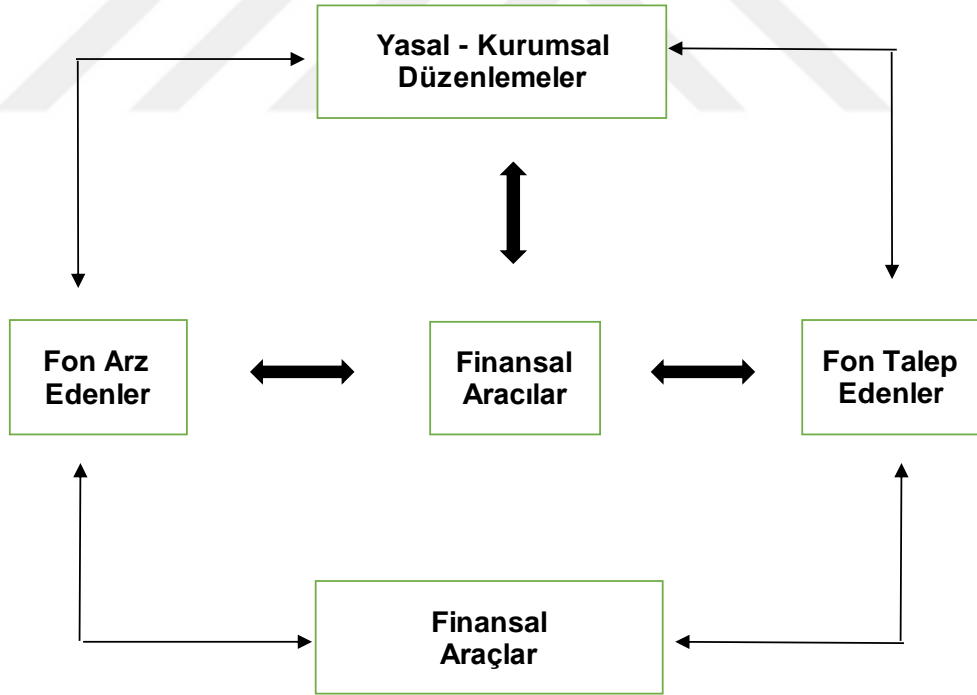
Finansal sistem; bir ülkede fon talep eden yatırım sahipleri ile fon arz eden tasarruf sahipleri ve bunlar arasında gerçekleşen fon transferlerini, fon akışını regule eden düzenleyici kurumları, fon transferinde kullanılan finansal araçları ve bunları çerçeveleyen hukuki ve idari kuralları ihtiva eden organik bir yapıdır (Gökalp, 2014:5). Bir başka ifadeyle, finansal sistem kavramı, bir ekonomideki mevcut fonların, fon arz eden tasarruf sahiplerinden fon talep eden yatırım sahiplerine doğru akışını sağlayan bir sistem veya organizasyon biçiminde tanımlanabilir. Bu organizasyon içerisindeki temel aktörler; fon arz edenler ve fon talep edenler, fon transferine aracılık eden kurumlar ile idari ve hukuki düzenleyici kuruluşlar olarak sıralanabilir.

Finansal sistemin yapısında ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte aşağıdaki temel unsurlar yer almaktadır (Çıkrıkçı, 2005:24) :

- Sisteme fon sunan tasarruf sahipleri,
- Sistemden fon kullanan yatırım sahipleri,
- Fon transferinde kullanılan ve el değiştiren belgeler (finansal araçlar),
- Sistemi düzenleyen ve fon akımında uygulanan kurallar.

Finansal sistem içerisinde yer alan tüm aktörler birbirleriyle sürekli etkileşim halindedirler. Örneğin düzenleyici kuruluşların aldığı herhangi bir karar sistemdeki diğer tüm aktörleri etkilemektedir. Diğer bir örnek olarak aracı kurumların etkin ve verimli çalışması sistemin diğer bileşenleri olan yatırımcılar ve ihraççı firmaları direkt etkilemektedir.

Finansal sistemi oluşturan unsurların birbirleriyle etkileşimi Şekil 1.1.'de gösterilmektedir.



Şekil 2.1: Finansal Sistemin Şeması

Kaynak : Afşar (2007:189)

Finansal sistem, finansal piyasaları içine alan daha geniş bir kavramsal çerçeveye sahiptir. Finansal piyasalar ise fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği yer olarak sistemin bir parçasını oluşturmaktadır.

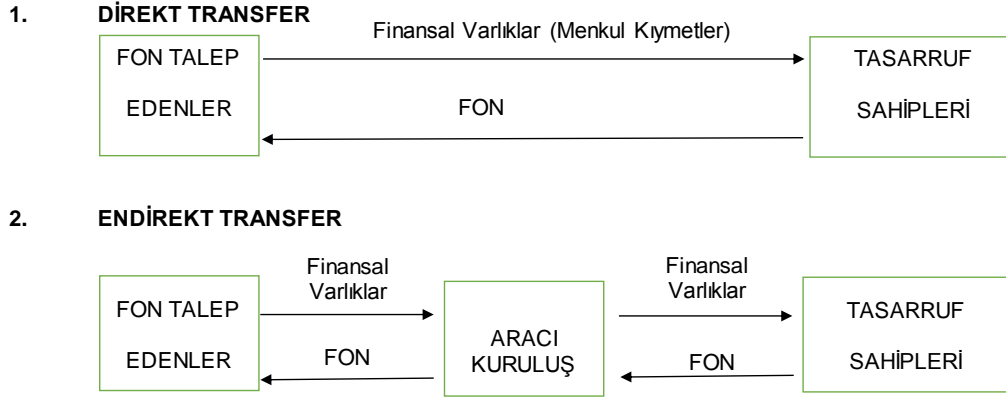
2.2 Finansal Piyasalar

En yalın ifadeyle piyasa kavramı mal ve hizmetlerin istekli ve bilinçli alıcılar ile satıcılar arasında el değiştirdiği fiziksel veya sanal yani dijital ortamlar olarak tanımlanabilir. Piyasa aslında mal ve hizmet transferinin gerçekleştiği ve fiyatın oluştuğu yer olarak da ifade edilebilir. Geleneksel piyasa kavramı, mal veya hizmetlerin arz ve talebinin karşılaştığı mübadele ortamı olarak tanımlanmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2015:2). Finansal piyasada transfere konu olan söz konusu mal ve hizmetler fon olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yönüyle finansal piyasa, ekonomideki ödünç verilebilir fonların arz ve talebinin karşılaştığı ve fiyatının oluştuğu mekan olarak tanımlanmaktadır (Çıkrıkçı, 2005:20). Bu açıdan bakıldığında finansal piyasa, finansal sistemin bir unsurunu oluşturmaktadır. Finansal piyasa kavramını var eden temel faktör fon arz ve talebinin farklı ekonomik birimler tarafından gelmesidir. Tasarruf sahibi fon arz edenler piyasaya fon sağlayarak elindeki fonu değerlendirmek suretiyle getiri elde etmeyi amaçlamaktayken fon talebinde bulunan ekonomik birimler kar beklentisiyle giriştikleri faaliyetlerini finanse etmeyi amaçlamaktadırlar. Fon arz eden tasarruf sahibinin nihai amacı verdiği fon karşılığında getirisini maksimize etmekken fon talep eden yatırım sahibi kesimi ise fon maliyetini minimize etmek istemektedir. Her iki tarafın farklı yaklaşımları sonucunda piyasada konsensüs fiyatı oluşmaktadır.

Ekonomik anlamda piyasalar, mal ve faktör piyasaları olarak sınıflanmakta olup faktör piyasası emek (iş gücü), sermaye ve doğal kaynaklardan oluşmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2015:1). Bu yönüyle finansal veya mali piyasa aslında faktör piyasasının bir alt dalı olarak da yorumlanabilir.

Finansal piyasalarda alım ve satıma konu olan finansal varlıklar, reel piyasalardaki işlemlerin parasal yönünü oluşturmaktadır (Aydın vd., 2015:40). Finansal piyasada fon transferi fon arz edenden fon talep eden birimlere doğrudan yapılabileceği gibi bu konuda uzmanlaşmış finansal kurumlar aracılığıyla da yapılabilmektedir. Fon transferinin fon arz edenden fon talep

edene aracı kullanılmaksızın yapılmasına doğrudan finansman, aracı kullanılarak yapılmasına ise dolaylı finansman adı verilmektedir. Şekil 2.2.'de doğrudan ve dolaylı finansman yöntemleri gösterilmektedir.



Şekil 2. 2: Dolaylı ve Dolaysız Finansal Süreç (Direkt ve Endirekt Finansman)

Kaynak : Brigham ve Houston (2010:7)

Doğrudan fon transferi, fon açığı olanlar ile fon fazlası olan tarafların birbirini bulması ve transfer işlemini gerçekleştirmesine dayanmaktadır. Ancak bu işlem pratikte oldukça zordur. Aracı kuruluşlar verdikleri etkin hizmet ile fon transferinde birbirini tanımayan fon arz eden ile fon talep eden tarafları bir araya getirmektedir. Fon transferi haricinde finansal aracı kuruluşların ayrıca; taraflara bilgi sağlama, vade uyumu, risk yönetimi gibi hizmetleri de söz konusudur (Karabıyık ve Anbar, 2015:4). Özellikle risk yönetimi konusunda aracı kurumların birlikte çalıştıkları yatırımcı profiline göre yatırım stratejisi belirlemeleri söz konusudur. Örneğin riskten kaçınan bir yatırımcı için daha az riskli finansal ürünleri içeren portföy önerileri geliştirmektedirler.

2.2.1 Finansal piyasaların fonksiyonları

Finansal piyasaların yerine getirdiği çeşitli fonksiyonları söz konusudur. Finansal piyasaların yerine getirdiği en temel fonksiyon, ekonomide ihtiyaç duyulan yatırımlara kaynak üretme fonksiyonudur. Finansal piyasanın bu fonksiyonu sayesinde ekonomik aktivitelerde artış ve dolayısıyla ekonomik büyüme gerçekleşmektedir.

Finansal piyasaların fonksiyonları aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Karabıyık ve Anbar, 2015:2):

- Ekonomideki fonların arz edenlerden talep edenlere doğru akışını sağlamaktadır.
- Firmalara kaynak tahsisi ile yatırımların artmasını sağlar dolayısıyla ekonomik büyümeyi canlandırır.
- Finansal araçların likiditesini ve fiyat oluşumunu sağlar.
- Riskin öngörülmesi ve riski önleyebilecek araçların geliştirilmesi aracılığıyla risk yönetimi konusunda yardımcı olmaktadır. Riskin dağıtılması amacıyla finansal araçların kullanılması risk yönetimini kolaylaştırmaktadır.

Finansal piyasalar fiyat mekanizması aracılığıyla karar alıcı konumunda olan piyasa aktörlerinin yatırım kararlarında yardımcı olur. Çünkü finansal varlık getiri ve fiyatları; hane halkına tüketim, tasarruf ve portföy kararlarında bilgi sağlamaktadır (Aras ve Müslümov, 2003:7). Örneğin piyasada işlem yapacak taraflar alım ve satım zamanlamasını varlıkların fiyatlarına göre yapacaklardır. Çünkü yatırımcılar herhangi bir varlığın fiyatının aşırı değerlendirildiğini düşündüklerinde onu portföylerinden çıkararak satmayı, aşırı ucuz olduğunu düşündüklerinde ise portföye dahil ederek almayı isteyeceklerdir. Finansal piyasanın sağladığı tarihsel fiyat bilgisi işlevi yatırımcılar için pozisyon almanın zamanlamasında kritik önem taşımaktadır.

Ekonomik açıdan bireylerin satın aldıkları mal ve hizmetlerin özellikleri hakkında bilgi sahibi oldukları varsayımına rağmen, finansal varlıklar için bunu belirtmek kolay olmayacaktır. Çünkü her yatırımcının finansal varlıkları tanıyacak ve o varlığa ait fiyat başta olmak üzere finansal bilgileri yorumlayacak teknik bilgisi yeterli düzeyde olmayabilir. Yatırımcılar finansal araçlar hakkında sahip oldukları bilgi seviyesi açısından heterojen bir yapı arz etmektedirler. Piyasada yer alan aktörlerin bilgi düzeylerinin farklı olması, temsilcilik sorunu (agency problem), ahlaki çöküş (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) gibi finansal piyasada görülen sorunların baş göstermesine neden olmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003:8). Firma yöneticileri ile firma ortakları her zaman aynı amacı gütmeyebilirler. Örneğin firma ortakları daha az vergi ödemek amacıyla karı olduğundan düşük göstermek isteyebilirken yöneticiler ise firmadan alacakları prim vb. gibi finansal hakları artırmak adına

karı olduğundan yüksek göstermeye çalışabilmektedirler. Bu sorun temsil maliyetleri olarak adlandırılan firma ortakları ile yöneticileri arasındaki çıkar çatışmasını ifade etmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007: 346). İşte bu noktada finansal piyasalar, kontrol mekanizmasının kurumsal aracılara bırakılması suretiyle temsilcilik probleminin ortadan kalkmasına yardım edebilmektedir.

Finansal piyasalar, fonların arz eden tasarruf sahiplerinden talep eden yatırım sahiplerine akışının sağlandığı yer olduğundan dolayı makro ekonomik başarıda finansal piyasaların etkinliği kritik rol oynamaktadır. Sistem yaklaşımı çerçevesinde finansal sistemin etkinliği, hem genel ekonomik sistemin hem de diğer alt sistemlerin istikrarını gerekli kılmaktadır. Finansal sistem, makro ekonomik sistemin alt unsurlarına fonları plase edebildiği örneğin reel sektörün kredi taleplerini yerine getirebildikleri ölçüde ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedir (Mercan ve Peker, 2013:94). Firmalara kredi mekanizması ile fon sağlayan finansal piyasa, firmaların başka bir ifadeyle reel sektörün sürdürülebilirliğine en önemli katkılardan birini sağlamış olmaktadır. Kuramsallaşmış, etkin ve gelişmiş finansal sistem sayesinde firmaların sermaye maliyeti azalacak ve bu şekilde ekonomiye daha fazla karlı yatırımlar kazandırılacaktır (Çeştepe ve Yıldırım, 2016:13). Artan yatırım hacmi ve istihdamın artmasıyla ekonomik büyümenin hızlanması sağlanabilecektir.

2.2.2 Finansal piyasaların sınıflandırılması

Finansal piyasaların sınıflandırılmasında kesin bir ayırımdan bahsetmek zordur. Çünkü bir piyasa diğerinin alt piyasası olabileceği gibi aynı zamanda bir piyasanın kurumu diğer piyasada faaliyette bulunabilir. Finansal piyasaları biçimlerine, kullanılan finansal varlıkların özelliklerine ve gerçekleşen fon transferinin vadesine göre sınıflandırmak mümkündür.

Finansal piyasalar aşağıdaki kriterlere göre sınıflandırılabilir (Çıkrıkçı, 2005:46):

- Finansal aracın vadesi,
- İşlem aşaması,
- Finansal aracın türü,

- Uygulanan kurallar,
- İşlemin özelliği,

Finansal aracın vadesine göre; finansal piyasaları para ve sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Para piyasaları kısa süreli fon arz ve talebinin gerçekleştiği piyasalar iken sermaye piyasaları ise orta ve uzun vadeli fon transferinin gerçekleştiği piyasalardır (Gurusamy, 2009 :21). Genelde para piyasasından elde edilen kısa vadeli fonlar kısa vadeli yatırımlara, sermaye piyasasından elde edilen fonlar ise uzun vadeli yatırımlara yönlendirilmektedir.

Finansal işlemin aşamasına göre; finansal piyasalar, piyasada işlem gören finansal araçların ihraç edilmesinden itibaren geçirdiği aşamalar baz alınarak birincil piyasalar, ikincil piyasalar, üçüncül piyasalar ve dördüncül piyasalar olarak sınıflandırılmaktadır.

Birincil piyasalar, finansal varlıkların ilk ihraç edildiği piyasalardır. Bu piyasada finansal varlıklar, halka arz ve blok satış yöntemleriyle ihraç edenden yatırımcıya sunulmuş olmaktadır (Gurusamy, 2009 :4). Birincil piyasa aslında ihraççı firmaya nakit girişinin sağlandığı piyasa olarak firma açısından hayati önem taşımaktadır. Firmaların finansal piyasalardan sağladığı fon birincil piyasadan gelmektedir.

İkincil piyasalar, daha önceden ihracı yapılmış finansal varlıkların yatırımcılar tarafından alınıp satıldığı organize piyasalardır (Chisholm, 2003 :120). Bu piyasa türünde ihraççı firmaya herhangi bir nakit girişi söz konusu değildir. İkincil piyasa, daha önceden firma tarafından satılmış / ihraç edilmiş varlıkların yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasadır. İkincil piyasa, birincil piyasa gibi firmaya nakit girişi sağlamamakla birlikte birincil piyasaya likidite kazandırmaktadır. Çünkü birincil piyasada ihraçtan hisse senedini alan yatırımcının bunu elinden çıkararak nakde çevireceği yer ikincil piyasadır. İkincil piyasada oluşan fiyat ayrıca birincil piyasadaki ihraçlar için bir gösterge niteliği taşımaktadır. Birincil piyasalarda transfere konu olan fonların ihraççı firmalara gitmesinden dolayı sermaye piyasası bilinci ile çalıştığı bununla birlikte ikincil piyasaların ise fonların yatırımcılar arasında el değiştirmesinden

dolayı menkul kıymetler piyasası bilinci ile çalıştığı ifade edilebilir (Apak, 1995: 130). Birincil piyasada nakit girişi yatırımcıdan firmaya doğru gerçekleşmekte iken ikincil piyasada fonlar yatırımcılar arasında el değiştirmektedir.

Üçüncül piyasalar, hisse senetleri borsaya kote edilmiş anonim şirketlerin daha önce ihracını yaptığı hisse senetlerinin ve yine daha önce ihracı yapılmış hazine tahvil ve bonolarının borsa dışında bankalar, borsa aracılıları vb. kurumların ofislerinde alınıp satılmasıyla oluşan piyasalardır. Bu piyasalara ayrıca tezgah üstü piyasalar (over the counter – OTC) da denilmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:11).

Dördüncül piyasa, ihraç edilen finansal varlıkların yatırımcısıyla, ihracı yapan şirket veya kurum arasında el değiştirmesiyle oluşan piyasalardır. Özellikle yatırım fonları katılma belgeleri ile açık uçlu yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin tasarruf sahibi ile şirket veya fon yönetimi arasında el değiştirmesiyle oluşan piyasadır (Ellialtıoğlu, 2017 :8). Tanımdan da anlaşılabilir üzere bu piyasa bireysel yatırımcılar ile alakalı olmayıp bütünüyle kurumsal yatırımcıları kapsamaktadır. Aynı şekilde tanımdan yola çıkarak bu tanımda ihraççı kuruluşun ihraç ettiği finansal araçları yatırımcıdan geri almasının mümkün olduğu sonucuna varılabilir.

Finansal aracın türüne göre; finansal piyasalar hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, rüçhan hakkı piyasası gibi isimler alabilmektedir. Bu tür piyasalar yalnız bir tür finansal varlığın ticaretine konu olduğu veya belli bir finansal aracın işlemi üzerinde uzmanlaşıldığı piyasalardır (Gurusamy, 2009 :3). Örneğin BIST’da yer alan pay piyasası sadece hisse senetlerinin alım satımına konu olan bir piyasa olmasından dolayı hisse senedi piyasası olarak tanımlanabilmektedir. Finansal aracın niteliklerinden dolayı finansal piyasaların özellikleri birbirinden farklı olacaktır. Örneğin hisse senedi piyasası ile tahvil piyasası; yatırım zamanlaması, işlem kuralları vb. gibi birçok kriter açısından birbirinden farklılık gösterebilecektir.

Uygulanan kurallara göre; finansal piyasalar, organize olmuş ve organize olmamış piyasalar şeklinde sınıflanmaktadır. Organize piyasalar, düzenleyici kuruluşlar tarafından gözetim ve denetim altında tutulan piyasalardır. Organize piyasalara örnek olarak bankalar ve BIST gösterilebilir. Organize piyasalar

hem para piyasasında hem de sermaye piyasasında görülebilmektedir. Örneğin hem Sermaye Piyası Kurulu (Kurul) hem de Bankacılık Devlet Düzenleme Kurulu (BDDK) düzenlemelerine tabi olan bankalar para piyasası kurumu iken BIST ise sermaye piyasası kurumudur. Organize olmamış piyasa merkezi bir borsanın olmadığı tamamen aracı kurumların oluşturduğu ağa dayanan bir piyasadır (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:11). Bu piyasada merkezi bir düzenleme olmadığı için finansal varlıkların alım satımında standart fiyat yerine pazarlık sonucu oluşan fiyat verisinin kullanıldığı görülmektedir.

İşlemin özelliğine göre; finansal piyasaları, spot piyasalar (nakit piyasalar) ve sözleşme piyasaları (vadeli piyasalar) yani vadeli işlem piyasaları olarak ayırmak mümkündür. Spot piyasa herhangi bir mal veya hizmetin işlem günü değeri üzerinden transfere konu edildiği piyasadır. Vadeli piyasalarda mal ve hizmetlerin fiyatının içerisinde vade faktörü yer almaktadır ancak alım – satım kararı ise cari dönemden gerçekleştirilmektedir. Özetle spot piyasa, bir şeyin peşin para karşılığı teslim koşuluyla alışverişinin yapıldığı piyasalar iken vadeli piyasalar; alıcı ve satıcının alım-satım sözleşmesini şimdi gerçekleştirdiği ancak, teslim ve ödemeleri gelecekteki bir tarihte yaptığı piyasalardır (Chisholm, 2003 :7). Spot ve vadeli piyasalarda sadece mal, hizmetler ve kıymetli madenler değil aynı zamanda tahvil, hisse senedi ve benzeri finansal araçların ticareti de yapılmaktadır. Vadeli piyasaların en önemli örnekleri arasında; forward, futures, opsiyon ve swap piyasaları yer almaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2015:10). Söz konusu bu piyasaların temel mantığı aynı olmakla birlikte, işlem esasları, taraflar ve riskin kontrol seviyesi gibi konularda birbirlerinden ayrıştıkları görülebilmektedir.

Finansal piyasalar vadelerine göre para ve sermaye piyasaları olarak sınıflanmaktadır.

2.2.2.1 Para piyasaları

Finansal piyasalarda vade kısa ve uzun olarak iki başlık altında incelenmekte olup bir yıla kadar olan süre kısa vade olarak tanımlanırken, bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan vadeye de uzun vade denmektedir. Para piyasası, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasadır. Para piyasasında vade teorik olarak bir yıla kadar olmakla birlikte uygulamada bu süre 3 ay olarak

gerçekleşmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2015:13). Para piyasasının en klasik araçları kısa vadeli mevduat ile banka kredisi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Para piyasaları; büyük ölçekli kuruluşların (özellikle bankalar) düşük risk düzeyinde yüksek hacimli işlem yaptığı, likiditesi yüksek ve menkul kıymetlerin paraya dönüştürülme maliyetinin düşük olduğu bir piyasadır (Burton vd., 2015: 48). Para piyasası tanımından da anlaşılacağı üzere işletmenin kısa vadeli finansman ihtiyacının karşılanmasında başvurulan bir piyasadır. Para piyasasından sağlanan fonlar, işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2015:5). Buradan hareketle bu piyasadaki katılımcıların genellikle günlük faaliyetlerini devam ettirebilmek amacıyla nakit ihtiyaçlarını karşılamak istedikleri belirtilebilir. Para piyasasında vade kısa olduğu için belirsizlik düzeyi diğer bir ifadeyle risk düzeyi görece daha düşüktür.

Para piyasasının en temel aktörleri bankalardır. Bankalar ekonomik birimlerin finansman ihtiyacını kredi mekanizması aracılığıyla karşılamaktadır. Bankalar para piyasasının kurumu olmakla birlikte sahip oldukları alt kurumlar aracılığıyla sermaye piyasasında da etkin rol almaktadırlar. Ülkemizde finansal sistemin büyük bir kısmını bankacılık faaliyeti oluşturmaktadır. Para piyasasının diğer kurumları; merkez bankaları, hazine, mevduat ve ticaret bankaları, banka yatırım fonları, katılım bankaları ile döviz bürolarıdır (Çıkrıkçı, 2005:46). Merkez bankaları para piyasasında düzenleyici bir kuruluş olarak görev almaktadır. Bu bankaların temel amacı, ülkedeki fiyat istikrarını daha doğru bir ifadeyle enflasyonun kontrolünü sağlayabilmektir.

Para piyasasında kullanılan araçlar Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda kıymetli evraklar olarak ifade edilen bono, çek ve poliçedir. Özetle para piyasası araçları şu şekilde sınıflandırılabilir (Karabıyık ve Anbar, 2015:6):

- Ticari senetler (bono, poliçe, çek),
- Banka mevduat hesapları,
- Mevduat sertifikası,
- Hazine bonoları,
- Finansman bonoları,
- Katılma belgeleri,
- Kredi kartları.

2.2.2.2 Sermaye piyasaları

Para piyasasının aksine sermaye piyasalarında transfere konu olan fonlar uzun vadeli dir. Sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olup burada kullanılan kısa ve uzun vade ayırımındaki süre 1 yıldır (Aydın vd., 2015:42). Bu piyasada firmaların uzun vadeli finansman ihtiyaçları karşılanmaktadır. Vadenin daha uzun olmasına paralel olarak bu piyasada risk düzeyi para piyasasına göre daha fazladır.

Sermaye piyasalarında; fon transferi hisse senedi, tahvil ve benzeri pazarlanabilir finansal araçlar üzerinden gerçekleşmekte olup, firmalar bu piyasad an sağladıkları fonu duran varlıkların ve sürekli işletme sermayesinin finansmanında kullanmaktadırlar (Karabıyık ve Anbar, 2015:7). Sermaye piyasasında elde edilen fon, firmanın uzun vadede getiri sağlayacağı stratejik yatırım alanlarında kullanılarak firmanın büyüme ve sürdürülebilir olmasında çok önemli yere sahiptir. Firmanın uzun vadeli fon sağlama imkanı para piyasasına göre daha kısıtlıdır. Firmanın sermaye piyasasında her zaman uygun koşul ve miktarda fon bulma imkanı olmadığından dolayı elde edilecek fonu kısa vadeli operasyonel harcamalar için kullanması söz konusu fonun atıl olarak değerlendirildiği anlamına gelecektir.

Sermaye piyasasının en önemli ve bilinen araçları; sahibine ortaklık hakkı ve sonucunda kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden pay alma ve her şeyden önce oy hakkı sağlayan hisse senedi ile sahibine üzerinde anlaşılan vade sonunda önceden verilmiş anapara ve anlaşılan faiz getirisini alma hakkını yani alacaklılık hakkını veren tahvillerdir. Hisse senedi ve tahvil haricinde sermaye piyasasında işlem gören diğer araçlar olarak; hazine bonosu, katılma intifa senetleri (KİS), varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), kar'a iştirakli tahviller (KİTA), hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller (convertible bonds) örnek gösterilebilir (Kaykusuz, 2012 :95).

Sermaye piyasasının yapısını oluşturan aktörlere bakıldığında; menkul kıymet arz ve talep edenler, sermaye piyasası araçları, idari ve düzenleyici kurumlar ve yasal çerçeve yer almaktadır.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Baraçlı ve İme, 2013:23):

- Aracı kurumlar,
- Yatırım ortaklıkları,
- Yatırım fonları,
- Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar.

Sermaye piyasasında fon arz ve talebi sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetlerin alım ve satımı ile karşılaşmakta yani sermaye fonları menkul kıymetlerin alım satımı yoluyla el değiştirmektedir (Karslı, 2004:24). Bundan dolayı sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasası kavramları iç içe geçmiş durumdadır. Sermaye fonu, bu piyasalarda transfere konu olan mal iken, menkul kıymetler piyasasında ise bu fonun transferini sağlayan finansal araçlardır. Yatırımcının hisse senedi satın alma talebi, sermaye piyasaları açısından sermaye arzı anlamına gelmekte iken menkul kıymetler piyasası açısından menkul kıymet talebi anlamına gelmektedir.

Sermaye piyasasının temel özellikleri şunlardır (Apak, 1995:128):

- Sabit yatırımlar ve devamlı işletme sermayesi finansmanını kapsamaktadır,
- Devamlı olan tasarruflar esas kaynaktır,
- Hisse senedi ve tahvil sermaye piyasasının en temel araçlarıdır.
- Vade uzun olup, risk ve faiz oranı yüksektir.

Sermaye piyasasında vade uzun olduğundan yatırımcıların karşılaşılabileceği risk oranı para piyasasına göre daha yüksektir. BIST tarafından yayınlanan “Yatırımcılar için Borsa İstanbul” adlı rehberde; sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların, işlem yaptıkları menkul kıymete ve onu ihraç eden firmaya özgü yani sistematik olmayan riskler ile makro ekonomik, politik çevre vb. faktörlerden kaynaklanan sistematik risklerle de karşılaşılabilecekleri belirtilmektedir.

Sermaye piyasaları aşağıdaki kriterlere göre değişik sınıflara ayrılabilir (Aydın vd., 2015:45):

- İşlem aşamasına göre,
- Uygulanan kurallara göre,
- Yatırımcıların niteliğine göre.

Finansal varlığın geçirdiği işlem aşamasına göre; finansal varlıkların yatırımcılara ilk kez satıldığı piyasalar birincil piyasa (primary market) olarak adlandırılırken, daha önceden ihraç edilmiş finansal varlıkların yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasalar ise ikincil piyasa (secondary market) olarak adlandırılmaktadır (Aydın vd., 2015:42). Birincil piyasa, ihraççı firmaya nakit girişi sağlarken ikincil piyasa yatırımcıların yatırımlarını nakde çevirdiği bir piyasadır. BIST bünyesindeki pazarlar ikincil piyasaya örnek teşkil etmektedir. Ülkemizdeki mevcut sermaye piyasası düzenlemeleri ışığında, yatırımcılar hisse senetlerini ihraçtan aldıkları zaman bunu hiçbir şekilde tekrar ihraççı firmaya geri satamazlar. Yatırımcıların satın almış oldukları hisse senetlerini diğer yatırımcılara satarak nakde çevirecekleri piyasa ikincil piyasa olarak adlandırılmaktadır. Ülkemizde BIST bünyesindeki pay piyasası altında yer alan Yıldız Pazar, Ana Pazar gibi pazarlar daha önceden ihraç edilmiş hisse senetlerinin yatırımcılar arasında alınıp satıldığı pazarlardır. Benzer durum tahviller için de söz konusudur ve yatırımcı elindeki tahvili vade sonuna kadar ihraççı firmaya geri satamaz. Bu amaçla gideceği piyasa hisse senedinde olduğu gibi ikincil piyasadaki pazarlardır.

Birincil piyasalardaki temel mantık finansal varlıkları ihraçtan almaktır, yani işlemin yapılması esnasında arada bir banka veya aracı kuruluşun olması birincil piyasanın varlığına engel teşkil etmemektedir. Bu piyasalarda alım satım işlemi aracılar aracılığıyla ve açık artırma ile yapılmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2015:8). Firma ihraç etmek istediği finansal araç için alanında uzman aracı kurum ile sözleşme imzalamaktadır ve aracı kuruluş ihraççı firmaya söz konusu finansal aracın pazarlanması, mevzuat desteği, satışa hazırlık aşamasındaki kurumsal destek olmak üzere birçok hizmet vermektedir. Aracı kurumun vermiş olduğu bu hizmetten beklenen, hem yatırımcı hem de ihraççı kuruluş için en uygun fiyatın belirlenmesidir. Bu şekilde ihraççı kuruluş, söz konusu ihraçtan beklediği geliri elde etmiş olurken finansal aracı satın alan yatırımcılar da orta ve uzun vadede bu yatırımdan makul bir getiri elde etmiş olacaktırlar.

Birincil piyasa, bir ülkenin belli bir dönemde sermaye piyasasındaki menkul kıymetlerin sayısını artırmakta ve ihraççı kuruluşlara nakit girişi sağlamakta iken ikincil piyasalar ise birincil piyasada ilk arzı gerçekleştirmiş firmaların

performanslarının analiz edilip değerlendirmekte ve bu şekilde firmaların piyasa değerini belirlemektedir (Karslı, 2004:32). Bu açıdan bakıldığında her iki piyasanın varlığı ve başarısı birbirine bağlı olmaktadır. Birincil piyasada işlem yapan yatırımcının yapmış olduğu yatırımı nakde çevireceği bir ikincil piyasanın varlığının olmaması durumunda birincil piyasanın varlığından da bahsetmenin mümkün olmayacağı ifade edilebilir.

Birincil ve ikincil sermaye piyasası ayırımına ek olarak; borsaya kayıtlı menkul kıymetlerin, borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşmakta olan üçüncül sermaye piyasası ve kurumsal yatırımcıların (yatırım fonu ve sigorta şirketleri vb.) arasında alım satımın gerçekleştiği dördüncül sermaye piyasası ayırımı da mevcuttur. (Korkmaz ve Ceylan, 2015:52). Yatırım fonunun yer aldığı piyasada, yatırımcılar fondan aldıkları katılma belgelerini fona iade etme imkanına sahiptirler. Ancak pay piyasasında ihraççı kuruluşun hisse senedini satın alan yatırımcının elindeki hisse senetleri tekrar ihraççı kuruluşa geri iade etme ve/veya satma imkanı bulunmamaktadır.

Örgütlenme durumuna göre; sermaye piyasaları örgütlenmiş (organize, teşkilatlanmış) ve örgütlenmemiş (organize olmayan) sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılabilir. Organize piyasa, fiziksel varlığı ve düzenleyici kuralları olan piyasaları ifade etmektedir. Organize olmuş sermaye piyasası ise; yerleşkeleri, işlem yapan katılımcıları ve düzenleyici kuralları olan menkul kıymet borsalarıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2015:47). Menkul kıymet borsalarının bilindiği gibi açılış ve kapanış saatleri, işlem yapma kuralları, işlem yapmak için kullanılacak emirlerin girildiği sistemler ve bunların iletildiği paneller, yapılan alım ve satım işlemlerinin öngörülen kurallar çerçevesinde yapılıp yapılmadığını denetleyen kontrol mekanizmaları söz konusudur. Ülkemizde BIST hem finansal araçların alım ve satımının gerçekleştiği hem de bu işlemlerin denetlendiği yer olarak görev yapmaktadır. BIST dışında ülkemizde faaliyet gösteren Takasbank adlı kuruluş da alım ve satım işlemlerinde finansal araçların transferinin yatırımcıları koruyacak güvenli bir şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Örgütlenmemiş diğer adıyla tezgah üstü sermaye piyasaları hukuki ve idari düzenlemelerin olmadığı, alıcı ile satıcının direk bir araya gelerek işlem yaptığı, üyelik zorunluluğu bulunmayan, borsa dışındaki varlıkların transferine

konu olan aracı kurumlardan oluşan piyasalardır. (Gökalp, 2014:6). ABD'de faaliyet gösteren en gelişmiş tezgahüstü piyasa olan NASDAQ'ın kurulmasıyla tezgah üstü piyasalar borsaların alternatifi olmuş ve 2006 yılında ABD sermaye piyasalarının düzenleyici kuruluşu olan Security Exchange Comission (SEC)'e başvurmak suretiyle resmi statüsünü düzenli bir borsa olarak tescil ettirmiştir (Karabıyık ve Anbar, 2015:9). Bu piyasalarda finansal varlıkların fiyatı standart değildir hatta pazarlık sonucu oluşmaktadır. Benzer şekilde bu piyasada işlem saatleri, işlem marjları da standart olmamaktadır ve hem alıcı hem de satıcıya güven sağlayan takasbank gibi bir kurumun varlığından da söz etmek mümkün değildir.

Yatırımcıların niteliğine göre; sermaye piyasaları, piyasada işlem yapan yatırımcıların niteliğine göre Kurumsal - Bireysel ve Yerel - Uluslararası olarak da sınıflanabilir. Özellikle sermaye piyasasının etkinliğinin gelişimi açısından kurumsal yatırımcıların rolü çok büyüktür.

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında üstlendiği rol aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Aras ve Müslümov, 2003:7):

- Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesini kolaylaştırmak amacıyla aracılık işlevi görür,
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılmasını sağlar,
- Ekonomik kaynakların hem ülkesel hem de bölgesel transferini sağlar,
- Risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesini sağlar,
- Piyasa katılımcılarına finansal araçlara ilişkin fiyat bilgisini sağlar,

Ekonomik kalkınma ve işbirliği örgütü (OECD)'ne üye ülkelerde kurumsal yatırımcıların sahip olduğu toplam finansal varlıkların GSYİH'ya oranı ortalama %80 iken bu oran Türkiye'de ortalama %5 civarındadır (OECD, 2013: 12). Bu oran ülkemizde sermaye piyasalarının nispeten daha az gelişmiş olmasındaki en önemli sebepler arasında gösterilmektedir.

3. FİRMALARIN FİNANSAL YAPI TERCİHLERİ

Firmalar; kısa vadede kar elde etmek, orta vadede sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek ve uzun vadede ise yaşamlarını sürdürebilmeyi amaçlamaktadır. Sürdürülebilirliklerini sağlayabilmek amacıyla firmalar, faaliyetlerini doğru ve uygun koşullarda finanse etmek durumundadırlar. Günümüzde rekabetin artması ve bunun beraberinde getirdiği belirsizlik ortamında alınacak finansal kararların etkinliği firmaların başarısında kritik rol oynamaktadır. Doğru finansman yapısı ve finansal kararlar, firmaların finansal performansına olumlu katkı sağlayacaktır.

Uygun ve optimal finansman kararları alamayan firmaların finansal başarısızlıkla karşılaşması kaçınılmazdır. Firmaların büyük miktarda sabit sermaye yatırımı yapması ve yüksek tutarda yabancı kaynak kullanımı durumunda artan finansal kaldıraç riski nedeniyle finansal başarısızlık riski artmakta ve likidite durumunun yetersizliği nedeniyle firmalar yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı çekebilmektedir. Firmaları özet olarak finansal başarısızlığa iten temel nedenler arasında; likidite yetersizliği, yüksek kaldıraç kullanımı, aşırı duran varlık yatırımı, yetersiz ve azalan satış hacmi, maliyetlerin yüksekliği, faaliyetlerin verimsiz yürütülmesi (alacak ve stok devir hızlarının düşük olması) gibi işletmenin finansal yönetim kabiliyeti ile ilgili faktörler örnek verilebilir (Sayman, 2012:144). Makro parametreler de işletmeleri finansal başarısızlığa götüren unsurlar olarak görülebilir. Başarısızlığın altında yatan nedenlerin yüzdesel olarak araştırıldığı bir çalışmada işletme yönetiminin yetersizliği %60 ile ilk sırada yer almıştır (Terzi, 2011:2). Özellikle ülkemizdeki firmaların büyük çoğunluğunun kobi ve aile şirketi şeklinde olması ve profesyonel yönetim anlayışını tam olarak hayata geçirememesi nedeniyle firmaların başarısızlığında yönetsel eksiklikler temel sebep olarak görülebilir.

Firmaları finansal başarısızlıktan koruyacak şekilde uygun koşullu finansman kaynaklarına erişimi ve bunların sürdürülebilir şekilde yönetimi hayati önem arz etmektedir.

3.1 Firmaların Finansman Kaynakları ve Finansman Yöntemleri

Firmalar faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla birtakım varlıklara ihtiyaç duyarlar. Firmaların faaliyetlerinde kullanılan tesis, makine, bina, demirbaş vb. gibi varlıklar maddi duran (sabit) varlıklar; patent, lisans gibi varlıklar ise maddi olmayan duran (sabit) varlık olarak ifade edilirken; satın aldığı diğer firmalar tarafından ihraç edilmiş hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler ise finansal duran varlıklar olarak kabul edilmektedir (Pandey, 2005:3). Finansal varlıklar firmanın yatırımdaki vade ufkuna göre kısa ve uzun vadeli finansal varlıklar olarak sınıflandırılabilir. Firmalar ellerindeki mevcut fon fazlası nakdi değerlendirmek ve sermaye kazancı elde etmek amacıyla kısa vadeli finansal varlık satın alabilmektedirler. Ancak hisse senedini satın almak istediği firmada yüksek büyüme potansiyeli ve karlı iş modeli gördüğü zaman salt kısa vadeli sermaye kazancı elde etmek yerine firmaya ve onun geleceğine ortak olarak stratejik bir yatırım yapıp firmanın ana ortaklarından birisi olabilmektedir.

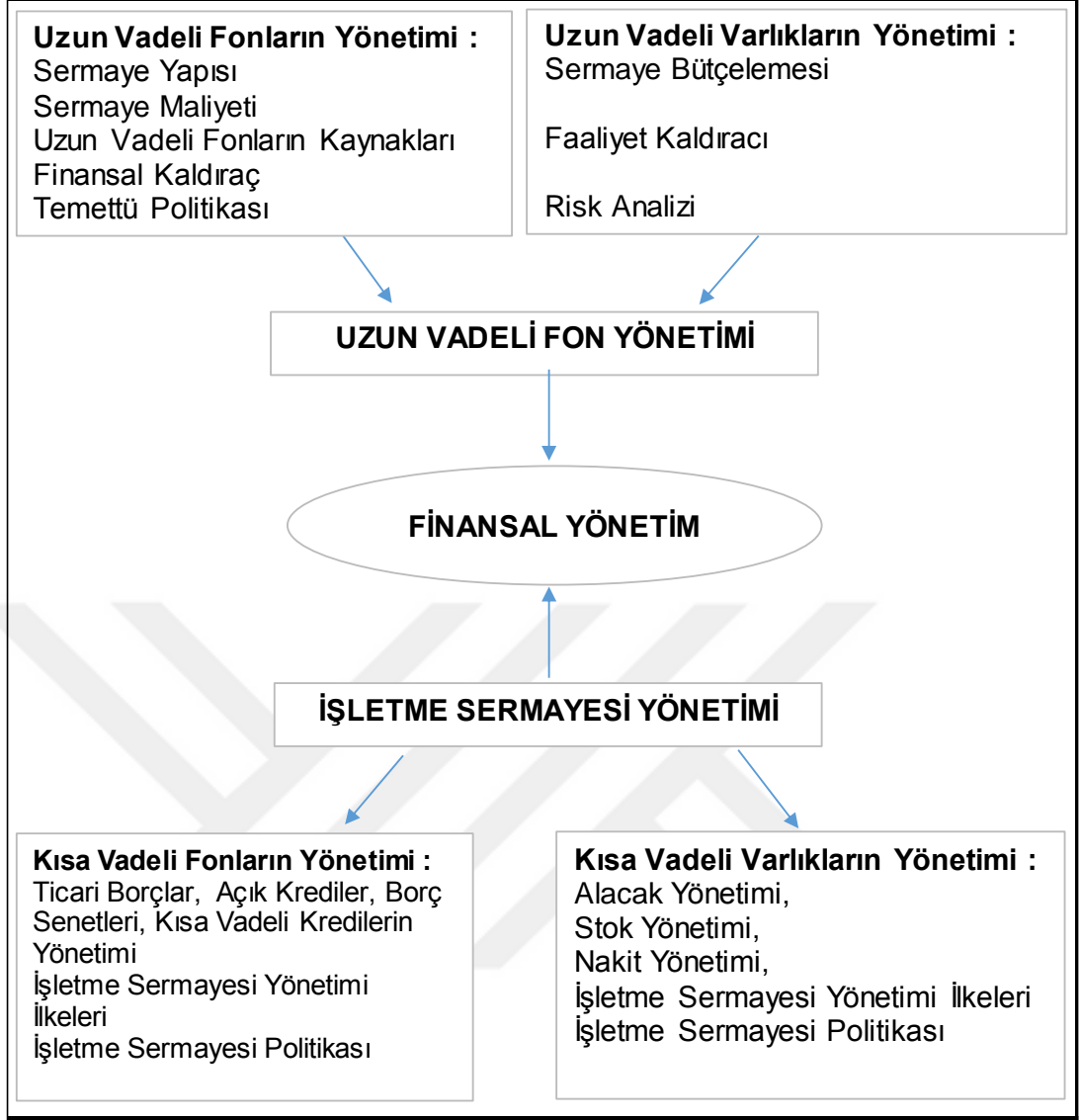
Firma sabit ve finansal varlıkları edinirken iki tür karar verir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:8):

- Firmanın hangi sabit varlıkları edineceği ile ilgili sermaye bütçelemesi kararları,
- Firmanın sabit varlıklara yapacağı yatırımın finanse edilip ödenmesinde kullanılacak fonun nasıl elde edileceği ile ilgili finansman kararları.

Sermaye bütçelemesi kararları, fonların gelecekte getiri sağlaması beklenen uzun vadeli yatırımlara ve / veya varlıklara tahsis edilmesi ile ilgili karar mekanizmalarını içermektedir (Pandey, 2005:5). Sermaye bütçelemesi kararları firmanın başarı veya başarısızlığında rol oynayan temel faktörlerden birisi olarak görülebilir. Firmanın yapacağı yatırımda, üreteceği üründe başarısızlıkla karşılaşması yapılan tüm harcamaların batık bir yatırım olduğunu gösterecektir.

Firma yönetiminin sabit varlık yatırım kararı sonrasında gerçekleştireceği ikinci aşama, söz konusu sabit varlığın edinilmesi için gerekli kaynağın sağlanması olan finansman aşamasıdır. Bu aşamada firma sabit varlık yatırımı amacıyla birtakım finansal araçlar veya menkul kıymetler ihraç edebilmektedir. Söz konusu finansal araçlar bir değer ifade etmektedirler, çünkü finansal araçlar firmanın sabit varlıkları ile bu varlıkların kullanımından kaynaklanan nakit üzerindeki hakkı göstermektedirler (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:7). Firma, hisse senedi ihraç ederek yatırımcılarından yönetime katılma (oy hakkı) ve temettü getirisi karşılığında finansman talebinde bulunur veya tahvil ihraç etmek suretiyle onlara tahsis ettikleri sermayeye mukabil sabit ödemeler yapmayı taahhüt edebilir.

Finansal yönetimin temel amacı; firmaların en uygun koşullarda fon kaynaklarını temin etmesi ve bu kaynakları firmanın finansal durumu, ihtiyaç duyulan vade gibi faktörleri göz önüne alarak en uygun şekilde yatırımlara yönlendirmesidir. Şekil 3.1.'de firmalarda finansal yönetimin kapsamı gösterilmektedir :



Şekil 3.1: Firmalarda Finansal Yönetimin Kapsamı

Kaynak : Bhat (2007: 5)

Firmaların yapısına ve faaliyet alanına göre ihtiyaç duyacakları fonlar kısa ve / veya uzun vadeli olabilmektedir. Temin edilen fonların vadesi ile firmaların harcama türü arasında genellikle sıkı bir ilişki söz konusudur. Firmalar yatırım harcamalarını uzun vadeli fonlarla finanse ederken günlük veya kısa vadeli faaliyetlerini ise kısa vadeli fonlarla karşılamaktadırlar. Yatırım kararları arasında kaynakların uzun vadeli varlıklara / yatırımlara yönlendirilmesi kritik önem taşımaktadır. Uzun vadeli yatırım kararları; büyük yatırım maliyeti, vazgeçme maliyetinin yüksek olması ve esnekliğin düşük olması gibi nedenlerle büyük risk taşımaktadırlar (Aydın vd., 2015:2). Bu nedenle büyük boyutlarda bütçe gerektiren uzun vadeli yatırım öncesi firmaların ciddi bir

analiz ve fizibilite süreci içerisine girmeleri gerekmektedir. Örneğin yetersiz bir pazar analizi sonucunda hedef pazarın küçülen veya azalan segmentine giren ve üretim bandını buna göre inşa eden firmanın daha sonraki dönemlerde bunu fark ederek aynı pazarın daha hızlı yükselen segmentlerine geçmesi ve bu surette üretim – montaj hattını yenilemesi veya en baştan değiştirmesi neredeyse imkansızdır.

3.2 Firmaların Finansman Kararlarını ve Yöntemlerini Etkileyen Faktörler

Firmaların finansman kararlarını etkileyen faktörlerden bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Firmanın niteliği (üretim / hizmet),
- Firmanın hukuki yapısı,
- Firmanın yaşı,
- Firmanın kurumsallık derecesi,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırımların büyüklüğü,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektör,

3.2.1 Firmanın niteliği

Firmaların yatırım yapacakları varlıklar firmanın niteliğine göre değişebilmektedir. Örneğin bir üretim işletmesi ile hizmet ve ticaret işletmelerinin ihtiyaç duyacağı varlık bileşimi birbirinden farklı olacaktır (Aydın vd., 2015:1). Üretim firmaları daha fazla yatırım gerektiren sermaye yoğun bir yapıda iken hizmet ve ticaret işletmelerinin ise üretim firmalarına göre nispeten daha az yatırım gerektiren daha yalın organizasyonlar olduğu kabul edilebilir.

Üretim işletmesi; fabrika, makine, demirbaş vb. gibi duran varlıklar dikkate alındığında ticaret veya hizmet işletmesine göre daha fazla sabit sermaye yatırımı gerektirmektedir. Dolayısıyla üretim işletmelerinin ticaret veya hizmet işletmelerine göre bilançosunda daha yüksek tutarlarda duran varlık bulunacaktır. Firmanın bilançosunda yer alan duran ve dönen varlık dağılımına göre firmanın bu varlıkları finanse etmede kullanacağı kaynakların vadeleri de değişecektir. Firmaların temel finansman kuralına uygun olarak; dönen varlıklarını kısa vadeli fonlarla, duran varlıklarını da orta ve uzun vadeli fonlarla

finansse etmesi gerekmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd.,2007:528). Bu nedenle üretim ve hizmet firmalarının finansal yapı ve finansman kararları aynı olmayacağı belirtilebilir.

Dönen varlık diğer adıyla işletme sermayesi (brüt işletme sermayesi) işletmenin kısa vadeli finansal riskinin ölçülmesinde kullanılır ve işletmenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda finansal bilgi kullanıcılarına ışık tutar (Brealey vd. akt. Bozkurt vd.,2007:29). Özellikle dönen varlıkların toplamından kısa vadeli yükümlülüklerin düşülmesiyle bulunan net işletme sermayesi; işletmenin uzun vadeli yabancı kaynakları ve öz kaynağı ile finansse edilmesinden dolayı uzun vadeli bir varlık olarak değerlendirilebilir (Kendirli ve Konak, 2014:113). İşletmelerin faaliyet verimliliğinin ve karlılık düzeyinin artırılmasının firma değerine olumlu katkı yaptığı dikkate alındığında, firmanın likiditesini ve karlılığını etkileyen işletme sermayesi yönetimi çok kritik bir önem arz etmektedir. İşletme sermayesi yönetimi, firmanın gelecekteki nakit akımları ve uzun dönemli büyüme performansı üzerinde etkilidir. Negatif işletme sermayesi, üretim ve satış faaliyetlerini sürdürmek durumunda olan firmalar için bunu yapamadıklarından dolayı ciro ve karlılık kaybı sorunu ile sonuçlanacağı gibi aynı zamanda firmaların vadesi gelen borçlarını ödeyememesine yol açabilecektir.

İşletme sermayesi yönetimi sürekli bir süreçtir ve aşağıda yer alan konulardaki karar mekanizmalarından oluşmaktadır (Mcguigan ve Kretlow, 2008: 591):

- Firmanın dönen varlıklarının seviyesi,
- Firmanın varlıklarının finansmanında kullanacağı borçların dağılımı,
- Her bir dönen varlık kalemi için yapılacak yatırım seviyesi,
- Firmanın sahip olması gereken spesifik kaynaklar ve kısa vadeli kredilerin dağılımı.

Firmanın bilançosunda yer alan dönen varlıklar grubunda en kritik kalemler nakit ve nakit benzerleri, stok ve alacaklardır ve bunların başarılı bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. Özellikle stok ve alacak kalemleri firma için birer risk unsuru teşkil etmektedir. Alacaklarda yaşanacak gecikme veya kayıp ile stokların satılamaması durumu firma için nakit yönetimi konusunda olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Stok yönetimi, işletmenin olağan faaliyetlerini

devam ettirebilmesi amacıyla ürettiği veya satın aldığı varlıkların kontrolünü kapsar ve işletme, karlılığını arttırabilmek amacıyla stok maliyetlerini azaltacak şekilde optimum stok seviyesini belirlemelidir (Akın ve Eser, 2014:47). Sonuç olarak her üç kalem de işletmedeki fonun yönetilmesi ile ilgilidir ve özellikle paranın bağlanmış olduğu stok ve alacak kalemleri, işletmenin operasyonel ve finansal başarısı için hayati önem taşımaktadır.

Duran varlık yönetimi, firmanın uzun vadeli finansal ve sabit sermaye yatırımlarının yönetilmesidir. Bu süreç sermaye bütçelemesi olarak firmanın yatırım yapmayı planladığı duran varlıklara ilişkin yatırım kararları içerisinde en uygun olanını seçmeyi ifade eden fizibilite çalışmalarını kapsamaktadır.

3.2.2 Firmanın hukuki yapısı

Firmaların hukuki statüleri de finansman kaynaklarına ulaşmasında ve finansman politikalarının belirlenmesinde önem arz etmektedir. Anonim şirketlerin ve şahıs şirketlerinin finansal piyasalardan fon sağlama imkanı aynı olmayacaktır (Brigham ve Houston, 2010:7). Anonim şirketler halka açılmak suretiyle sermaye piyasalarından fon temin edebilecek, ayrıca halk açık olmanın beraberinde getirdiği avantajları da kullanmak suretiyle başta bankalar olmak üzere finansal kuruluşlardan daha düşük maliyetle fon bularak sermaye maliyetlerini düşürebileceklerdir.

Yasal statüsü gereği her işletme hisse senedi, tahvil gibi borçlanma araçlarını ihraç edemediğinden dolayı cari dönem karının dağıtılmayarak firmada bırakılması şeklinde uygulanan oto finansman yöntemi, firmalar için önemli bir finansman kaynağı teşkil etmektedir (Aydın vd., 2015:4). Ancak otofinansman yönteminin sadece kar elde edebilen firmalar için geçerli olduğu düşünülebilir. Bu nedenle kullanımı sınırlı bir araç olarak görülebilir. Ayrıca firma ortaklarının temettü beklentisi de firmanın otofinansman yöntemini sürekli olarak kullanabilmesine engel teşkil edebilecektir.

3.2.3 Firmanın yaşı

Firmaların finansal yapı kararlarında firma yaşının önemli bir yeri bulunduğu kabul edilebilir. Yeni faaliyete geçen bir firma ile önceden faaliyette bulunan bir firmanın finansman tercihleri ve kaynakları aynı olmayacaktır. Birçok yeni kurulan firma, borçla finansmanı tercih etmek suretiyle finansal kaldıraçtan

yararlanarak firmanın öz kaynak karlılığının yüksek olmasını istemekte ve bu nedenle özellikle ağırlıklı olarak banka kredisi ve daha az olarak arkadaş ve aile çevresinden fon toplama şeklinde genel olarak dış borçlanma yöntemini tercih etmektedir. (Robb ve Robinson,2012:3). Yeni kurulan firmaların yönetsel kontrolü elinde bulundurmak amacıyla daha çok borçlanma yoluyla finansmanı tercih ettikleri görülmektedir. Özellikle ülkemizde aile şirketi olarak yeni kurulan firmalar, daha çok sahip – yönetici tarzında bir organizasyon yapısına gittikleri için sermayeyi ve yönetimi paylaşma konusunda daha isteksiz davranmakta ve bu nedenle borçlanmaya başvurmakta oldukları kabul edilebilir.

3.2.4 Firmanın kurumsallık derecesi

Firmanın kurumsallık derecesinin finansal yapı tercihlerinde belirleyici faktör olduğu belirtilebilir. Özellikle aile şirketlerinde hakim ortağın finansal davranışları firmanın borçlanma ya da öz kaynak kullanımı konusundaki kararlarında ciddi anlamda etkili olabilmektedir. Örneğin Alman şirketleri üzerinde yapılan bir araştırmaya göre, aile şirketlerinin kurumsal firmalara nazaran daha az kaldıraç kullandığı yani daha az borçla finansmanı tercih ettiği tespit edilmiştir. (Ampenberger ve diğ.,2013:2). Bu durumun aile firmalarının kurumsal firmalara göre daha kapalı yapılarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Borç kullanmayı tercih eden firmalar arasında nispeten büyük firmaların, finansal kuruluşlardan borç kullanma gibi ticari ve finansal borçlanmayı tercih ettiği görülürken, daha küçük ve genellikle aile şirketi şeklinde örgütlenen firmaların ise çoğunlukla kişisel borç kullanımını tercih ettiği görülmektedir (Coleman, Cotei ve Farhat, 2016:120). Borç kullanmayı tercih eden firmalar arasındaki söz konusu bu farkın firmaların finansal kabiliyeti ile direkt ilişkili olduğu belirtilebilir. Finansman giderleri firmalar için sabit maliyeti ifade ettiğinden dolayı firmaların faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışlarının bu maliyetleri karşılayacak düzeyde olması beklenmektedir ve büyük ölçekli kuruluşların bu konuda daha kabiliyetli olduğu görülebilmektedir.

3.2.5 Firmanın gerçekleştireceği yatırımların büyüklüğü

Firmalar özellikle büyük montanlı yatırımlar için borçlanma yoluyla finansmanı tercih edebilmektedirler. Yatırım süresince sermaye harcamaları yapan firmalar, bu harcamaların finansmanı nedeniyle oluşan faiz ödemelerini finansal tablolarda gider olarak göstermek suretiyle borcun kaldıraç etkisinden faydalandıkları ve hisse başına kar ile sonuçta firma hisse değerini artırdıkları için borçlanma aracı ihraçlarını daha fazla gerçekleştirme eğilimindedirler (Elsas, Flannery ve Garfinkel, 2013:36). Özetle firmaların borç kullanımını tercih etmelerindeki temel amaç borcun vergi avantajını kullanmak suretiyle gerçekleştirdikleri vergi planlamasıdır. Ancak finansman giderleri sabit maliyet olarak firmanın finansal riskini artırmakta ve firmayı bu sabit maliyeti karşılayacak verimli ve etkin faaliyetlerde bulunmaya zorlamaktadır.

3.2.6 Firmanın faaliyette bulunduğu sektör

Faaliyette bulunulan sektörün firmanın finansman kararlarında etkili olduğu kabul edilebilir. Perakende sektörü başta olmak üzere bazı sektörlerde kısa vadeli nakit ihtiyacı yüksek iken, bazı sektörlerde ise yoğun sabit sermaye diğer bir ifadeyle yatırım ihtiyacı nedeniyle firmaların uzun vadeli nakit ihtiyaçları olabilecektir. Bu nedenden dolayı sektöre göre firmaların gerçekleştireceği finansman kararları da değişkenlik gösterebilecektir. Örneğin yoğun olarak kısa vadeli nakit ihtiyacının söz konusu olduğu sektörlerde firmaların finansal ihtiyaçları, para piyasası ve en klasik borçlanma aracı olan banka kredisi ile karşılanabilecektir. Bununla birlikte borçlanma vade ufku arttıkça firmanın para piyasası haricinde aynı zamanda sermaye piyasasından da borçlanma durumu doğabilecektir.

Finansal yapı kararlarında ayrıca firmanın içinde bulunduğu endüstrideki göreceli konumu ve sektördeki rekabet düzeyi de önem arz etmektedir. Özellikle rekabetçi endüstrilerde bir firmanın finansal kaldıraçının; firmanın endüstrideki ortalama sermaye / emek oranına olan yakınlığına, diğer firmaların davranışlarına ve firmanın endüstriye yeni giren veya mevcut firma olarak gerçekleştirdiği davranışlara bağlı olduğu görülmektedir (Mackay ve Phillips, 2005:1463-1464). Rekabet derecesinin yüksek olduğu sektörlerde firmaların daha agresif finansal kararlar içerisine girdikleri ve bu nedenle daha fazla borçlanma eğiliminde oldukları görülebilmektedir.

3.3 Finansman Kararlarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi

Finansal yönetimin temel amacı; firmaların faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla ihtiyaç duyacakları varlıkların edinilmesi için gerekli fonların sağlanması ve efektif kullanılmasıyla firma değerinin maksimize edilmesidir (Bhat, 2007:4). Firma değerinin artırılmasında firma faaliyetlerinin karlılık durumu kritik rol oynamaktadır. Bununla birlikte firmanın ortakları ile yöneticilerinin amaçlarının çatıştığı, firma yöneticilerinin karı artırmak isterken ortakların (özellikle temettü bekleyen ve hakim ortak olmayan diğer ortakların) aşağıda sıralanan bazı nedenlerle bunu istemediği de görülebilmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:12) :

- Firmanın ortakları, firmanın gelecek dönemlerde elde etmeyi planladığı/beklediği karlılık düzeyinin azalmasına neden olacak cari dönem kar artışını istemeyebileceklerdir.
- Firma cari dönem sonunda elde ettiği karı, bir sonraki dönemde dağıtmak yerine çeşitli finansal yatırımlara yönlendirebilir. Fakat burada yatırımın geri dönüş oranı önem taşımaktadır. Yatırımın karlılık oranı temettü veriminden düşük kalacak ise bu durum ortaklar için rasyonel bir sonuç olmayacaktır.

Sonuç olarak, doğru finansman kararları ve uygun sermaye bileşiminin firmanın piyasa değerini yükselteceği ifade edilebilir. Franco Modigliani ve Merton Miller, 1985 yılında yayınlanan “Sermaye Maliyeti, İşletme Finansmanı ve Yatırım Teorisi” adlı makalelerinde, vergi ve işlem maliyetinin söz konusu olmadığı tam etkin bir piyasada firmanın piyasa değeri ile finansman kararları arasında bir ilişki söz konusu olmadığını belirtmiş olsalar da literatürde zaman içerisinde yapılan çalışmalar sonucunda firmanın finansman kararlarının, piyasa değerini etkilediğini ifade eden daha gerçekçi aşağıdaki yaklaşımlar ortaya atılmıştır (Akbulut, 2004:1) :

- Borcun fayda ve maliyetlerini analiz eden finansal kriz ve iflas maliyetleri yaklaşımı,
- Öz Sermaye ve borcun temsil maliyetlerini dikkate alan temsil maliyetleri yaklaşımı,

- Yatırımcılarla firma yöneticilerinin firma hakkındaki farklı düzeydeki bilgilere sahip olduğunu varsayan asimetrik bilgi yaklaşımıdır.

Yukarıdaki üç yaklaşımın ortak sonucu; Modigliani ve Miller'in (1985) aksine firmanın finansman kararlarının firmanın piyasa değerini etkileyeceği yönündeki bulgulardır. Çünkü Modigliani ve Miller'in yaptıkları çalışma; vergi, işlem maliyeti ve iflas maliyetinin olmadığı, bilginin piyasa katılımcıları arasından eş anlı olarak paylaşıldığı mükemmel ve tam etkin bir sermaye piyasası varsayımına dayanmaktadır. Ancak gerçek yaşamda firmaların vergi ve finansal maliyetleri söz konusudur ve özellikle firma ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi finansman kararları üzerinde çok büyük bir etkiye sahiptir (Huang, 2012:7). 2010 yılında BIST'da hisse senetleri işlem gören firmalar üzerinde yapılan bir çalışmada firmaların mali yapısının firma değeri üzerindeki etkisinin oldukça fazla olduğu görülmüştür (Birgili ve Düzer, 2010:83). Söz konusu bu bulgulara dayanarak firmaların finansman kararlarının firma değerini etkilediği sonucuna varılabilir.

Finansman kararlarının firma değerine olan etkisi, borç ve öz kaynak yöntemlerinden seçilen yöneme göre değişebilecektir.

- Borçla Finansman Yönteminin Firma Değerine Olan Etkisi : Firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullandıkları en temel alternatif iç kaynaklar olup onu kaldıraç avantajı sayesinde borçlanma izlemektedir ve borçlanmanın firma değeri üzerinde pozitif bir etkisi söz konusudur (Masulis,1983:2-5). Firmanın borçluluk düzeyi arttıkça hisse başına düşen karlılığını arttırdığını ifade eden kaldıraç avantajı olgusu birçok firma tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Ancak 2014 yılında BIST'da 56 üretim işletmesi üzerinde yapılan bir araştırmada yukarıdaki genel kanının aksine borçlanmanın firma değerini olumsuz yönde etkilediği belirtilmiş, finansal kaldıraç oranının firmanın değeri ile anlamlı ve negatif yönde bir ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir (Ayrıçay ve Türk, 2014:57-68). Borçlanma ile firma değeri arasındaki ilişki birçok çalışma ile ortaya konulmuştur. Ancak aradaki ilişki firmanın özelliklerine göre daha fazla veya daha az olabilecektir. Örneğin bazı firmalarda kaldıraç etkisi daha fazla iken bazı firmalarda ise daha az hissedilebilecektir. Bunu etkileyen birçok faktör söz konusudur. 2012 yılında BIST'da 63 firma üzerinde yapılan inceleme sonucunda kaldıraç etkisinin

firmaların aktif büyüklüğüne göre değişebildiği sonucuna varılmıştır (Yener ve Karakuş, 2012:84-92). Sonuç olarak firmanın borçluluk seviyesini ifade eden kaldıraç oranının firmanın değeri üzerinde etkili olduğu ancak bu etkinin yönünün firmanın aktif büyüklüğü başta olmak üzere birtakım özelliklerine göre değişmektedir.

- Öz Kaynak Finansman Yönteminin Firma Değerine Olan Etkisi : Firmanın yeni ortak kazanmadan sadece borçlanma yoluyla finansmanı tercih etmesinin, ileriki dönemlerde üreteceği nakit akışlarının üzerinde kontrol gücünü paylaşmak istememesinden ve kaldıraç avantajını kullanarak firmanın değerini yükseltmek istemesinden kaynaklandığı düşünülebilir. Ancak firmanın nakit akışlarına ilişkin söz konusu kontrollerin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkisi; yönetim kontrolüne, yasal kurallara ve yatırımcıların korunmasına yönelik uygulamalara bağlıdır ve nakit akışlarına ilişkin haklar üzerinde yüksek kontrol firmanın değerini düşürmemektedir (Driffled, Mahambare ve Pal, 2007:28-29). Buradan hareketle firmanın öz kaynak yöntemiyle finansmanı tercih ederek yeni ortaklar elde etmesinin firmanın değerini düşürmediği ifade edilebilir. Hatta firmanın nakit akışları üzerindeki kontrolün firma yönetiminin stratejik kararlarda vekalet problemine neden olacak şekilde insiyatif kullanmasına engel olacağı belirtilebilir.

Finansman yapısının firma değerini etkilediği olgusu birçok çalışma ile incelemeye konu olurken finansman yapısının dağılımı da aslında firma değerini belirlemesi açısından önem taşımaktadır. Altan ve Arkan çalışmalarında (2011), firmanın öz kaynaklarında %1 oranında bir değişimin firmanın değerini %1,183 değiştirdiğini, kısa vadeli borçlarındaki %1 oranındaki değişimin firmanın değerini %0,362 oranında değiştirdiğini ve son olarak uzun vadeli borçlarda %1 oranındaki değişimin firma değerini %0,163 oranında değiştirdiğini tespit etmiştir. Çalışmanın sonucuna göre öz kaynaklar ile finansmanın borçla finansmana göre firma değerini daha çok etkilediği görülebilmektedir.

3.4 Firmaların Finansal Yapılarında Borç ve Öz Kaynak Tercihi

Firmaların ekonomik yaşam süreçleri boyunca yatırım ile günlük / operasyonel faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kullanabilecekleri öz kaynak ve borç

olmak üzere iki temel fon kaynağı bulunmaktadır. Her bir fon kaynağının firma için birtakım avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Borç ve öz kaynağın kombinasyonu sermaye yapısı olarak bilinir ve firmanın piyasa değerini maksimum yapabilmesi için en uygun borç ve öz kaynak bileşimini seçmesi gerekmektedir (Pandey, 2005:5).Çünkü bu şekilde firma sermaye maliyetini minimize etmiş olacaktır. Sermaye bileşiminde borç ve öz kaynak dağılımına ilişkin oranlar standart olmayıp firmanın faaliyete bulunduğu sektöre, firmanın yaşına, kurumsallık derecesine ve finansal kabiliyeti gibi birçok faktöre bağlı olarak değişmektedir.

Öz Kaynak, işletmenin hisse senedi satışı ile yeni ortaklara sahip olması sonucunda elde ettiği fona denmektedir ve firmanın hisse senedini satın alan yatırımcılar firmanın hisse senedi sahibi sıfatıyla ortaklık hakkına sahip olurlar. Firmanın hissesini satın alan hissedarların söz konusu yatırımdan temettü ve sermaye kazancı şeklinde iki tür getirisi olmaktadır (Pandey, 2005:4). Temettü veya kar payı getirisi, işletmenin ortaklarına dönem sonu veya ara dönem karından yapmış oldukları ödemeye denir. Sermaye kazancı ise firmanın hissesini satın alan yatırımcıların sahip oldukları hisseleri daha yüksek bir fiyattan satmak suretiyle sağladıkları kazanca denmektedir. Borçlanma yönteminde firma, finansal kuruluşlardan kredi alır veya tahvil ve finansman bonusu gibi finansal varlıkları yatırımcılara ihraç eder ve dönem sonunda üzerinde anlaşılan faiz maliyetiyle birlikte söz konusu borcu finansal kuruluşla ve yatırımcılara geri öder.

Literatürde firmaların sermaye yapısına yönelik karar belirleyicilerini açıklamada kullanılan iki temel teori, finansman hiyerarşisi teorisi (pecking order theory) ve ödünleşme (dengeleme-trade off) teorisidir.

Finansman hiyerarşisi teorisi; firmanın öncelikle yatırım fonları olarak dağıtılmayan karları kullanacaklarını varsayar, ihtiyaç olması durumunda tahvil ve öz sermaye fonlarını kullanacaklarını kabul etmektedir. Özellikle kar elde eden firmaların bu hiyerarşiyi izleyerek daha az borçlanma eğiliminde bulunacaklarını ve bu şekilde daha az finansal riske maruz kalacaklarını varsaymaktadır (Albayrak ve Akbulut,2008:59). Bu yöntem literatürde otofinansman yöntemi olarak bilinir ve firmanın iç kaynaklar üzerinden büyümesini ifade etmektedir. Firmanın kendi faaliyetlerinden doğan fonlarla

yatırımlarını finanse etmesi firmanın daha az borçlanma seviyesine sahip olması anlamına gelmektedir. Azalan borçluluk seviyesi firmanın faiz ve kur gibi finansal şoklara daha az maruz kalacağı anlamına geldiği gibi firmanın borçlarını geri ödeyememe riskinin diğer firmalara nazaran daha düşük olmasını sağlamaktadır.

Ödünleşme teorisi; firmanın yüksek oranda temettü ödemesi gerçekleştirmesinin firmanın dışsal finansman ihtiyacının düşük olduğunu ifade edeceğinden temettü ödemeleri ile firmanın mevcut borçlanma seviyesi arasında negatif bir ilişkinin olduğunu varsaymaktadır (Gülşen ve Ülkütaş, 2012:52). Yüksek temettü ödeme firmanın nakit üretebilme kabiliyeti ile doğrudan ilişkilidir. Etkin ve verimli faaliyetler yürüten ve düzenli kar elde eden firmaların likidite açısından daha sıkışık firmalara göre daha az borçlanma eğiliminde olacağı kabul edilebilir.

Firmaların sermaye yapısı kararlarında salt borçlanma veya hisse senedi ihracı seçenekleri yanında her iki yöntemin özelliklerine sahip alternatifler de etkili olabilmektedir. Yani bir firma klasik tahvil ihracı yerine hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil (convertible bonds) ihraç edebilir veya adi hisse senedi ihracı yerine imtiyazlı hisse senedi (preferred stocks) ihracı gerçekleştirebilir (Laurent, 2000:28-30). Firmanın hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç ettiğinde aslında borçlanma ile birlikte öz kaynak yöntemiyle finansmanı birlikte gerçekleştirmiş olduğu düşünülebilir.

İmtiyazlı hisse senedinin adi hisse senedi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin ise normal tahvil yerine kullanıldığı varsayımı altında; karlılığı çok volatil olan özellikle büyük ölçüde sabit sermaye yatırımı yapan ve gelecekte büyüme potansiyeli yüksek olan firmaların daha az borçlanma eğiliminde olduğu ve bu nedenle firmaların imtiyazlı hisse senedi ihracına daha fazla başvurduğu görülmektedir (Laurent, 2000:28-30). Bu profildeki bir firmanın imtiyazlı hisse senedi ihraç etmesinin nedeni olarak karlılığın çok volatil olması nedeniyle borcun zamanında ödenmesini sağlayacak finansal akışı üretememesi ihtimali gösterilebilir.

Firmaların kendileriyle ilgili piyasada oluşan algıyı baz alarak, borç ve öz kaynak finansman tercihlerini zamanladığı görülebilmektedir. Özellikle

analistlerin firmanın uzun dönem büyüme performansı hakkında iyimser oldukları dönemlerde (özellikle AR&GE yatırımları söz konusu olduğunda) finans yöneticilerinin hisse senedi ihracını borçla finansmana göre daha çok tercih ettiği görülmektedir (Lewis ve Tan, 2016:600). Firma yönetimi bu şekilde piyasa zamanlaması yapmış olmakta, yatırımcıların firma ile ilgili pozitif algısını hisse senedi fiyatına yansıdığını gözlemlediklerinde hisse senedi ihracını gerçekleştirmektedirler. Böylelikle söz konusu ihraçtan beklenen gelir maksimize edilmiş olur ve hatta firmanın ihtiyaç duyduğu finansman tutarının üstünde bir fon kaynağı elde edilmiş olmaktadır.

Firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla gerçekleştirdikleri menkul kıymet ihraçlarının türü (hisse senedi / tahvil), zamanlaması ve büyüklüğünü etkileyen ihtiyat güdüsü kaynaklı fon talebi ve piyasadaki likidite sıkışıklığı kaynaklı fon talebi olmak üzere iki temel yaklaşım söz konusudur. İhtiyat güdüsüyle fon talebi, firmaların sermaye piyasa koşulları iyi olduğu zaman finansal likidite sağlamak amacıyla menkul kıymet ihracına daha fazla ağırlık verdiklerini, bununla birlikte piyasa koşullarının iyi olmadığı zamanlarda ise menkul kıymet ihracını daha az tercih ettiğini ifade etmektedir. Likidite sıkışıklığı varsayımı ise, firmaların piyasa koşulları ne olursa olsun finansman amacıyla menkul kıymet ihracını gerçekleştirdiklerini ifade etmektedir. (McClean ve Palazzo, 2016:1-3). Çünkü faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı yetersiz olan, borçlanma limitleri dolmuş olan veya riskli seviyede olan firma içerisinde bulunduğu likidite sorununu aşmak adına piyasadaki algıdan bağımsız hareket ederek hisse senedi ihracını gerçekleştirmiş olur. Amaç piyasa zamanlaması yaparak ihraçtan elde edilecek geliri maksimum kılmak değil bilakis sadece ihtiyaç duyulan ek finansman tutarını elde etmektir.

Firmaların borç ve/veya öz kaynak finansman kararlarında birden fazla faktör etki yapabilmektedir. Her şeyden önce yatırım yapılması planlanan varlıkların sağlayacağı getirinin dönemi ile firmanın nakde ihtiyaç duyduğu dönem arasındaki ilişki çok önemlidir. Örneğin yeni hisse senedi ihracı kararının ve uygulamasının uzun vadeli sonuçları dikkate alındığında, firma yöneticileri kısa vadeli finansman kararları vermek durumunda kalabilmekte ve dolayısıyla edinilecek varlıkların beklenen getirisinin dönemi ile varlıkların edinilmesi için katlanılan borç maliyetinin vadeleri arasında uyumu yakalamaya

alışmaktadırlar (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:9). Bu şekilde firmalar finansmanda vade uyumunu yakalamış olmakta ve kısa vadeli fonlarla kısa vadeli yatırımlarını, uzun vadeli fonlarla ise uzun vadeli yatırımlarını finase etmiş olmaktadır.

Borç ve öz kaynak ile finansmanın birbirinden farklılıkları izelge 3.1.'de gösterilmiştir:



Çizelge 3.1: Öz Sermaye ve Borç Kullanımı Arasındaki Farklar

FON ARZ EDEN TARAF İÇİN	ÖZ SERMAYE	BORÇ KULLANIMI
Firma ile kurulan hukuki ilişkiye göre	Firma ile ortaklık ilişkisi kurulur. Fona arz eden taraf sermayedeki payı oranınca oy hakkına sahip olur.	Firma ile alacaklılık ilişkisi kurulur. Ortaklık veya yönetime katılma söz konusu değildir.
Firmadan sağlanan / beklenen getiriye göre	Firmanın dönem sonu elde edeceği kar üzerinden pay alma yani temettü geliri.	Önceden anlaşılan oran ve anapara üzerinden hesaplanan faiz geliri.
Firma ile kurulan ilişki sonucunda karşı karşıya kalınan riske göre	Firmanın tüm borçlarından sorumlu olma, firmanın elde edeceği zararı katlanma ve iflas riski fon arz edenin karşı karşıya olduğu başlıca risklerdir.	Firmanın borçlarını ödeyememesi veya iflas etmesi halinde alacağın tahsili ile ilgili sınırlı finansal risk söz konusudur.
FON TALEP EDEN TARAF İÇİN	ÖZ SERMAYE	BORÇ KULLANIMI
Finansal Riske Göre	Düşük finansal kaldıraç ve düşük finansal risk.	Artan borçluluk oranı nedeniyle daha yüksek finansal risk.

Kaynak : Baraçlı ve İme (2013:56)

Borçla finansmanda borç seviyesinin ve vade bileşiminin belirlenmesi gerekmekte olup özellikle kısa vadeli borçlanmalar, işletme sermayesine bağlı olarak likidite riski taşımaktadırlar ve bu nedenle birçok firma öz kaynak ile finansmanı tercih edebilmektedir (Aydın vd., 2015:3). Çünkü işletme oto finansman yöntemini tercih etmek suretiyle elde etmiş olduğu karı dağıtmayarak elde tutabilir veya hisse senedi ihraç etmek suretiyle de faiz ve anapara gibi finansman yüküne katlamadan önemli bir finansman kaynağı elde edebilir.

Şirketlerin finansman kararlarında borçlanma yolunu tercih etmelerinin en önemli nedeni borcun vergi avantajı olmasıdır. Çünkü firmanın ödediği faiz vergiden düşülebilir bir giderdir ancak kar payları için bu durum söz konusu değildir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:413). Borçla finansmanın vergi avantajı sayesinde firmanın öz sermaye karlılığını artırmasına kaldıraç etkisi denir. Ancak bununla birlikte borçla finansman aynı zamanda artan finansal riske işaret etmektedir. Firmanın mali yapısında borcun oranını ifade eden kaldıraç oranı arttıkça firmanın borçlarını geri ödeyebilme riski de artmış

olacaktır. Bu nedenle finansal kaldıraç kullanımı öz sermaye karlılığına katkı yapması nedeniyle olumlu karşılanmakla birlikte firmanın kaldıraç derecesinin sürekli artış göstermesi firmayı fon arz edenlerin gözünde finansal açıdan daha riskli yapacağı için olumsuz olarak da görülebilmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:409). Firmaların, borçlanma yoluyla finansal kaldıracı başvurmaları halinde faizin vergi avantajı sayesinde, tamamen öz kaynak ile yapılan finansman durumunda elde edilen öz sermaye karlılığından daha yüksek öz sermaye karlılığına ulaşacak olmaları yatırımcılar açısından olumlu bir durum olarak kabul edilmektedir. Ancak firmanın kullandığı borcu faizi ile birlikte geri ödeme durumunda olması, firmanın faaliyetlerinin finansman giderlerini karşılayacak derecede verimli olmasını gerektirmektedir. Bunu başaramayan firmaların olası bir finansal kriz içine girmeleri söz konusu olacağından dolayı bu durum yatırımcılar nezdinde negatif bir reaksiyona sebep olabilecektir.

Borç kullanımının söz konusu olmadığı durumlarda firma ortaklarının getirisi firmanın getirisine eşit olmaktadır (Pandey, 2005:5). Borç kullanımı, ortakların getirisini etkilemekte hatta hisse başına getiriye arttırmakta ancak firmanın finansal riskini de arttırmaktadır

Hisse senetleri organize bir borsada işlem gören halka açık bir firmanın hisse senetleri defter değerinin altında iskontolu işlem görüyorsa, firma yeni hisse senedi ihracı ile öz kaynak finansmanı yerine borç kullanımını tercih edebilecektir. Bundaki en büyük sebep, firma yönetimini ele geçirmek (hostile takeover) isteyen diğer yatırımcıların firmanın yeni ihraç edeceği hisse senetlerini satın alma işine girişme ihtimalleridir (Brigham ve Houston, 2010: 21). Özellikle hisse senetleri iskontolu işlem gören firmalardan büyüme potansiyeli yüksek ve iş modeli gelecek vaad edenlerin hisse senetleri toplanmak suretiyle bu firmaların yönetiminin ele geçirilebildiği görülebilmektedir.

Firmanın borç ve öz kaynak tercihinde belirleyici faktörler şunlardır (Burca, 2008:2):

- **Süre** : Borcun bir vadesi olmakla birlikte hisse senedi için vade söz konusu olmayıp sonsuz vadelidir.
- **Gelir Üzerindeki Hak** : Yapılan sözleşme gereği borçlanmada firmanın aldığı anaparaya karşılık faiz ödemesi zorunludur ancak firma yönetimi bazı sebepler doğrultusunda ortaklarına temettü ödemeyebilir ve otofinansman yönüne başvurarak dönem sonu karını yedekler içerisinde muhasebeleştirir.
- **Yönetime Katılma Hakkı** : Firmaya borç veren kreditorlerin firma nakit akışı üzerinde sadece alacaklılık hakkı vardır. Dolayısıyla yönetime katılmaları söz konusu değildir. Ancak firmanın hissedarlarının oy hakkı ile yönetime katılmaları söz konusudur.
- **Firmanın Aktifleri Üzerindeki Hak** : Tasfiye sürecine girmiş bir firmanın, tasfiye terekesinden öncelikle alacaklı olanlara daha sonra ise hissedarlara ödeme yapması söz konusudur. Özetle alacaklılar tasfiyeden öncelikli pay alma hakkına sahiptirler.

Yatırımcılar, sermaye piyasasından tahvil vb. araçları ihraç ederek borçla finansman yolunu seçebilecekleri gibi hisse senedi ihraç etmek suretiyle firmaya yeni ortaklar kazandırarak öz kaynak ile finansman yolunu da seçebileceklerdir. Çalışmanın konusunu, ilk halka arzı gerçekleştirmiş, hisse senetleri organize piyasada işlem gören anonim şirketlerin, finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tekrar halka arz yöntemini seçmelerini ifade eden dönemsel halka arzlar oluşturduğu için; çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde halka arz ve dönemsel halka arz kavramları incelenecek ve firmaların dönemsel halka arz süreçleri detaylı bir şekilde açıklanacaktır.



4. HALKA ARZ

Öz kaynak yöntemiyle finansmanın bir türü olan halka arz, firmalar tarafından sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılan stratejik finansal bir süreçtir. Halka arz (Initial Public Offerings – IPO) en genel ifadeyle, firmanın ilk kez halka açılmasını ifade etmektedir. Halka arz, daha çok kurumsal finansman ile ilgili olup firmanın piyasa değerinin belirlenmesinde kritik rol oynamaktadır.

4.1 Halka Arz Kavramı

Halka arz kavramı; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'un 3. maddesinde sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış olarak ifade edilmektedir. Halka arz, firmanın sermayesini temsil eden nominal hisse senetlerini satarak yeni ortaklar bulması sürecini ifade etmektedir. Diğer bir tanımlamayla halka arz; halkın bir anonim şirkete kuruluşta kurucu veya ortak olmaya (ilk halka arz), sermaye artırımında rüçhan haklarını kullanmaya veya kullanılmayan rüçhan haklarını satın almaya (dönemsel halka arz) davet edilmesi ve hisse senetlerine ilk defa borsada pazar açılmasıdır (Karslı, 2004: 432). Halka açılma firma için finansal ve hukuksal birtakım yeni sonuçlar doğurmaktadır. Her şeyden önce firma TTK ile birlikte SPK düzenlemelerine tabi olmaktadır.

Ljungqvist (2004) halka arzı, özellikle genç firmalar için sermaye piyasalarına erişim imkanı sağlayan ve şirketin faaliyetlerinin ve yatırımlarının fonlama maliyetini düşürerek bu firmaların yaşamında çok önemli bir yere sahip olan stratejik finansal bir karar olarak tanımlamaktadır. Halka arzın stratejik bir karar olması, firmaların faaliyet yaşamları boyunca sürekli veya her gün değil bir veya birkaç kez uyguladıkları bir karar olmasına dayanmaktadır.

İlk halka açılma, hisse senetlerinin satış amacıyla halka ilk kez duyurulmasını ifade etmektedir. Şirketin finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla yeni hisse senetlerinin ilk kez satıldığı halka arz, birincil açılma olarak da adlandırılmaktadır (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:375). Eğer firma ortakları ve mevcut hissedarlar, ellerindeki senetleri başka yatırımcılara satıp yeni ortaklar edinmek suretiyle nakde çevirmek isterlerse o zaman yapacakları işlem ikincil açılma olarak adlandırılacaktır.

Bir firma hisse senedini halka arz ettikten sonra “halka açık şirket” niteliğini kazanmış olur. Ülkemizdeki yasal düzenlemelere göre halka açık bir şirket hisse senetlerini halka arz eden veya halka arz etmiş sayılan şirketlerdir. Özellikle halka arz etmiş olarak sayılmak ifadesi, ortak sayısı 500 ve daha fazla olan firmalar için kullanılmaktadır. Eğer bir firmanın ortak sayısı 500 ve daha fazla ise veya şirket yazılı ve/veya sözlü bir şekilde halkı ortaklığa çağırmış ise bu şirket halka açık şirket olarak tanımlanmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2015: 13). Görüldüğü üzere halka açık sayılmak için firma hisse senetlerinin borsada alım – satıma konu olması şart değildir. Firma, hisse senetleri borsada işlem görmese bile halka açık bir firma olarak SPK’un hükümlerine tabi olabilmektedir.

Sermaye piyasalarında öz kaynak ile finansman sağlama yöntemi olarak halka arz; bir ülkede sermaye birikiminin sağlanması yanında sermayenin de tabana yayılması ve adil dağılım göstermesi işlevleri ile ekonomik kalkınma sürecinde kritik rol oynamaktadır. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde halka açık şirket sayısı oldukça fazla iken ülkemizde halen istenilen seviyede değildir. Ancak ülkemizde özellikle 2010 yılında başlayan halka arz seferberliği ile firmaların halka arz edilmesi konusunda ilerlemeler kaydedilmiştir. Çizelge 4.1.’de Türkiye’nin de aralarında bulunduğu seçilmiş ülkelerin halka açık şirket sayıları verilmiştir.

Çizelge 4.1: Ülke Bazında Borsada Yer Alan Şirket Sayıları

Dünya Borsaları	2015			2016			2016 - 2015 DEĞİŞİM		
	Toplam	Yerli Firmalar	Yabancı Firmalar	Toplam	Yerli Firmalar	Yabancı Firmalar	Toplam	Yerli Firmalar	Yabancı Firmalar
Amerika									
TMX Group	3.559	3.501	58	3.419	3.368	51	-4%	-4%	-12%
Nasdaq - US	2.859	2.471	388	2.897	2.509	388	1%	2%	0%
NYSE Group	2.424	1.910	514	2.307	1.822	485	-5%	-5%	-6%
BM&FBOVESPA S.A.	359	345	14	349	338	11	-3%	-2%	-21%
Bolsa de Comercio de Santiago	310	223	87	298	214	84	-4%	-4%	-3%
Bolsa de Valores de Lima	310	212	98	264	217	47	-15%	2%	-52%
Diğer	382	312	70	369	311	58	-3%	0%	-17%
Amerika Toplam	10.203	8.974	1.229	9.903	8.779	1.124	-3%	-2%	-9%
Asya - Pasifik									
BSE Limited	5.836	5.835	1	5.821	5.820	1	0%	0%	0%
Japan Exchange Group	3.513	3.504	9	3.541	3.535	6	1%	1%	-33%
Australian Securities Exchange	2.108	1.989	119	2.095	1.969	126	-1%	-1%	6%
Korea Exchange	1.961	1.948	13	2.059	2.039	20	5%	5%	54%
Hong Kong Exchanges and Clearing	1.866	1.770	96	1.973	1.872	101	6%	6%	5%
Shenzhen Stock Exchange	1.746	1.746	0	1.870	1.870	NA	7%	7%	
National Stock Exchange of India Ltd.	1.794	1.793	1	1.840	1.839	1	3%	3%	0%
Shanghai Stock Exchange	1.081	1.081	0	1.182	1.182	NA	9%	9%	
Taiwan Stock Exchange	896	824	72	911	833	78	2%	1%	8%
Bursa Malaysia	902	892	10	903	893	10	0%	0%	0%
Diğer	3.698	3.358	340	3.751	3.421	330	1%	2%	-3%
Asya - Pasifik Toplam	25.401	24.740	661	25.946	25.273	673	2%	2%	2%
Avrupa - Orta Doğu - Afrika									
BME Spanish Exchanges	3.651	3.623	28	3.506	3.480	26	-4%	-4%	-7%
Euronext	1.068	944	124	1.051	936	115	-2%	-1%	-7%
Nasdaq Nordic Exchanges	832	800	32	938	900	38	13%	13%	19%
Deutsche Börse AG	619	555	64	592	531	61	-4%	-4%	-5%
Tel-Aviv Stock Exchange	461	440	21	451	427	24	-2%	-3%	14%
Borsa İstanbul	393	392	1	381	380	1	-3%	-3%	0%
Johannesburg Stock Exchange	382	316	66	376	303	73	-2%	-4%	11%
SIX Swiss Exchange	270	234	36	264	227	37	-2%	-3%	3%
The Egyptian Exchange	252	250	2	254	251	3	1%	0%	50%
Moscow Exchange	254	251	3	245	242	3	-4%	-4%	0%
Diğer	1.954	1.717	237	1.963	1.732	231	0%	1%	-3%
Avrupa - Orta Doğu - Afrika Toplam	10.136	9.522	614	10.021	9.409	612	-1%	-1%	0%

Kaynak : World Federation of Exchange (WFE), Ocak 2017 Raporu, s.2

Çizelgedeki veriler; yatırım fonları, yatırım şirketleri ile holding şirketleri hariç şirket sayısını vermektedir. Özellikle yukarıdaki şirket türlerini de hesaba kattığımızda BIST pay piyasasında 2015 yıl sonu itibariyle serbest işlem platformu dahil toplam 436 şirket bulunmaktadır. Söz konusu Çizelge da BIST'un toplam şirket sayısının dikkate alınması durumunda bile göreceli olarak özellikle gelişmiş ülke borsalarının çok gerisinde kaldığı görülebilecektir.

4.2 Halka Arz Karar Dinamikleri

Halka arzı gerçekleştirecek bir firma, süreçle ilgili iki konuda karar vermek durumundadır. Bunlardan birincisi halka arza karar verme, ikincisi ise halka arzın zamanlamasıdır.

4.2.1 Halka arzı gerçekleştirme kararı

Halka açılmaya karar verme firmalar açısından en sancılı ve kritik bir süreci ifade etmektedir. Çünkü bir firma halka arz kararı verdikten sonra diğer aşamalar bu kararın uygulaması niteliğinde olup nispeten daha kolay olacaktır. BIST tarafından yayınlanan “Halka Arz ve Borsada İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı” (Halka Arz Rehberi)’na göre bir şirketi halka arz kararı vermeye yönlendiren birbirinden farklı koşullar bulunmaktadır:

- Şirket, büyüme ve yatırım finansmanı olarak halka arzı tercih edebilir,
- Halka açık şirketlerin artan bilinirliği ve daha şeffaf finansal uygulamaları sayesinde oluşan finansal açıdan daha sağlam olduğu algısı, kendileri için yatırımcı çekme ve stratejik ortak bulma konusunda avantaj oluştururken, halka kapalı firmalar açısından dezavantaj oluşturacaktır.
- Yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, daha önceden satın alıp büyüterek belirli bir aşamaya getirdikleri şirketlerini halka arz ederek söz konusu yatırımdan bekledikleri getiriye realize etme yolunu seçebilirler,
- Şirket, personelin daha verimli ve etkin çalışması amacıyla hisse opsiyon stratejilerini kullanabilir,
- Şirketin halka arz sonrası finansal çevrede artan tanınırlığı sonucunda yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdinde kredibilitesi artar.

Hisselerin yeni ortaklara satışı yoluyla gerçekleşen halka açılma sürecinde firmanın göz önünde bulundurması gereken birtakım faktörler söz konusudur (Draho, 2004:1):

- Şirketin Değişen Hukuki Yapısı
- Halka Açılmanın Maliyetleri

Halka açılma, şirketlerin hukuki ve ekonomik yapısını değiştirmektedir. Her şeyden önce halka açılan bir şirket, bir veya birkaç gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklığından çok daha farklı bir organizasyon yapısına gitmekte, çok dağınık ve yüzlerce ortağı olan bir şirket halini alabilmektedir. Azınlık denilen bu

topluluğun bilgi alma, kardan pay alma, özel denetçi atama vb. gibi ülkemizde de uygulanan hakları söz konusudur. Daha önceden ticari sır diye saklanan firmanın finansal ve operasyonel kabiliyetleri, bilgileri, sonuçları ve geleceğe dönük birtakım projeksiyonlarının en azından bir kısmı; hem yasal yükümlülükler nedeniyle hem de kurumsal yönetim gereği yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla açıklanmak durumundadır (Hamer, 2007:1). Ülkemizde yürürlükte olan sermaye piyasası uygulamaları gereği firmalar hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek nitelikte olan her bir gelişmeyi en seri iletişim vasıtasıyla kamuya paylaşmak durumundadırlar. Bu bilgiler arasında firmanın finansal tablo bilgileri, temettü ve sermaye artırım bilgileri, yatırım haberleri, birleşme, bölünme ve tasfiye gibi bilgiler yer almaktadır. Daha önceden bu bilgileri açıklamakla yükümlü olmayan firmalar halka açılma sonrasında bu bilgileri rakip firmaların öğrenmesi pahasına yayınlamak zorunda kalmaktadırlar.

Halka açılma aynı zamanda firma için kotasyon ve kayıt maliyeti, bağımsız denetim kuruluşuna ödenen ücretler, yatırım bankası ve aracı kuruluşa ödenen ücretler ile yasal ve kurumsal finansman danışmanlık firmalarına ödenen ücretleri gibi hatırı sayılır bir maliyet unsuru teşkil etmektedir. Halka arz maliyetleri, firmanın toplam halka arz büyüklüğünün %10'na kadar ulaşabilmektedir (Hamer, 2007:3). Bu nedenle halka arzdan beklenen getiri ile maliyetlerin birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Söz konusu bu maliyetlerin büyük bölümü bir kez katlanılan direkt maliyetler olup bazı maliyetler (genel kurul, faaliyet raporu ve finansal tabloların hazırlık çalışmaları) sürekli olarak şirket tarafından karşılanmaktadır.

Literatürde yer alan çalışmaların neredeyse tamamında, firmaların halka açılma nedenlerinin en başında genelde sermaye ihtiyacının karşılanması kriteri gelmektedir. Fakat halka açılma salt ucuz finansman yönteminin ötesine giden stratejik bir süreçtir. Loughran, Ritter ve Rydqvist'in 1994 yılında yayınlanan çalışmalarında; 1960 – 2000 dönemi için 38 ülkede yapılan 20 bine yakın halka arzın karakteristik özellikleri ortaya konulmuş ve özellikle ABD ve Avrupa firmalarının halka arz sayısı, halka arz büyüklüğü ve halka arz zamanlaması gibi konularda tamamen farklılaştığı görülmüş ve bu nedenle firmaların halka arz nedenlerinin sadece finansman ihtiyacı olmayacağı ve

halka arz nedenlerinin birbirinden farklılaşabileceğini belirtmişlerdir (Draho, 2004:4). Çalışmalarında firmaların halka arza karar vermelerinde özetle; şirketin yaşam sürecinde hangi aşamada olduğu, halka arzın büyüklüğü, halka arz edilen firma sayısı gibi faktörlerin etkili olduğunu görmüşlerdir. Çalışma döneminde ABD’de yaklaşık 15 Bin halka arzın yapıldığını bununla birlikte tüm Avrupa kıtasında bile ancak bu sayının 3’te biri oranında halka arzın yapıldığına dikkat çekmişlerdir. ABD’de olduğu gibi bir ülkede halka arz deneyimlerinin fazla olmasının aşağıdaki nedenlerden dolayı halka arz olmayı planlayan firmaların karar verme sürecinde etkili olduğunu belirtmişlerdir :

- Ülkedeki sermaye birikiminin fazla olduğunu gösterir,
- Yatırımcıları korumak için yasal düzenlemelerin varlığını ve gelişmişliğini gösterir,
- Etkin ve derin bir ikincil piyasanın varlığına da işarettir.

Çok az halka arz deneyiminin yaşandığı bir ülkede bir firmanın sadece basit olarak finansman ihtiyacını dikkate alarak halka arz kararını vermeyeceği çok açıktır.

4.2.2 Halka arzın zamanlaması kararı

Karar aşamasından sonraki süreçte halka arz karar dinamiklerinden bir diğeri halka arzın zamanlamasıdır. Firmalar halka arz için en uygun zaman olarak genel ekonomik trendin yükseliş içinde olduğu büyüme dönemlerini tercih etmektedirler. Dolayısıyla ekonominin yükseliş trendinde olduğu dönemi fırsat olarak değerlendirip, firmaların halka arz girişiminde bulunması sıcak halka arz (hot issue) olarak adlandırılırken, ekonomide yavaşlamanın olduğu veya piyasaların düşüş trendinde olduğu bir dönemde yapılan halka arz soğuk halka arz (cold issue) olarak adlandırılmaktadır (Başpınar, 2008 :22). Firmaların halka arzı sıcak halka arz dönemine denk getirecek şekilde zamanlaması söz konusu halka arzdaki elde edeceği geliri maksimum yapmayı amaçlamasıyla açıklanabilmektedir. Çünkü bu dönemde ekonomik konjonktürün iyi olması nedeniyle yatırımcıların aşırı iyimser olabileceği düşünülecek olursa firmanın hisse senedinin makul değerden daha yüksek fiyatlanması söz konusu olabilecek ve firmanın halka arzdaki beklediği gelirin artış göstermesi sağlanabilecektir. Ayrıca sıcak halka arz döneminde gerçekleştirilecek bir

halka arzın firmanın halka arzda satılamayan payının olması riskini minimize etmesi de beklenmektedir.

Ritter ve arkadaşları (1991), ABD ve Avrupa firmalarının halka arz zamanlaması konusunda ciddi farklılıklar gösterdiğini belirlemişlerdir. Çalışma özellikle ABD firmalarının henüz bebek sayılabilecek dönemlerinde kurulduktan sonra ortalama 7 yıl içerisinde halka arz edildiğini, bununla birlikte Avrupa firmalarının ise kurulduktan ortalama 40 yıl sonra halka arz edildiğini ortaya koymuştur. Ancak 90'lı yıllardan sonra internet devrimi ile birlikte söz konusu süre Avrupa'da 10 yıla kadar düşmüştür. Ritter ve arkadaşlarının bu çalışması, firmaların sadece finansman ihtiyacını gidermek amacıyla halka arz edilmediklerini bir kez daha ortaya koymuştur. Ayrıca Ritter ve arkadaşlarının bu çalışmasının özellikle Avrupa sonuçları dikkate alındığında, küçük ve yeni kurulan firmaların halka arzı tercih ettiği savına ters düştüğü görülmektedir. Çünkü özellikle yeni kurulan firmaların büyümek için sermayeye ihtiyaç duyacakları kesindir. Bu durum ABD'de görülmekle birlikte Avrupa ülkelerinde görülmemiştir. Söz konusu bu durumu Ritter ve arkadaşları, firmaların içinde buldukları ülkelerin makroekonomik gelişimine, sermaye piyasalarının gelişme derinliğine, yasal düzenlemelere vb. ülke ile ilgili faktörlere bağlamışlardır.

4.3 İlk Halka Arzın Katkıları ve Maliyetleri

Halka arzın firmalara en büyük faydası şirketin kurumsal ve bireysel yatırımcıları içerisine alacak şekilde halktan en ucuz maliyetli fon sağlaması ve firmanın daha tanınır ve kurumsal hale gelmesidir. Bunun yanında halka arzın diğer faydaları olarak; şirket sahiplerinin yatırımlarını başka alanlara yaparak çeşitlendirme yapmalarına olanak sağlama ve şirketin potansiyel yatırımcılar nezdinde bilinirliğini ve marka gücünü arttırmak suretiyle sermaye maliyetini düşürmek sayılabilir (Hamer, 2007:1). Artan marka gücü sayesinde daha tanınır hale gelmiş, finansal ve operasyonel bilgileri daha şeffaf bir şekilde paydaşları ile paylaşan, kurumsal yönetim uygulamalarıyla daha profesyonel bir yönetim sergileyen firmaların firma riski azalış göstermekte ve azalan firma riski sayesinde firmanın finansal kuruluşlar nezdindeki kredibilitesi daha yüksek olmaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak finansal kuruluşlar

firmaya verdikleri kredileri daha düşük marjlarda fiyatlayarak firmanın sermaye maliyetini düşürmektedirler.

Firmalar ayrıca halka açıldıktan sonra, hisseleri borsada işlem gören bir şirket olarak, hisse senetlerini karşılık göstererek kredi kullanabilme ve borçlanma araçları ihraç edebilme imkanlarını kullanmak suretiyle ek finansman imkanlarından yararlanabilecektir (Başpınar, 2008:5). Halka açılan bir firmanın sermaye piyasasında tahvil aracılığıyla borçlanabilme imkanı da söz konusudur.

Hisselerini halka arz eden firmaların hisse senetlerinin organize bir piyasada istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde işlem görmesiyle mevcut ortakların hisse senetlerine likidite kazandırılmış olmaktadır.

Halka açılma firmaların kurumsallaşma sürecini de hızlandırmaktadır. Özellikle yatırımcıların firmanın faaliyetleri ve finansal sonuçları hakkında bilgilendirildiği sunum ve raporlar ile inşa edeceği kurumsal ilişkiler, firmanın piyasa değerini koruyacak ve yönetsel kabiliyete sahip organizasyon yapısı vb. gibi faktörler ile firma, halka arz öncesine göre çok daha kurumsal bir yapıya bürünmüş olacaktır (Küçükçaylı, 2013:7). Büyük çoğunluğu aile firmaları olarak faaliyet gösteren halka kapalı firmaların halka açılma sonrası, yerli ve yabancı ortaklarına karşı sermaye piyasası ve ilgili mevzuatlar açısından birtakım yükümlülükleri söz konusu olmaktadır. Söz konusu yükümlülüklerin başında kamuyu aydınlatma ve bilgi paylaşımı, bağımsız denetim ile gerçeğe uygun finansal verileri sağlama gelmektedir.

BIST'un yayınladığı halka arz rehberinde belirtildiği üzere; şirketler halka arz olmak suretiyle menkul kıymetlerini yurt dışı sermaye piyasalarında kote ettirebilecek ve ihraç edebilecektir. Bu sayede şirket, yurt dışı piyasalara erişim sağlamış olur ve yurt dışında artan tanınırlığı sayesinde yabancı hissedar bulması ve/veya onlarla ortak girişim kurması daha olası hale gelmektedir.

Halka arzın firmalar açısından bazı maliyetleri ise şöyle sıralanabilir:

- Halka arzın şirketler açısından en büyük sakıncası; firmaların halka arz sonrası sermaye piyasası mevzuatının getirdiği yükümlülüklerle bağlı olarak şirketi ve hisse değerini etkileyebilecek mali ve operasyonel tüm bilgilerin eş

anlı olarak kamu ile paylaşılması zorunluluğudur (Altın,2010:8). Özellikle şirketin ürünleri, iş modeli ve finansal sonuçları hakkındaki bilgi paylaşımı nedeniyle firmalar, birbirlerinin stratejik ve taktiksel aksiyon planlarını daha kolay tahmin edebilecek ve bu durum rekabeti daha da zorlaştıracaktır.

- Halka arz miktarı / oranı yüksek ise ve halka arz edilecek hisselerin oranı toplam sermaye içinde çoğunluğu temsil edecek oranda ise işletmenin halka açık hisse senetlerinin herhangi bir kişi veya grup tarafından satın alınması olası olacaktır (Yükseltürk,2006:37). Bunun sonucunda firma yönetiminin ele geçirilmesi söz konusu olacaktır. Bu nedenle firma yönetimi hisse senetlerinin fiyatının makul değerinden düşük olmasını istemeyecektir. Ülkemizdeki sermaye piyasası uygulamaları çerçevesinde ihraççı kuruluşlar fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler kapsamında aracı kuruluşlarla sözleşme yaparak hisse senetlerinin fiyatını makul değerde tutmaya çalışabilmektedirler.
- Aktif olmayan piyasa durumu nedeniyle halka arz edilen firmanın hissesinde düşük fiyat olgusu görülebilir. Firmanın hisse senetleri yüksek hacimli değilse diğer bir ifadeyle sıklıkla işlem görmüyorsa bu durumda hisse senedinin likiditesi ve sonucunda da piyasa fiyatı düşecek, bu durum da firmanın piyasa değerini olumsuz etkileyecektir (Altın,2010:9). Hisse senedinin likiditesi yani işlem hacmi yüksek olmayan firmaların hisse senetleri üzerinde fiktif ve manipülatif işlemlerin yapılabilmesi daha olasıdır. Firma yönetimi bu nedenle aracı kuruluşlarla anlaşarak hisse senetlerine derinlik kazandıracak işlemleri yapmak durumundadır.
- İşletmeler halka açılma sonrasında mevzuattan kaynaklanan yükümlülükler ve / veya hissedarların baskısı nedeniyle yüksek oranda temettü dağıtmak durumunda kalabilir (Altın,2010:9) Bu durum da karın şirkette bırakılmak suretiyle şirketin iç kaynaklar üzerinden büyüme potansiyelini düşürebilecektir.

Firmanın halka arz sürecinden genel beklentisi ve / veya amacı getirinin maksimize edilmesidir. Firmanın halka arzdan elde ettiği finansal getiriyi ihraç edilen hisse senetlerinin satış değeri oluştururken; finansal olmayan getirileri ise kurumsallaşma sürecinin hızlanması, kamu nezdinde artan bilinirlik ile tanınırlık oluşturmaktadır. Halka arzın firma için finansal maliyeti ise aracı kurumlara, bağımsız denetim şirketine, değerlendirme firmalarına, reklam ajanslarına ve danışmanlara ödenen ücretler oluşturmaktadır. Finansal

olmayan maliyet kalemlerinin başında ise sermaye piyasası mevzuatına bağlı olmaktan kaynaklı artan yasal yükümlülükler örnek gösterilebilir. Firma, her zaman halka arz karar sürecinde maliyet ve getirileri birlikte düşünmelidir.

4.4 Halka Arz Süreci

Firmaların halka arzda izleyecekleri süreç ülkemizde uygulanan 6362 sayılı SPK hükümleri baz alınarak açıklanacaktır.

BIST tarafından yayınlanan halka arz rehberine göre firmaların halk arz sürecinde üç temel aşama bulunmaktadır:

- Hazırlık süreci ve firma başvurusunun yapılması,
- Firmanın halka arzla ilgili başvuru sürecinde hazırladığı izahnamenin Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nce onaylanması.

İzahname; Kurul'un II- 5.1 nolu "İzahname ve İhraç Belgesi" adlı tebliğinde tanımlandığı üzere, ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini ifade etmektedir. Halka açılma sürecinde izahnamenin hazırlanması SPK'un 4. maddesi ve Kurul'un ilgili tebliği uyarınca zorunlu olup izahnamenin şekil ve formatı Kurul tarafından belirlenmektedir. Mezkur yasal düzenlemeler uyarınca; izahnamede yer alacak bilgilerin yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilir şekilde olması, izahnameden sorumlu kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgilerinin açıkça belirtilmesi, ihraççıya ve varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin temel bilgileri hak ve riskleri belirten özet bölümünün olması vb. kriterler, izahnamenin içermesi gereken asgari şartları olarak gösterilebilir.

- Halka arz edilecek firma hisselerinin borsa kotuna alınması.

Hissenin borsa kotuna alınması, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen payların gerekli şartları taşımaları durumunda ilgili pazarda işlem görmesinin kabul edilmesidir.

4.4.1 Halka arzda hazırlık süreci

BIST'un yayınladığı halka arz rehberinde, halka arz sürecinde Kurul'a başvuru öncesinde yapılması gereken hazırlıklar aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

- **Şirket içi çalışma grubunun oluşturulması.** Potansiyel bireysel ve kurumsal yatırımcılarla ilişki kurup yönetecek yatırımcı ilişkileri (Investor Relations – IR) ile kurumsal ilişkiler (Public Relations – PR) birimlerinin kurulması ve etkin bir şekilde çalışmaları gerekmektedir. Ayrıca süreç içerisinde gerektiğinde hem yasal hem de finansal konularda danışmanlık hizmeti tedarik edilebilir. Şirketin halka arz ekibinde orta düzey yöneticiler, finans, mali ve halka ilişkiler bölümünde çalışan kişiler yer almaktadır. Söz konusu çalışanlar başta olmak üzere dolaylı olarak tüm şirketin bu kritik sürece katılımı esastır. Çalışma grubunun sürece en önemli katkısı, halka arz başvuru sürecinin planlanarak belli bir takvime uyarlanmasıdır.

- **Halka arza aracılık edecek yatırım kuruluşunun belirlenmesi.** Şirketin hisse senetlerinin halka arzının gerçekleştirilebilmesi için Kurul'dan yetki belgesi almış bir aracı kurumla aracılık sözleşmesinin imzalanması gerekmektedir. Aracılık sözleşmesi, aracı kurumun ve halka arzı gerçekleştirecek ihraççı kuruluşun hak ve sorumluluklarını ve aracı kuruluşun aracılık yüklenimi yapıp yapmayacağını, yapılacaksa nasıl yapılacağını belirtmesi ve halka arz yönteminin belirlenmesini içermektedir. Yapılacak halka arzın büyüklüğüne göre ihraççı kuruluş, tek bir aracı kuruluş ile çalışabileceği gibi birden fazla aracı kuruluş ile de çalışabilmektedir. Bu durumda aracı kuruluşlar kendi aralarında bir konsorsiyum oluşturmuş olmaktadır.

Aracı kuruluşların gerçekleştirdikleri aracılık faaliyeti SPK mevzuatı çerçevesinde düzenlenmiştir. Kurul tarafından yayınlanan III-37.1 numaralı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlerine İlişkin Esaslar Hakkında

Tebliğinin 51. Maddesinin 1. Fıkrasında belirtildiği üzere aracı kuruluşlar halka arzda aşağıdaki yöntemlerden birini kullanarak aracılık faaliyetini yerine getirmektedirler :

- En İyi Gayret Aracılığı (best effort underwriting)
- Aracılık Yüklenimi (underwriting).

Aracılık yüklenimi dört şekilde yerine getirilebilir:

- Bakiyeyi yüklenim (stand-by underwriting),
- Tümünü yüklenim (full underwriting),
- Kısmen bakiyeyi yüklenim (partial full underwriting),
- Kısmen tümünü yüklenim (partial stand-by underwriting).

Ayrıca Kurul'un VII – 128.1 numaralı "Pay Tebliği" uyarınca, paylarını ilk defa halka arz edecek ortaklığın;

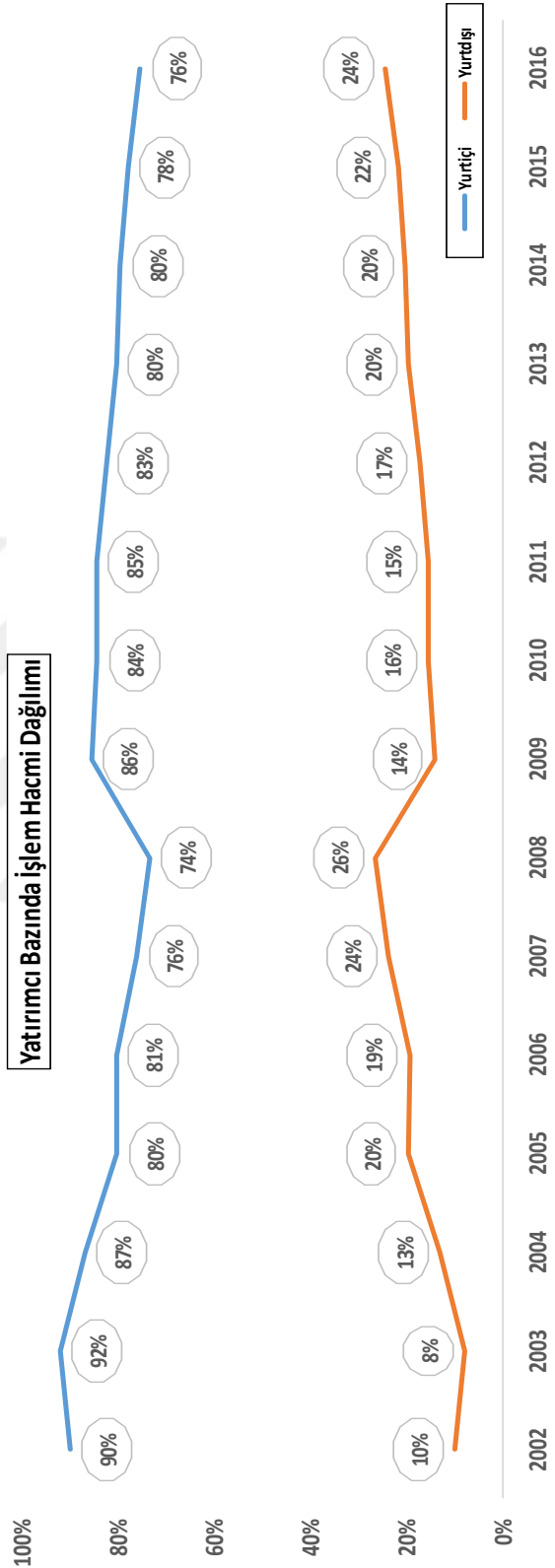
- Halka arz edilecek payların piyasa değerinin 20 Milyon TL'in altında olması durumunda satılmayan payların tamamı için,
- 20 Milyon TL ile 40 Milyon TL arasında olması durumunda ise satılmayan payların 20 Milyon TL'ye kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmı için ise yarısı için;

halka arzda satışa aracılık edecek aracı kurum tarafından halka arz fiyatı üzerinden bu payların satın alınacağına ilişkin ortaklığa karşı yüklenimde bulunulması gerekmektedir. İhraç edilecek payların 40 Milyon TL'in üzerinde olması durumunda bu tür bir yüklenimde bulunulma zorunluluğu yoktur.

Türkiye'de 2015 yıl sonu itibariyle 71 aracı kuruluş faaliyet göstermektedir. Aracı kuruluşların yıllar itibariyle sayı ve yatırımcı bazında işlem hacim bilgisi Çizelge 4.2.'de gösterilmektedir :

Çizelge 4.2: Türkiye’de Yıllar İtibariyle Aracı Kuruluşlar (Milyar TL)

Yatırımcı Bazında Pay Piyasası İşlem Hacmi	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aracı Kurum Sayısı	114	113	103	100	97	98	95	86	85	85	87	87	80	71	60
Yurtiçi Yatırımcı	183	270	360	434	514	590	486	826	1.072	1.164	1.020	1.306	1.377	1.582	1.521
Yurtiçi Bireyler	158	221	296	349	418	475	379	648	842	937	779	960	1.148	1.336	1.288
Yurtiçi Kurumlar	17	31	41	65	66	66	66	93	122	186	203	293	181	188	180
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	9	18	22	20	30	48	41	85	108	42	39	52	48	57	52
Yurtdışı Yatırımcı	20	23	54	107	124	184	175	138	198	213	215	318	353	442	493
Yurtdışı Bireyler	1	1	1	1	2	2	2	3	2	2	2	2	4	4	5
Yurtdışı Kurumlar	6	7	29	45	68	123	120	90	136	152	166	257	283	375	422
Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	13	15	24	60	54	59	53	45	60	59	48	58	66	63	66
TOPLAM	204	293	413	540	638	774	661	964	1.270	1.378	1.236	1.624	1.729	2.024	2.013



Kaynak : Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2015 Yılı Faaliyet Raporu,s.20

- **Bağımsız denetim çalışmasının başlatılması.** Firmalar halka arz sürecinde finansal tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve Kurul tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim şirketinin denetiminden geçirmek zorundadır. Şirketin halka arzda bağımsız denetim yapılacak finansal tablolarının kapsamı, ilgili yıl içinde halka arz yapılacak döneme bağlı olarak değişmektedir. Çizelge 4.3.'te halka arz edilecek dönem ile finansal tabloların bağımsız denetim kapsamı gösterilmektedir.

Çizelge 4.3: Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem ile Bağımsız Denetim Çalışmasının Kapsamı

Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem	İzahnamede Yer Alacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar
1 Ocak – 15 Şubat	Son üç yıllık ya da içinde bulunulan yıldan önceki üç yıllık finansal tablolar ile dokuz aylık ara dönem finansal tablolar
16 Şubat – 15 Mayıs	Son üç yıllık finansal tablolar
16 Mayıs – 15 Ağustos	Son üç yıllık ve üç aylık ara dönem finansal tablolar
16 Ağustos – 15 Kasım	Son üç yıllık ve altı aylık ara dönem finansal tablolar
16 Kasım – 31 Aralık	Son üç yıllık ve dokuz aylık ara dönem finansal tablolar

Kaynak : Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, İstanbul 2016, s.21

- **Esas sözleşme değişikliği ve genel kurul kararı.** Halka arzda karar aşamasından sonra firma ana sözleşmesinde Sermaye Piyasası Mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için hazırladığı tadil tasarılarını Kurul'a sunmak durumundadır. Şirketin halka arz için hazırladığı yeni esas sözleşmesinde, borsada işlem görmesi planlanan payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümler esas sözleşmeden çıkarılmalı, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümleri SPK'na uygun hale getirilmelidir. Halka arzın sermaye artırımı yoluyla yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınmaktadır.

4.4.2 Halka arzda fiyatlama ve fiyatlamayı etkileyen faktörler

Ön hazırlık sürecinin son aşaması halka arz fiyatının belirlenmesi aşamasıdır. Bu aşama, kurumsal finansman uzmanlığı gerektiren kritik bir süreçtir. Fiyatın makul / kabul edilebilir (fair value) olması, hem ihraççı kuruluşun elde edeceği halka arz geliri maksimize etmesi ve piyasa değerinin doğru tespit edilmiş olması açısından hem de yatırımcıların doğru fiyattan alım yaparak orta ve uzun vadede zarar etmemesi açısından ciddi önem taşımaktadır.

Fiyatın belirlenmesi, öncelikle şirket değerinin tespit edilmesi ve daha sonra şirket değeri baz alınarak halka arz edilecek hisse fiyatının tespit edilmesi olarak iki aşamadan oluşmaktadır (Dietrich, 2012:3). Birinci aşamada firmanın iş modeli değerlendirilmektedir. Bu nedenle değerlendirme çalışması, basit finansal tablo analizinin ötesinde firma yönetiminin makul ve açıklanabilir büyüme plan ve hedeflerini de yansıtan analiz olmalıdır. Bu aşama hisse satışının başarısını direkt etkileyen bir aşamadır. Fiyatlandırma aşamasının doğru ve etkin olması halka arz sonrası hisse senedi performansını dolayısıyla da yatırımcıların getirisini etkileyecektir. İkinci aşamada ise firma, şirket değerini baz alarak hisse birim fiyatını belirler. Fakat birçok araştırmacıya göre bu aşamada, halka arzın başarısını garantilemek ve yatırımcılara beklenen getiri fırsatını sunmak için halka arzın değeri olduğundan biraz daha az gösterilebilir. Aslında firmanın halka arz sürecinden parasal beklentisi, satılacak hisse senetlerinin getirisini maksimize etmektir. Ancak bu noktada birlikte çalıştıkları aracı kuruluşla çatışabilirler. Çünkü aracı kuruluş tüm hisse senetlerinin satılabilmesini temin etmek ve ileriki dönemlerde gerçekleştirilecek halka arzlardaki başarı şansını arttırabilmek için fiyatlama konusunda biraz temkinli davranır ve satılacak menkul kıymetlerin gerçek değerinin altında düşük fiyatlama stratejisini izleyebilmektedir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007: 376). Aracı kurumun bu şekilde fiyatlama davranışı gerçekleştirmesindeki temel sebep, halka arzın başarısını garantilemek suretiyle kendi repütasyonunu korumak olarak belirtilebilir.

Literatürde halka arzla ilgili yapılan çalışmalarda, ilk halka arzlarda ilk işlem günü kapanışından itibaren 3 ila 5 yıllık süreç içerisinde yatırımcıların riske göre düzeltilmiş getirilere kıyasla negatif anormal getiri sağladığı görülmüştür (Draho, 2004: 7). Bu nedenle halka arzda fiyatlama sürecinde firma yönetimi

şirketin değerini olduğundan daha düşük belirler (underpricing) ve bu surette yatırımcıya ileriki dönem için getiri sinyali vererek bundan sonra gerçekleştireceği halka arzlar için (seasoned equity offering – SEO) uygun zemin hazırlamış olur. Literatürde firmanın düşük fiyatlama yapmasında etkili olan faktörler arasında; yasal sorumlulukların azalması yaklaşımı, banka ilişkileri yaklaşımı, analistlerin düşük değerlemesi yaklaşımı, sahiplik ve kontrol ile ilgili yaklaşımlar ile ihraççı firma ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi yaklaşımı ve yatırımcı gruplarının kendi arasındaki asimetrik bilgi yaklaşımları yer almaktadır (Hamer, 2007:13).

Halka arzda fiyatlamamanın kritik önemine rağmen aracı kuruluşların aksine halka arzı planlayan firmaların ihraç edilecek hisselerin fiyatının değerlemesinde bilinçli olarak fiyatı yüksek tuttuğu da görülebilmektedir. Bazı girişimciler halka arz olayını salt bir ticari işlem olarak kabul ettikleri için bu işten yüksek getiri elde etmek istemekte, bu durum da onları yüksek fiyat tespitine yönlendirmektedir (Korkmaz ve Ceylan,2015:108). Çünkü halka arzda düşük fiyatlama yeni ortaklar için uygun bir maliyetle alım fırsatı anlamına gelirken mevcut ortaklar ve firmanın sahipleri için ciddi bir maliyet teşkil etmektedir. Ritter ve arkadaşları; yaptıkları çalışmada 1960 – 1987 döneminde ABD’de halka arzı izleyen günlerde hisse senedi fiyatının ihraç fiyatına göre nasıl artış gösterdiğini incelemişler ve yaklaşık 9.000 ihraç üzerinde yaptıkları gözlem sonucunda hisse senedi fiyatının ihraç fiyatına göre ortalama %16 oranında artış gösterdiğini veya diğer bir ifade ile halka arz fiyatının düşük fiyatlandığını tespit etmişlerdir (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:376). Halka arzın büyüklüğüne göre söz konusu maliyet ortaklar için ciddi boyutlara ulaşabilmektedir. Bu nedenle ortaklar ihraç edilecek hisse senedinin fiyat tespitinde yüksek tutar belirlemek ister ve buna göre finansal tablolarını düzenleme girişiminde bulunabilirler.

Özellikle literatürde yer alan önceki çalışmaların çoğunluğu, firmaların halka arz öncesi hisse senedi fiyatını olduğundan yüksek göstermeye çalıştığını ortaya koymaktadır. 1994 yılında ABD’de yapılan çalışmada, 1981 – 1984 yılları arasında halka açılan 12 farklı sektörden toplam 211 şirketin halka arz öncesi iki yıl içinde açıklanan finansal tabloları ile halka arzdan sonraki iki yıl içinde açıklanan finansal tabloları karşılaştırılmıştır. Halka arz öncesi firmaların

bilanço performansını ve karlılığı önemli ölçüde yükselttiği tespit edilmiştir. 1999 yılında Kanada’da yapılan araştırmada, 1990 – 1996 döneminde bilişim sektöründe faaliyet gösteren 25 firmanın halka arz öncesi ve sonrası finansal tabloları karşılaştırılmış ve ABD’deki sonuca benzer olarak firmaların halka öncesi karlılığını önemli ölçüde arttırdığı ve halka arz sonrası karların normale döndüğü görülmüştür (Yükseltürk, 2006: 72). Diğer bir ifadeyle firmalar, halka arz öncesinde, ihraç gelirini maksimize etmek amacıyla finansal tablo manipülasyonu işlemlerine başvurabilmektedirler.

Fiyat tespit sürecinde; firma değeri / FAVÖK, firma değeri / satışlar, fiyat / kazanç oranı, piyasa değeri / defter değeri (PD / DD) oranı gibi piyasa çarpanları analizi, indirgenmiş nakit akımları analizi ve benzer firma sonuçları ile karşılaştırmalı analiz yöntemleri kullanılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 108). Piyasa çarpanları analizi özellikle halka arzı düşünülen hisse senetlerinin emsal firmalara göre daha yüksek fiyatlanıp fiyatlanmadığı konusunda yatırımcılara bilgi vermektedir. İndirgenmiş nakit akımları analizi, firmanın değerini ürettiği nakit akımı üzerinden hesaplamaktadır. Bu amaçla firmanın gelecekte faaliyetlerinden elde etmeyi beklediği nakit akışlarının belli bir iskonto oranı üzerinden indirgenmek suretiyle firmanın analiz tarihi itibarindeki değeri hesaplanmaya çalışılmaktadır.

4.4.3 Türkiye’de halka arzlarda uygulanan başvuru süreci

Türkiye’de uygulanan halka arz başvuru süreci, BIST tarafından 2016 yılında yayınlanan Halka Arz ve Borsada İşlem Görme Rehberi dikkate alınarak açıklanacaktır.

Halka arz çalışmasının ön hazırlıklarının bitmesinin ardından Kurul ve BIST’a başvuru süreçleri başlamaktadır. Payların halka arz başvurusu Kurul’a yapılırken borsada işlem görme başvurusu ise BIST’a yapılmaktadır. Başvuru, ihraççı kuruluş tarafından gerçekleştirilebileceği gibi yetkili aracı kuruluş tarafından da gerçekleştirilebilir.

Şirketin halk arz tanıtım ve reklam faaliyetlerine halka arz başvurusu aşamasında başlanmaktadır. Firma bu aşamada hem ulusal hem de uluslararası yatırımcılara iş modelini ve şirket geleceğini satmaya çalışmaktadır.

Halka arz sürecinin en önemli ve büyük aşaması izahnamenin Kurul tarafından incelenip onaylanması ve BIST'in de şirketin kotasyon için yaptığı başvuruyu kabul etmesidir. Bu aşamaların tamamlanmasıyla birlikte halka arz süreci büyük ölçüde bitirilmiş olur. Fiyat tespit raporunun hazırlanmasından sonra halka arza başlanabilir ve bunun için en erken tarih raporun yayımlanmasını takip eden üçüncü gündür. Hazırlanan fiyat tespit raporu diğer aracı kurumlar tarafında da incelenip analiz edilebilir ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'unda yatırımcıların bilgisine sunulabilir.

Halka arz sürecinde firmanın aynı zamanda Kurul ve BIST başvurusu haricinde sermaye piyasası düzenlemeleri gereğince Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), KAP'a da üyelik için başvuruda bulunması gerekmektedir.

Takasbank; menkul kıymetler ile ilgili ISIN kodu temin etmektedir. Bu kod menkul kıymetlerin saklanması, takası ve uluslararası standartlarda numaralandırılmaları amacıyla kullanılmaktadır. Halka açılacak firmanın ISIN kodunu Takasbank'a başvurarak alması zorunludur.

MKK; menkul kıymetlerin yatırımcı bazında dijital platformlarda kayden izlenmesi hizmetini vermektedir. Halka açılacak firmaların hisse senetlerinin yatırımcı bazında kayden izlenmesi amacıyla MKK'ya üyelik başvurusu yapılması zorunludur.

KAP; firmaların, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi gereği hisselerin değerine etki edebilecek sürekli ve içsel tüm bilgilerin yatırımcıya ulaştırdığı online bir platformdur.

4.5 Halka Arzda Taraflar

Halka arz sürecinde rol alan taraflar, en genel ayırımla hisseleri halka arz edecek ihraççı kuruluş, aracı kuruluş ve yatırımcılar olarak sınıflandırılabilirler (Hamer, 2007:3). Halka arzın bu üç ana katılımcısı arasında çıkar çatışmasına dayalı anlaşmazlık yaşanabilmektedir (Draho, 2004:1). Çünkü halka arzın taraflarının farklı amaçları olabilmektedir. Örneğin ihraççı kuruluş olan firma halka arzdan elde edebildiği maksimum gelire ulaşmak isteyip halka arzı yüksek fiyatlamaya çalışırken yatırım bankası ise halka arzda tüm hisse senetlerinin satışını garantilemek amacıyla düşük fiyatlamayı tercih edebilir.

Bununla birlikte daha geniş bir tanımlama ile yukarıdaki sınıflandırmaya ek olarak; bağımsız denetim firmaları, değerlendirme şirketleri, finansal ve halka ilişkiler için danışmanlık veren firmalar da halka arz sürecinde yer alan kişi ve kuruluşlar olarak sayılabilir.

İhraççı kuruluş olarak firma, mevcut yasal düzenlemelere göre hazırlık ve başvuru sürecini tamamlaması gerekmektedir. Firmanın hisselerine yatırım sürecinde, piyasa katılımcıları iş modelinin gelecekteki yükseliş potansiyeline ve firmanın açık / yalın bir organizasyon yapısına sahip olmasına odaklanmaktadır (Hamer, 2007: 3). Halka arzdan pay alan yatırımcı eğer orta ve uzun vadeli bir yatırım ufkuna sahipse firmanın iş modelini değerlemektedir. Firmanın mevcut iş modeli ile üretebileceği nakit akımlarının analizini yaparak firmanın gerçek değeri belirlenmeye çalışılır.

Halka arz sürecinde yer alan taraflardan bir tanesi de aracı kuruluş veya yatırım bankasıdır. Birçok firma sermaye piyasalarına zaman zaman geldiği için halka arzı gerçekleştirebilecek uzmanlardan yoksundur ve bu noktada gerekli donanıma sahip aracı kuruluşlara ihtiyaç duymaktadır (Altın, 2010 :10). Aracı kuruluş en genel manasıyla halka arz sürecinin firma adına yönetilmesi, yatırımcılarla ihraççı kuruluşun bir araya getirilmesi ve her iki arasındaki bilgi akışının sağlanması görevlerini yürütmektedir. Aracı kuruluşlar, genellikle önce şirkete işlemsel ve finansal danışmanlık yapar daha sonra da firma ile arasında imzalanan sözleşmeye göre hisseleri satın alarak ve satın almaksızın yatırımcılara pazarlamaktadır (Brealey vd. akt. Bozkurt vd., 2007:375). Aracı kuruluşun hisse senetlerini pazarlama kabiliyeti halka arzın başarısı için hayati önem taşımaktadır. Aracı kuruluş, aracılık yaptığı ihraççı firmanın iş modeline güveniyorsa hisse senetlerini ihraççı kuruluştan kendi satın alarak yani hisselerin pazarlama riskini üstlenerek yatırımcılara satar. Yatırım bankasının firmanın finansal kabiliyetine duyduğu güven az ise o zaman hisse senetlerini satın almadan yatırımcılara pazarlamaya çalışacaktır.

4.6 Halka Arz Yöntemleri

Firmaların hisse senetlerini ihraç etmede izleyeceği yöntemi belirlemek halka arzın en kritik süreçleri arasında yer almaktadır. Çünkü firmanın belirleyeceği

yöntem, potansiyel yatırımcıların hisseye olan talebini ve dolayısıyla firmanın piyasa değerini doğrudan etkileyecektir.

Kurul tarafından yayınlanan VII -128.1 numaralı Pay tebliğinin 2.maddesinde belirtildiği üzere, firmaların halka arz yöntemi olarak uygulayabilecekleri alternatifler arasında; mevcut payların halka arzı, sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek payların halka arzı ve her iki yöntemin birlikte kullanılması yer almaktadır.

Çizelge 4.4.'te BIST'dan alınan veriler ışığında Türkiye'de 2010 – 2015 dönemi boyunca gerçekleşen ilk halka arzların halka arz metoduna göre dağılımı gösterilmektedir.

Çizelge 4.4: Türkiye'de Gerçekleşen İlk Halka Arzların Yıllar İtibariyle Halka Arz Metoduna Göre Sayısı

HALKA ARZ METODU / YIL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TOPLAM
Ortak Satışı	6	2	1	1	3	1	39
Sermaye Artırımı	5	9	9	2	2	1	64
Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	11	12	6	6	4	1	61
TOPLAM	22	23	16	9	9	3	164

Kaynak : www.borsaistanbul.com

Çizelge incelendiğinde Türkiye'de gerçekleşen halka arzların büyük çoğunluğu, sermaye artırımı ve sermaye artırımı ile ortak satışı yöntemlerinin birlikte kullanılması ile gerçekleştirildiği görülebilecektir.

4.6.1 Mevcut payların halka arzı

Firmanın sermayesi az ya da asgari düzeyde değilse o zaman kuruluşun sonra firmanın ortakları paylarını halka arz edebilmektedirler (Karslı, 2004: 435). Bu yöntemde, firmadaki mevcut pay sahipleri, paylarını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler (Gökalp, 2014:97). Bu yöntemde ortağın kendi payını satması söz konusu olduğundan ihraçtan kaynaklanan gelir firma ortağına gitmektedir.

Şirket tarafından yeni pay ihracı söz konusu olmayıp bu yöntemin firmaya etkisi, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden halka açık bir şirket statüsüne geçmesidir (Küçükçaylı, 2013:15). Özetle bu

yöntemde firmaya herhangi bir nakit girişı olmamakta sadece firmanın ortaklarının gelir elde etmesi söz konusudur. Bu nedenle bu yöntem aynı zamanda ortak satışı olarak da adlandırılmaktadır.

Kurul'un Seri VII-128.1 nolu Pay Tebliğinin 1. ve 2. maddeleri gereğince; firma ortaklarının mevcut paylarını halka arz edebilmeleri için, söz konusu pay üzerinde rehin ve teminata verilmek vb. gibi devir veya tedavülünü kısıtlayıcı kayıtların olmaması gerekmektedir. Firma yönetim kurulu, firma ana sözleşmesini SPK ve ilgili tebliğ düzenlemeleri uyarınca yeniden düzenlemeli ve oluşturduğu ana sözleşme tadil metinlerini eski / yeni madde şeklinde genel kurulun onayına sunmadan önce Kurul'un onayına sunmalıdır. Kurul ihraç başvurusunun kendisine ulaşmasından itibaren 6 ay içerisinde söz konusu başvuruyu değerlendirip firmayı bilgilendirmektedir.

4.6.2 Sermaye Artırımı

Mevcut hisselerin halka arzı uygulamada nadiren görülmektedir. Halka arz yapacak firmaların daha çok tercih ettiği yöntem ise sermaye artırımı yöntemidir. Bu yöntemde firmanın uygulayabileceği birden fazla alternatif bulunmaktadır. Bunlar; iç kaynaklardan sermaye artırımı, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı ve şarta bağlı sermaye artırımındır.

4.6.2.1 İç kaynaklardan sermaye artırımı

İç kaynaklardan sermaye artırım yönteminde halka arz söz konusu değildir. Firmanın pasifinde bulunan ve sermayeye eklenebilecek kalemlerin varlığı halinde yapılabilir (Karslı, 2004:434). Esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kanuni yedek akçelerin ve sermayeye eklenmesine izin verilen fonların sermayeye ilave edilmesi suretiyle gerçekleştirilen sermaye artırım yöntemidir (Aydın vd., 2015: 34). Bu yöntemde firmaya yeni bir nakit girişı ve / veya yeni bir ortak alınması söz konusu değildir ve bu nedenden dolayı iç kaynaklardan sermaye artırımı, şirketin firma değerini diğer bir ifadeyle piyasa değerini etkilememektedir.

4.6.2.2 Dış kaynaklardan sermaye artırım

Firma, bu yöntemde, kuruluşta veya kuruluş sonrasında sermayesini ön görülen miktarda artırır ve yeni sermayeyi temsil eden hisse senetlerini halka arz etmiş olur (Karslı, 2004:433). Firma, sermaye artırımında mevcut ortakların yeni pay alma yani rüçhan haklarını kısıtlayarak tüm yeni ihraç edilecek hisseleri halka arz edebilir veya mevcut ortakların rüçhan haklarının kullanımından sonra kalan payları halka arz edebilir (Gökalp,2014:98). Rüçhan haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasındaki amaç; firmanın yeni ortaklar elde ederek sermayesini güçlendirmek olduğundan firmanın mevcut ortakları, sermaye artırımında TTK'nun kendilerine tanıdığı rüçhan haklarından yeni ortakların lehine vazgeçmiş olurlar.

Bu yöntemin uygulanmasında firmanın kayıtlı ya da esas sermaye sistemine tabi olup olmaması çok önemlidir. Esas sermaye sistemi; başlangıç sermayesi 100.000 TL'in altında olan halka kapalı firmaların uygulayabileceği bir yöntem olup, halka açık firmalar esas sermaye ya da kayıtlı sermaye sisteminden istediklerini seçebilmektedirler. Burada yer alan esas sermaye, şirket sözleşmesinde taahhüt edilmiş sermayeyi, kayıtlı sermaye ise sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren sermayeyi ifade etmektedir (Aydın vd., 2015:32). Firmanın esas ya da kayıtlı sermaye sisteminde olması, sermaye artırımını için gerekli prosedür ve aşamaların varlığını etkiler. Kayıtlı sermaye sisteminde firmanın sermaye artırımını daha kolaydır çünkü kanun, yönetim kuruluna sermaye tavanına kadar sermayenin direkt yönetim kurulu kararı ile arttırabilme kolaylığını sunmaktadır. Ancak esas sermaye sistemindeki firmalar için sermaye artırımını şirket ana sözleşmesinin tadil edilmesini ve tadil tasarısının genel kurulda onaylanıp ticaret sicilinde tescil edilmesi süreçlerini gerektirir. Bu nedenle kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırım süreci firma için çok daha fazla kolaylık sağlanmaktadır.

Halka açık olmayan ancak kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıkta sermaye artırımında SPK'un II-18.1 nolu Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği hükümleri

uygulanır. Bu hükümler uyarınca sermaye artırımını yapacak firmalar aşağıdaki hususlara dikkat edecektir :

- Bu sistemi kullanacak ortaklıkların başlangıç sermayeleri 100.000 TL'den az olamaz.
- Sistemden çıkan firmalar bu sisteme 2 yıl geçmedikçe tekrar giremezler.
- Firmanın kayıtlı sermaye tavanı beş yıl süre ile geçerlidir ve firma bu süre içerisinde çıkarılmış sermayesini artırmak suretiyle tavanı tamamlamak durumundadır.

Kayıtlı sermaye sistemine tabi olmayan yani esas sermaye sistemini benimsemiş halka kapalı bir ortaklığın sermaye artırımını sürecinde izleyeceği prosedür ise şu şekilde olacaktır (Gökalp, 2014:98):

- Firma yönetim kurulu, şirket ana sözleşmesinin sermaye maddesi ile ilgili hükümlerini içeren madde tadil tasarısını hazırlar ve bunu Kurul'a gönderir.
- Firma eğer mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanmasını öngörmüş ise bunun gerekçelerini ve şirkete olası etkilerini Kurul'a ayrıca bildirmek durumundadır.
- Kurulun izninin alınmasını müteakip firma genel kurulunda sermayenin artırılmasına ve mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanmasına ilişkin karar alır.

4.6.3 Mevcut payların halka arzı yöntemi ve sermaye artırım yöntemlerinin birlikte kullanılması

Firmanın halka arz yönteminde mevcut payların satışı ve sermaye artırım yöntemini birlikte kullanması mümkündür. Bu yöntemin uygulanması ile birlikte hem firmanın ortağına hem de firmaya yeni kaynak tesis edilmiş olacaktır (Başpınar, 2008 :15).

4.7 Halka Arzda Satış Yöntemleri

SPK'un II-5.2 numaralı Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliğinin 2. maddesinde belirtildiği üzere; halka arzda firmanın veya yetkili aracı kuruluşun gerçekleştirebileceği satış yöntemleri; talep toplama yöntemi, borsada satış yöntemi ve talep toplamaksızın satış yöntemi olmak üzere üç tanedir.

4.7.1 Talep toplama yöntemi

Bu yöntemde, yatırımcıların ihraç edilecek hisse senedine yönelik talepleri alınır ve değerlendirilir, daha sonra ise hisse senetleri talep edenler arasında dağıtılmış olur (Karabıyık ve Anbar, 2015:14). Bu yöntemin sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama olmak üzere üç şekli vardır.

Sabit fiyatla talep toplama, ihraççı kuruluş tarafından sabit bir fiyat tespit edilir. Bu yöntemde yatırımcıların teklifleri ihraççı kuruluş tarafından belirlenmiş tek bir fiyat üzerinden alınmış olur ve katılımcılar talep ettikleri miktar için ön ödeme gerçekleştirirler (Gökalp, 2014:99). Fiyatın sabitlenmiş olması yatırımcı için firmanın önerdiği fiyattan daha düşük bir fiyatla hisse senedinin satın alınması imkanını ortadan kaldırmış olmaktadır.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde, ihraççı kuruluş halka arz için asgari bir satış fiyatı belirlemekte ve bunun üzerindeki teklifleri değerlendirmektedir. Teklifler en yüksekten en düşüğe doğru her fiyat dilimindeki talep edilen miktarlarla birlikte sıralanır. Birikimli olarak en fazla talep edilen fiyat, hisselerin satış fiyatı olarak kabul edilir (Karabıyık ve Anbar, 2015:15). Bu fiyat yönteminde halka arza en çok güvenen yatırımcıların üzerinde mutabık olduğu fiyat ihraç fiyatı olmaktadır. Bu yönüyle fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yatırımcı için makul kabul edilebilecek fiyatı belirleyen yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

İzahname ve sirkülerde fiyat aralığı ilan edilmişse fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi kullanılabilir. Fiyat aralığı uygulanması durumunda tavan fiyat, taban fiyatının %20'ini aşmayacak şekilde belirlenir.

Her üç yöntemde talep toplama süresi, sirkülerin ilanını takip eden ikinci işgünü başlayabilir. Talep toplama süresi 2 günden az 20 günden fazla olamaz.

4.7.2 Borsada satış yöntemi

II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği'ne göre borsada satış yöntemi uygulanabilmektedir. Talep toplama yöntemi, hisse senetlerinin borsa dışında satılmasına ilişkin kullanılan bir yöntemdir. Bununla birlikte ihraççı kuruluşlar hisse senetlerini doğrudan ilgili borsada satışa sunabilirler. Bunun için BIST'a başvurunun yapılması ve borsa yönetim kurulunun kabulü

gerekmektedir. Başvuru sonrasında ihraççı kuruluş veya yetkili aracı kuruluş tarafından KAP'ta duyuru ve ilan yapılması gereklidir. SPK'un II-5.2 nolu Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı tebliği gereğince, bu yöntemde halka arz işlemine, KAP'taki duyuruyu takip eden iki iş günü içinde başlanılır ve sirkülerde belirtilen sürelerde tamamlanır.

4.7.3 Talep toplamadan yapılan satış

Talep toplamadan yapılan satış, Kurul tarafından yayınlanan II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliğinin 2. Maddesi uyarınca gerçekleştirilir. Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan diğer iki yöntemi kullanma zorunluluğu olmayanların, paylarını kendi ya da yetkili kuruluşlar aracılığı ile belirli bir fiyattan izahnamede belirlenecek bir usulle satmasıdır. Bu yöntemde yatırımcılar arasından eşitsizliğe yol açmayacak şekilde dağıtımın yapılması esastır.

4.8 İlk Halka Arzlarda Görülen Fiyat Anomalileri

İlk halka arzlarda görülen anomaliler ile ilgili yurt içi ve yurt dışında yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Özellikle yurtdışında bu konu uzun yıllardan beri ele alınmış olup geniş bir literatür çalışması söz konusudur.

Literatürde genellikle ilk halka arzlarda görülen fiyat anomalileri, kısa ve uzun dönem olarak ayrı ayrı incelenmiştir. Yapılan çalışmaların birçoğunda kısa dönemde düşük fiyatlama (underpricing) ve uzun dönemde ise düşük performans (underperformance) anomalileri tespit edilmiştir. Ayrıca bazı çalışmalarda ilk halka arzlarda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin etkileri analiz edilmiştir. Ritter (1991), çalışmalarında halka arzlarda firma hisse senedinin kısa vadede anormal pozitif getiri sağlayarak düşük fiyatlanmış olduğunu, uzun dönemde ise piyasa ve benzer firma hisse senetlerinin fiyat performansına göre daha düşük kalarak düşük performans sergilediğini tespit etmiştir.

4.8.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi

Düşük fiyatlama; ilk halka arzlarda belirlenen fiyatın aslında olması gereken hisse değerinin altında hesaplanması olarak tanımlanabilir. Düşük fiyatlama,

firma için ilk halka arzdaki gelir kaybını (money left on the table) ifade ederken yatırımcılar için özellikle kısa vadede yüksek getiri imkanını ifade etmektedir.

Literatürde düşük fiyatlama ile ilgili olarak birçok çalışma yapılmış ve birçok hipotez ortaya atılmıştır. Bunlardan en önemlileri arasında Asimetrik Bilgi Hipotezi, Yatırım Bankalarının Monopson Güç Hipotezi, Şelale Etkisi Hipotezi ve Yatırım Bankalarının Prestiji Hipotezi sayılabilir (Ibbotson and Ritter, 1995 : 995 – 999).

Çalışmanın asıl konusu dönemsel halka arzlar ve dönemsel halka arzlarda görülen fiyat anomalileri olduğu için çalışmanın bu kısmı özet olarak verilecektir.

Asimetrik Bilgi Hipotezi; ilk halka arza katılan taraflar arasındaki bilgi farklılığını konu almaktadır. Özellikle ilk halka arzdaki fiyatlama sürecinde firma hakkında daha iyi bilgiye sahip olan tarafların bunu kendi lehine kullandıklarını savunmaktadır. Firma yönetimi, firmanın gerçek değerinin olduğundan daha düşük olduğu tespit etmişse yani firmanın hisse senetleri aşırı değerlendirilmişse, yatırımcıların bu bilgiye sahip olmadıkları durumda hisse senetlerini halka arz ederek ihraç gelirini artırma yolunu tercih edeceklerdir (Myers ve Majluf, 1984 :30). Asimetrik bilgi hipotezi firma yönetiminin yatırımcıların henüz bilmediği, hisse senedinin değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgileri piyasa zamanlamasında kullandığını varsaymaktadır.

Monopson Güç Hipotezi; yatırım bankalarının tek alıcı olmalarından kaynaklı fiyatlama sürecindeki davranışlarını konu almaktadır (Logue,1973:92). Yatırım Bankalarının Prestiji Hipotezi; yatırımcıların, yüksek itibarlı yatırım bankalarının aracılık ettiği ilk halka arzları, itibarı daha düşük olan yatırım bankalarının aracılık ettiği ilk halka arzlara göre daha az düşük fiyatladığını savunmaktadır.

Şelale Etkisi Hipotezi; yatırımcıların, firma hakkındaki sahip oldukları kendi bilgilerini değil de halk arza katılan diğer katılımcıların bilgi ve hareketlerini baz alarak halka arz sonrası işlem gününde gün içi yüksek getiri elde etme davranışlarını ele almaktadır (Welch,1992:696). Bu hipotez özetle yatırımcıların finansal varlıklara yatırım sürecinde diğer aktörlerin aksiyonlarını dikkate aldıklarını varsaymaktadır.

4.8.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi

İlk halka arzlarda görülen bir diğer anomali ise uzun dönem düşük performans anomalisidir. Ritter (1991) başta olmak üzere literatürde düşük performans ile ilgili birçok çalışma mevcuttur. Buna göre ilk halka arzdan sonraki orta ve uzun vadede ihraç edilen hisse senetlerinin getirisi, o hisseye benzer hisseler ve endeksin getirisine göre düşük kalmaktadır. Literatürde yapılan çalışmaların büyük bir kısmı uzun dönem düşük performans anomalisini doğrularken analizlerde genellikle süre olarak 3 yıllık bir dönem baz alınmıştır. Bununla birlikte daha uzun vadede düşük performansın varlığını araştıran bazı çalışmalar da yapılmıştır. Bazı çalışmalarda uzun dönemde düşük performansın ilk ihraçtan itibaren ne kadar süre ile devam ettiği araştırılmış ve genellikle 5 – 7 yıla kadar düşük performansın devam ettiği ancak bu dönemden sonra getirilerin pozitifleşmeye başladığı tespit edilmiştir.



5. DÖNEMSEL HALKA ARZ

Firmalar hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle öz kaynak yöntemiyle finansman sağlamış olurlar ve statüleri de halka açık şirket olarak değişir. Halka arzın şirketlere sağladığı faydalardan bir tanesi de firmaların faaliyet süresince zamanla ortaya çıkabilecek ek finansman ihtiyacının karşılanması için tekrar sermaye piyasasına başvurabilmeleridir. Firmalar halka açık bir şirket olarak ya borçlanma aracı olan tahvil ihraç ederek finansman sağlayabilirler ya da sermayenin halka arz etmedikleri kısmını temsil eden nominal hisse senetlerinin bir bölümünü satarak veya sermaye artırımına gitmek suretiyle artırılan sermayeye tekabül eden hisse senetlerini tekrar halka arz yöntemiyle satarak finansman sağlamış olurlar. Firmaların ikinci yöntemi seçmesine literatürde Dönemsel Halka Arz (Seasoned Equity Offering – SEO) denmektedir.

Dönemsel halka arz kavramı özellikle yurtdışındaki akademik çalışmalarda geniş yer bulmuş ve çalışmaların tamamına yakını, dönemsel hisse senedi ihracında görülen kısa dönem düşük fiyatlama, uzun dönem düşük performans ve ilan etkisi anomalileri üzerinde yoğunlaşmıştır (Virolainen, 2009 :5). Düşük fiyatlama anomalisi dönemsel hisse senedi ihracı sonrasında hisse senetlerinin kısa dönemde yüksek getiri sağladığını ifade ederken düşük performans anomalisi uzun dönemde dönemsel hisse senedi ihraç etmeyen benzer nitelikli şirketlere ve piyasaya göre düşük performans sergilendiğini ifade etmektedir. Düşük fiyatlama anomalisi yatırımcılar için piyasaya göre daha fazla kazanma durumunu yansıtırken düşük performans anomalisi ise uzun dönemde yatırımcının zarar elde edeceğini ortaya koymaktadır. Çalışmanın bu bölümünde dönemsel halka arz kavramı ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

5.1 Dönemsel Halka Arz Kavramı

Ritter (2002), dönemsel hisse senedi arzını, hisse senetleri halka arz edilmiş yani halka açık bir şirketin ilk arzdan sonraki gerçekleştirdiği halka arz olarak tanımlamaktadır.

Huang (2012), dönemsel halka arzı, bir firmanın hisse senetlerini ilk kez halka arz etmesi sonrasında tekrar gerçekleştireceği hisse senedi ihracı olarak tanımlamakta ve dönemsel halka arzların bedelli sermaye artırımını şeklinde gerçekleştirildiğini belirtmektedir. Dönemsel halka arzda önemli olan unsurun, sermaye artışı ile birlikte yeni hisse senetlerinin mevcut ve/veya yeni ortaklara sunulması olduğundan firmada sermaye artışı olmadan, mevcut hisse senetlerinin el değiştirmesinin veya blok satışın dönemsel halka arz olarak kabul edilmemesi gerektiğini vurgulamıştır.

Ruutu (2010), dönemsel halka arzı, hisseleri önceden halka arz edilmiş ve ilgili borsada işlem gören firmaların ilk halka arzdan sonraki gerçekleştirdikleri halka arz işlemleri olarak tanımlamaktadır. Benzer şekilde Ruutu da dönemsel halka arzın bedelli sermaye artırımını şeklinde yapıldığını tespit etmiştir. Dönemsel hisse senedi arzının bedelli sermaye artırımını ile yapılmasının nedeni olarak; firmanın yeni ortaklar kazanması, dolaşımdaki hisse senedi sayısının artırılması ve firmaya nakit girişinin sağlanması faktörleri gösterilebilir.

Dönemsel halka arzda firma, ilk halka arzda benzer bir süreçte hisse senetlerini piyasaya satmaktadır. Dönemsel halka arz yapacak firmanın hisse senetleri, halihazırda borsada işlem gördüğü için ve yeni ihraç edilecek hisse senetleri fiyatlarının mevcut hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak hesaplanacağı için fiyatlandırma aşaması ve sürecinin ilk halka arza göre çok daha kolay olacağı belirtilebilir. Söz konusu göreceli kolaylığa rağmen fiyatlandırma aşamasının dönemsel halka arzda da, hisse senetlerinin başarılı bir şekilde ihracı için kritik rol oynayacağı açıktır. Dönemsel halka arz, sermaye artışına bağlı olarak firmanın kaldıraç derecesini ve hisse senetlerinin ihracından elde edilecek fonların sermaye harcamalarında kullanılmasıyla birlikte firmanın finansal risk derecesini düşürmektedir.

5.2 Dönemsel Halka Arz Karar Dinamikleri

Firmaların dönemsel halka arz sürecinin en önemli kısmı karar aşamasıdır. Firmaların faaliyetleri boyunca ek finansman ihtiyacı doğabilmektedir ve bu durumda firmalar ya hisse senedi ihraç ederek öz kaynak ile finansmanı tercih edebilir ya da tahvil ihraç etmek veya bankalardan kredi temin etmek suretiyle borçla finansmanı tercih edebilir.

Firmaları dönemsel hisse senedi halka arz kararı vermeye iten faktörler ile ilgili literatürde birçok çalışma yer almaktadır. Literatürde yer alan çalışmaların başında, firmanın sermaye gereksinimi (capital demand), bilgi asimetrisi (information asymetry) ve piyasa zamanlaması (market timing) çalışmaları gelmektedir (Virolainen, 2009 :5-6). Sermaye gereksinimi amacıyla yapılan arzlarda firma uzun vadeli yatırımlarını finanse etmek isterken, piyasa zamanlaması ve bilgi asimetrisi amacıyla yapılan arzlarda ise firma tamamen ihraç gelirini maksimize etmeye odaklanmaktadır.

5.2.1 Sermaye gereksinimi

Abraham ve Harrington (2011), firmaların iç kaynaklarının; yeni ürün geliştirilmesi, mevcut tesislerin genişletilmesi veya yeni tesis yatırımları ve arge çalışmaları şeklinde büyük montanda finansman gerektirecek yatırımları finanse etmede yetersiz kalabileceğini belirtmektedir. Firmaların, sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla finansal kuruluşlardan kredi şeklinde veya sermaye piyasasında tahvil ihraç etmek suretiyle borçlanmayı tercih etmek ve firmanın sermayesini temsil eden nominal hisse senetlerini tekrardan halka arz etmek suretiyle öz kaynak finansman yöntemi şeklinde 2 finansman seçeneği söz konusudur. Çalışmalarında borçlanmanın vergi avantajı ve sermaye üzerinde kontrol problemine (capital dilution) yol açmaması gibi avantajlarına rağmen firmaların, özellikle ekonominin iyi olduğu dönemlerde daha ucuz maliyetli finansman kaynağına erişim amacıyla dönemsel halka arzı seçtiğini tespit etmişlerdir.

5.2.2 Bilgi asimetrisi ve piyasa zamanlaması

Bilgi asimetrisi, firma yöneticilerinin firma hakkında yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibi olduğunu ve bu durumu kendi çıkarları doğrultusunda kullandıklarını varsaymaktadır ve literatürde bilgi asimetrisi ile ilgili; mevcut varlıkların değeri ile alakalı sinyal hipotezi, nakit akışı sinyal hipotezi ve batık yatırım sinyal hipotezi olmak üzere üç hipotez bulunmaktadır (Bayer, 2008: 29).

Myers ve Majluf (1984), oluşturdukları finansal hiyerarşi teorisine göre; asimetrik bilginin varlığı halinde firma yönetiminin yatırımcılara göre firma hakkında daha fazla bilgi sahibi olacağını ve bu bilgi avantajını finansman kaynaklarının tercih sıralamasında kullanacağını belirtmektedir. Firma yönetimi, firmanın gerçek değerinin (intrinsic value) cari değerinden (current value) düşük olduğunu tespit ederse diğer bir ifadeyle firma aşırı değerlendirilmiş ise (over valued) dönemsel halka arzı seçebilir. Firma bu yolla net bugünkü değeri pozitif olan karlı projelere yatırım yapmak amacıyla ihtiyaç duyduğu sermayeyi kolay ve ucuz bir yolla temin etmiş olur. Bu durumda rasyonel yatırımcılar, dönemsel halka arzı firmanın aşırı değerlendirilmesi ile ilgili sinyal olarak yorumlarlar. Literatürde yapılan çalışmaların birçoğunda dönemsel halka arz yapan firma için yatırımcının algısı firmanın aşırı değerlendirildiği yönündedir. Bu nedenle yatırımcılar olası bir dönemsel halka arza negatif reaksiyon göstermektedirler.

Harjoto ve Garen (2003), halka açık firmalardaki hakim ortak veya ortakların, firmanın büyüme gösterdiği dönemlerde olası dönemsel halka arz gelirlinin yüksek olacağı için halka arzı seçtiklerini tespit etmişlerdir. Bu şekilde çalışmalarında firma yönetiminin piyasa zamanlamasına başvurduğunu tespit etmişlerdir.

Virolainen (2009), firmaların dönemsel halka arz sürecinde piyasa zamanlaması yaparak fırsat penceresi (opportunity window) uygulamasına gittiklerini, böylece yüksek hisse senedi getirilerinin görüldüğü ve yüksek hacimli çok sayıda halka arzların yapıldığı sıcak halka arz dönemlerini seçtiklerini belirtmiştir. Harjoto ve Garen (2003) çalışmasında firmanın kendi

büyümesi dikkate alınmışken, Virolainen (2009) çalışmasında makro ekonomik koçuktürün iyi olduğu genel büyüme dönemlerini dikkate almıştır.

Çalışmasında özetle firmaların dönemsel halka arza karar verme sürecinde etkili olan hususları aşağıdaki şekilde belirtmiştir:

- Firmanın gelecek dönemler için beklenen satış büyüme hızı yüksek ise firma finansman kaynağı olarak dönemsel halka arzı seçebilecektir.
- Hisse senedinin fiyat performansının yüksek olduğu diğer bir ifade ile hisse senedi getirilerinin yüksek olduğu dönemler, firmalar tarafından dönemsel halka arz için uygun görülebilecek zamanlardır. Son 12 aya ait hisse senedi getirileri dönemsel halka arzların sayısı ile pozitif ilişkilidir.
- Firmanın operasyonel performansı,
- Borçlanma maliyeti (faiz) seviyeleri,
- Halka arz edilmek istenen kısmın sermayeye oranı. Özellikle yüksek sermaye talebi / ihtiyacı ile yapılan dönemsel halka arzların piyasa tarafından nasıl algılandığı kritik önem taşımaktadır.

5.3 Dönemsel halka arzın katkıları ve maliyeti

Dönemsel halka arzın en önemli avantajı, firmaların doğrudan sermaye piyasasından fon bulma imkanları olarak ifade edilebilir. Faiz vb. finansman maliyetine katlanmadan firmalar, orta ve uzun vadeli sermaye ihtiyaçlarını gidermek amacıyla sermaye piyasasında dönemsel halka arz yöntemini kullanabilirler.

Bununla birlikte dönemsel halka arzın firma için birtakım dezavantajları da olabilmektedir. Literatürde yer alan çalışmaların birçoğunda hisse senetlerinin ilk ihracını gerçekleştiren halka açık firmaların, sonraki dönemlerde dönemsel halka arzı tercih etmesinin yatırımcı tarafındaki algıyı negatif etkileyebileceği belirtilmektedir.

Dönemsel halka arzın seçilmesi, yatırımcıların firma hakkında olumsuz algıya sahip olmalarına neden olabilir. Yatırımcıların genel olarak dönemsel halka arza verdikleri tepki olumsuz olmaktadır (Hovakimian ve Hu, 2016:4). Firmanın bedelli sermaye artırımını şeklinde halka arzı seçmiş olması, firmanın finansman durumu hakkında yatırımcıların kötü izlenime sahip olmasına neden olur ve bu

negatif tepki olası bir dönemsel halka arzın başarısını tehlikeye atmış olur. Çünkü bedelli sermaye artırımına gidilmesi, çoğunlukla firmanın finansman ihtiyacı ve / veya fon yetersizliği olarak yorumlanabilmekte ve firmanın faaliyetlerinden orta ve uzun vadeli yatırımları finanse edebilecek nakdi üretmediği algısına yol açabilmektedir. Buna literatürde duyuru ve/veya ilan etkisi (announcement effect) adı verilmektedir ve bu konudaki ilk çalışmalar Asquith ve Mullins (1986) ile Masulis ve Korwar (1986)'ya aittir. Çalışmalarında firmanın hisse senedi ihracı ile azalan kaldıraç etkisinin duyuru etkisine yol açtığını belirtmişlerdir.

Firmaların dönemsel halka arz kararını kamuya ilk duyurduğu ilanına yönelik yatırımcı tepkisi literatürde birçok çalışmanın konusu olmuştur. Eğer dönemsel halka arz tüm yatırımcı gruplarına yönelik yapılıyorsa (public offering) halka arzın ilan etkisi negatif olarak gerçekleşmekte (firma ile ilgili kötü gidişat sinyali), eğer belli bir yatırımcı gruba yönelik tahsisli bir halka arz söz konusu ise (private offering) o zaman da firmanın hisselerine olan özel ilgiyi göstermesi açısından ilan etkisi pozitif olarak gerçekleşmektedir (Bayer,2008:28). Özellikle halka arz büyüklüğü arttıkça negatif reaksiyon da daha depresif olabilmektedir (Eckbo ve Masulis, 1995:20). Yeni hisse senedi ihracı mevcut ve potansiyel yatırımcılarda; firmanın kaldıraç derecesini düşürme, borcun vergi avantajını azaltma ve yüksek ihraç maliyetleri algısı oluşturduğu gibi yatırımcıya firmanın gerçek değeri ile ilgili bilgi aktarır ve yönetimin firmanın geleceği ile ilgili beklentilerini yansıtır (Virolainen, 2009:20). Buradan hareketle özetle, dönemsel halka arzın kamu ile paylaşılmasının piyasada negatif tepkiye yol açtığı ve bu tepkinin bedelli sermaye artırımında tahsisli sermaye artırımına göre daha fazla olduğu sonucuna varılabilir.

Myers ve Majluf (1984)'un etkin piyasa hipoteziyle uyumlu ters seçim modeline göre yöneticiler, firma aşırı değerlendirildiği zaman dönemsel hisse senedi ihracını tercih edebilmektedirler. Ancak bu durumu bilen rasyonel yatırımcılar, dönemsel halka arzın duyurusuna verdikleri negatif tepki ile hissenin dolayısıyla firmanın değerinin gerçek değerine gelmesini sağlamaktadırlar (Purnanandam ve Swaminathan, 2005:1). Diğer bir ifadeyle yatırımcılar, firma ile ilgili yaptıkları önceki değerlemeyi gözden geçirerek hisse senedi fiyatını olması gereken makul seviyeye getirmiş olmaktadır.

5.4 Dönemsel Halka Arz Süreci

Çalışmanın bu bölümünde dönemsel halka arzın uygulama süreci, ülkemizde uygulanmakta olan 6362 sayılı SPK ve sermaye piyasalarının üst düzenleyici kuruluşu olan Kurul'un VII -128.1 numaralı Pay Tebliği esaslarına göre anlatılacaktır.

Dönemsel halka arz sürecinin ilk aşaması firmanın halka arza karar vermesidir. Kritik bir aşama olan karar verme sürecinin firma tarafından sonuçlanmasının ardından firma başvuru için ön hazırlıkları yapar, ilgili belgeleri düzenleyip Kurul'a onay için sunar. Kurul'un onayını müteakip dönemsel halka arz sonuçlandırılır ve sonuçlarına ilişkin bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), aracılığıyla yatırımcılara duyurulur.

5.4.1 Dönemsel halka arzda hazırlık süreci

Dönemsel halka arzı gerçekleştirecek firma, halihazırda hisseleri ilgili pazarda işlem gören halka açık bir firma olduğu için, gerçekleştireceği sermaye artırımını prosedüründe, Kurul'un belirlediği aşamaları takip etmek durumundadır.

Kurul'un VII -128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 12. Maddesine göre sermaye artırımına ilişkin firmanın yetkili organının karar tarihinden itibaren 30 gün içerisinde firma yönetimi, sermaye artırımını başvurusu için hazırlanan izahnameyi Kurul'a göndermek durumundadır.

Firmanın dönemsel halka arz için gerçekleştireceği sermaye artırımının yapılma şekli, firmanın sahip olduğu sermaye sistemine göre değişecektir. Önceki bölümlerde izah edildiği üzere, halka açık firmalar kayıtlı sermaye sistemi veya esas sermaye sisteminden istedikleri herhangi birisini tercih edebilmektedirler. Kayıtlı sermaye sistemi, firmalara sermaye artırımındaki prosedürleri azaltıcı bir avantaj sağlayarak firmanın ilgili süreci daha hızlı yönetmesine olanak sağlamaktadır. Çünkü esas sermaye sisteminde firma, ana sözleşmesinin sermaye ile ilgili kısımlarına ilişkin tadil tasarısı hazırlayıp bunu Kurul'a onay için gönderir, Kurul'un onayından sonra genel kurulda ortakların önerisine sunmaktadır. Kurul'un II -18.1 numaralı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği'ne göre uygulanan kayıtlı sermaye sisteminde, firmaların yönetim kuruluna önceden belirlenen tavan dahilinde sermaye artırımını yapma

yetkisi tanınmış yani bunun için önceden ana sözleşme tadili ve genel kurul süreçlerine gerek kalmamıştır.

Firma esas sermaye sistemine tabi ise öncelikli olarak esas sözleşmesinin sermaye ile ilgili kısmına ilişkin tadil tasarısını Kurul'a gönderir. Kurulun incelemesi sonrasında onayını müteakip firma, söz konusu esas sözleşme tadil tasarısını genel kurula götürecektir. SPK'nun VII -128.1 numaralı Pay Tebliğinin 12. maddesinin c bendine göre eğer firma yönetimi, sermaye artırımında mevcut ortakların yeni pay alma hakları olan rüçhan haklarının kısıtlanmasına ilişkin bir karar almış ise bu kararı ve gerekçelerini genel kurulda ortakların bilgi ve onayına sunmak zorundadır.

Aynı tebliğin 12. maddesinin b bendine göre; kurulun ana sözleşmesi tadil tasarısına ilişkin uygun görüşünün alınmasından itibaren altı ay içerisinde genel kurul yapılması ve ilgili ana sözleşme değişikliğinin ortakların bilgisi ve onayına sunulması gerekmektedir. Altı ay içerisinde genel kuruldan geçirilerek onaylanmayan tadil tasarıları geçerliliğini yitirir.

Firma kayıtlı sermaye sistemine tabi ise, önceden belirlenen tavan içerisinde kalmak kaydıyla firma yönetim kurulu genel kurulu toplamaya gerek duymadan sermaye artırım kararını alabilir. 6102 sayılı TTK'un 460. maddesinin 2. bendi gereğince yönetim kurulu alacağı sermaye artırım kararında nominal sermaye artırım tutarını, ihraç edilecek yeni payların sayıları, itibari değerlerini, cinslerini, primli ve imtiyazlı olup olmadıkları ile rüçhan hakkının sınırlandırılıp sınırlandırılmadığı konularında yatırımcılara bilgi vermek durumundadır.

Firma sermaye artırımında, hangi sermaye sistemine tabi olursa olsun, yeni ihraç edilecek payların mevcut ortaklar tarafından satın alınmasını yani rüçhan hakkını kısıtlayabilir. Esas sermaye sisteminde firma yönetim kurulu bu hususu ve gerekçelerini genel kurula bildirmesi gerekirken, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun sadece sermaye artırım kararında rüçhan haklarının kısıtlanmasına ilişkin hükümleri belirtmesi yeterli olacaktır.

Kurul'un VII -128.1 numaralı Pay Tebliğinin 14. maddesine göre her iki durumda da sermaye artırımına ilişkin alınan kararlar ticaret siciline tescil ettirilir ve ticaret sicili gazetesinde ilan ettirilir.

5.4.2 Türkiye’de dönemsel halka arzlarda uygulanan başvuru süreci

Firma yönetimi, tabi olduğu sermaye sistemine göre genel kuruldan veya yönetim kurulundan alınmış sermaye artırım kararını ilgili belge ve formlarla birlikte onay için Kurul’a gönderir. Firma yetkili organı, bu aşamada sermaye artırımına ilişkin olarak izahnameyi hazırlar. İzahnamenin içeriği Kurul tarafından belirlenmiş olup II -5.1 numaralı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğine göre izahnamede bulunması gereken asgari unsurlar aşağıdaki gibidir:

- Firma yönetiminin izahname ile ilgili özet açıklaması,
- İzahnamede belirtilen durumları ve hisse senedi fiyatını etkileyebilecek risk faktörlerine ilişkin bilgiler,
- Ortaklık hakkında bilgiler,
- Firmanın finansal sonuçları ve bağımsız denetim raporları,
- Firmanın yönetimi, organizasyonu, faaliyetleri ve ilişkili taraflarla gerçekleştirilen işlemlere ilişkin bilgiler,
- Halka arza ilişkin bilgiler,
- Elde edilecek fonun kullanım alanlarına ilişkin bilgiler,
- Kar dağıtım politikası ve temettü tahminlerine ilişkin bilgiler,
- Uzman rapor ve görüşleri,
- Hazırlanan izahnamede sorumluluğu bulunan kişiler,

İzahnamenin Kurul tarafından incelenip onaylanması durumunda söz konusu işlemler Ticaret Siciline Tescil ve Türk Ticaret Sicili Gazetesinde ilan olunur.

Kurul’un II -15.1 numaralı Özel Durumlar Tebliğine göre, yapılan başvuru ve alınan onaya ilişkin olarak Kamuyu Aydınlatma Platformunda yatırımcılara açıklama yapılması zorunludur. Bu açıklamada :

- Sermaye artırımını için yapılacak halka arzın başlangıç ve bitiş tarihleri,
- Aracılık yöntemi (En iyi gayret aracılığı vs.),
- Fiyat Yöntemi (Değişken, sabit vs.),
- Mevcut sermaye ve halka arz sonrası ulaşılabilecek sermaye.

konuları hakkında yatırımcıya bilgi verilmesi zorunludur. Bu aşamadan sonra yapılacak sermaye artırımını sonucunda yeni payların ortaklara dağıtılması ve temettü kuponlarının teslim edilmesi gerçekleştirilir.

5.5 Dönemsel Halka Arzda Taraflar

Dönemsel halka arzın tarafları ilk halka arzın tarafları ile aynıdır. İhraççı kuruluş, aracı kuruluş, bağımsız denetim firması, yatırımcılar ve düzenleyici kuruluşlar dönemsel halka arzın tarafları olarak sayılabilir.

İhraççı kuruluş; hisse senetleri borsada işlem gören halka açık şirket olup, ek finansman ihtiyacı için sermaye artırımı yoluyla piyasaya yeni hisse senedi ihraç eden kuruluştur. Temel amacı gerçekleştireceği dönemsel halka arzdan en yüksek getiriyi elde etmektir. Ancak bu amacın gerçekleşmesi için firmanın iş modelinin, kurumsallık derecesinin ve finansallarının güçlü bir görünüm çizmesi gerekmektedir (Hamer, 2007:3). Firmanın dönemsel arzına katılacak yatırımcıların yatırım stratejisi ilk halka arzdakinden çok farklı olmayacaktır. Özellikle orta ve uzun vadeli yatırım planlaması yapan yatırım fonları için firmanın iş modeli, kurumsal yönetim uygulamaları ve sürdürülebilir nakit akışı hayati önem taşımaktadır.

Aracı kuruluş, firmanın ilk halka arzda olduğu gibi dönemsel halka arzlarda da aracılık işlevini yürüten kuruluştur. Burada yatırım bankasının gerçekleştirdiği aracılık hizmetleri, aracılık yüklenim türleri vs. tüm işlemler ilk halka arzdaki ile aynıdır. Mevcut yasal düzenlemelere göre firmaların dönemsel halka arzları da ilk halka arzda olduğu gibi aracı kuruluşlar nezdinde yapmak durumundadır. Ancak firmalar yaşam süreleri boyunca çok az denebilecek sayıda halka arza başvurdukları için ilgili mevzuat, hisselerin pazarlanması, yatırımcı bulunması ve finansal hazırlık vb. konularda alanında uzman kurumlar olan aracı kuruluşlardan destek almaları gerekmektedir (Altın, 2010 :10). Aracı kurumlar firmaya yasal ve finansal hazırlık aşamalarında destek verdiği gibi hisse senetlerini satın alacak yatırımcıların bulunması noktasında da destek vermektedirler.

Bağımsız denetim firması, halihazırda halka açık olan firmanın finansal tablolarının çeyrek dönemler itibarıyla Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'na göre hazırlanıp hazırlanmadığını ve finansal tablolardaki verilerin doğru olup olmadığını denetleyen kuruluştur. Bağımsız denetim kuruluşu da ilk halka arzda olduğu gibi firmanın dönemsel halka arzı için gerekli denetim hizmetini yürütmektedir.

Yatırımcılar da ilk halka arzda belirtilen kişi ve/veya yatırım fon ve şirketleridir. Yatırımcılar farklı ülkelerde yatırım yapıp yapmadıklarına göre ulusal ve uluslararası yatırımcılar, hukuki niteliğine göre gerçek ve tüzel yatırımcılar olarak farklı şekillerde sınıflandırılabilir.

Düzenleyici kuruluşlar arasında en başta Kurul, Borsa İstanbul A.Ş (BİST) ve Gümrük ve Ticaret Bakanlığı gelmektedir. Ayrıca dönemsel halka arzı söz konusu olan firmanın niteliğine göre diğer düzenleyici kuruluşlar da devreye girebilmektedir. Örneğin bir bankanın dönemsel halka arzının söz konusu olması durumunda BDDK'un da halka arz sürecinde yer aldığı görülebilmektedir.

Dönemsel halka arzdaki katılımcıların ilk halka arzda olduğu gibi farklı amaçları vardır ve bazen bu amaçların çatışması söz konusu olabilir. Özellikle ilk halka arzlarda görülen fiyat anomalileri kısmında açıklandığı üzere, yatırım bankalarının davranışları ile firma yönetiminin amaçları birbirine uyum gösteremeyebilir. Örneğin yatırım bankası yüklenimde bulunduğu tüm yeni ihraç edilecek payların satışını temin etmek için fiyatlama sürecinde biraz muhafazakar davranarak yeni payların fiyatını değerinin altında tespit edebilir. Bu durum firmanın ilk halka arzdan elde edeceği gelirdeki düşüşü ve/veya azalmayı ifade etmektedir. Dönemsel halka arzda da bunun gibi amaç farklılaşmaları görülebilmektedir. Allen ve Faulhaber (1989), firmaların ilk halka arzda düşük fiyatlama yapmasının sebebi olarak, firmanın ilk halka arz sonrasında dönemlerde yapacağı dönemsel halka arzın başarı şansını artırmak ve bu arzdan daha fazla getiri elde etmek olduğunu belirtmişlerdir.

Çalışmanın bu bölümünde sadece dönemsel halka arzın tarafları ve genel özellikleri anlatıldığı için dönemsel halka arzların katılımcıları arasında ortaya çıkan amaç çatışmasından kaynaklı görülebilen fiyat anomalileri, dönemsel halka arzlar ile ilgili yapılan yurt içi ve yurt dışı çalışmalar kısmında açıklanacaktır.

5.6 Dönemsel Halka Arz Yöntemleri

Dönemsel halka arz; bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ve mevcut ortakların hisse senedi satışı ile gerçekleştirilebilmektedir. Bu çalışmanın

konusu firmaya gelir getiren halka arzlar olduğu için firmaya herhangi bir nakit akışı sağlamayan bedelsiz sermaye artırımları ile sadece firmanın ortağına gelir sağlayan ortak satışı çalışmanın uygulama kısmında göz ardı edilmiştir. Dönemsel halka arz; SPK'un VII-128.1 numaralı Pay Tebliğinin 14. maddesinde ikincil halka arz olarak tanımlanmıştır. Söz konusu tebliğin ilgili maddesinde ikincil halka arz; firmanın yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması suretiyle çıkarılan ve artırılan sermayeyi temsil eden paylarının halka arz edilmesi olarak tanımlanmıştır.

5.6.1 Bedelsiz sermaye artırımı

6102 sayılı TTK'un 462. maddesinde düzenlendiği üzere, bedelsiz sermaye artırımı, firmanın iç kaynaklarla gerçekleştirdiği sermaye artırımındır. Firmanın öz kaynaklarında bulunan ve sermayeye eklenmesine kanunen izin verilen kalemlerin sermayeye eklenmesi ile gerçekleştirilen sermaye artırımındır. Söz konusu bu sermaye artırımını sonucunda firmanın piyasa değeri değişmemekte olup bedelsiz sermaye artırımını sadece bir muhasebe kaydından ibarettir.

5.6.2 Bedelli sermaye artırımı

Bedelli sermaye artırımını, firmanın dış kaynaklarla gerçekleştirdiği sermaye artırımını türüdür. Bedelli sermaye artırımında firmaya reel olarak bir nakit girişi söz konusudur. Firmalar, faaliyetlerinin büyümesi ve çeşitlenmesi nedeniyle zaman zaman ek finansman talebinde bulunmaktadırlar. Firma faaliyetlerinin kapsamının genişletilmesi, daha yüksek bir kapasite ile çalışılması ile yeni faaliyetlerin yapılması veya yeni pazarlara girilmesi, firmanın büyük miktarda yatırım bütçesine sahip olmasını gerektirmektedir. İhtiyaç duyulan finansman kaynağını karşılamak amacıyla firmalar bedelli sermaye artırımını yöntemini seçebilmektedirler.

Bedelli sermaye artırımında artırılan sermayeyi temsil eden paylar, nominal değeri üzerinden de ihraç edilebilir veya halka arz etmek suretiyle primli bir fiyattan yatırımcılara satılabilir.

Firma, bedelli sermaye artırımında ya mevcut ortakların yeni pay alma haklarını kısıtlamak suretiyle artırılan sermayeyi temsil eden yeni payları yeni ortaklara ihraç etmekte ya da mevcut ortakların yeni pay alma haklarını

kısıtlamadan yeni payları, mevcut ve tüm ortaklara ihraç edebilmektedir (Shen, 2006:1). Firmanın mevcut ortaklarının yeni pay alma hakları rüçhan hakkı olarak ifade edilmektedir. Rüçhan hakkının kullanılması mevcut ortaklara sermaye artırımına katılma hakkı sağlar ve böylece mevcut ortakların sermaye içindeki payı aynı kalmış olur. Bununla birlikte firmanın hisse senedinin artırım sonrası düzeltilmiş fiyatının nominal değer üzerinde olduğu veya olacağı dikkate alındığında, mevcut ortaklar için bedelli sermaye artırımı, kısa ve orta dönemde olası bir sermaye artışı getirisi (capital gain) anlamına gelmektedir. Rüçhan hakkının nominal değer üzerinden kullanılması ortaklar açısından yukarıda ifade edilen avantajları sağlamasına rağmen, firma için olası bir gelir kaybı anlamına gelmektedir. Çünkü firma, rüçhan hakkını kısmen veya tamamen kısıtlamak suretiyle yeni yatırımcılara yeni ihraç edilecek payları nominal değer üzerinde primli bir fiyattan satabilecektir. Bu durum firmanın halka arzdan elde edeceği gelirin maksimize edilmesini sağlar ve firmanın piyasa değerine olumlu etkide bulunmaktadır. Firma bu nedenle mevcut ve yeni ortaklar arasında en optimal dağıtımı sağlayacak şekilde dönemsel halka arzı planlamalıdır.

5.7 Dönemsel Halka Arzda Görülen Fiyat Anomalileri

İlk halka arzlarda olduğu gibi dönemsel halka arzlarda da genellikle iki fiyat anomalisi görülmektedir. Bunlar sırasıyla kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) anomalisi ve uzun dönem düşük performans (underperformance) anomalisidir (He vd.,2013:1). Kısa dönem düşük fiyatlamada firmanın hisse senedi, ihraç sonrasındaki kısa dönemde piyasanın üstünde bir getiri sağlarken, düşük performans anomalisinde ise ihraççı firmanın hisse senetleri benzer firma hisse senetlerine ve piyasaya göre daha düşük performans sergilemektedir.

5.7.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi

Dönemsel halka arzlardaki düşük fiyatlama anomalisi, ilk halka arzlarda da olduğu gibi ihraççı firma hisse senetlerinin değerinin altında belirlenen bir fiyatla satılmasını ifade etmektedir.

Literatürde düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili olarak birçok çalışma yapılmıştır. Bunlardan en önemlisi Welch'in 1989 yılında ortaya attığı Sinyal Hipotezi

(signalling hypothesis)'dir. Bu hipotezde özellikle düşük ölçek ve kalitede olan firmalar, ilk halka arzda yüksek gelir elde etmek amacıyla bilanço makyajı gibi kazanç yönetimi uygulamalarıyla yatırımcıya büyük ve güçlü firma imajı çizmekte ancak sonraki dönemlerde gerçekleştirecekleri dönemsel hisse senedi ihraçları ile gerçek finansal durumlarının açığa çıkacağı öne sürülmektedir. Özellikle ihraççı firmanın ileriki dönemlerde gerçekleştireceği dönemsel halka arzların, firmanın finansal yetersizliği ile ilgili bir sinyal olarak algılanması söz konusu olduğundan, piyasanın dönemsel hisse senedi ihracı duyuruna yönelik tepkisi (announcement effect) genelde negatif olmaktadır.

Literatürde ilk halka arzda düşük fiyatlama ile ilgili olarak ortaya atılan hipotezlerin tamamı dönemsel halka arzda da kullanılmış olup bunlar sırasıyla; Asimetrik Bilgi Hipotezi, Yatırım Bankalarının Monopson Güç Hipotezi, Şelale Etkisi Hipotezi ve Yatırım Bankalarının Prestiji Hipotezi olarak sayılabilir (Ibbotson and Ritter, 1995:995 – 999). Söz konusu hipotezler ilk halka arz kısmında açıklanmış olup dönemsel halka arz kapsamında da aynı varsayımlara sahiptirler.

5.7.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi

Uzun dönem düşük performans anomalisi, ilk halka arzlarda olduğu gibi, dönemsel halka arzlarda da halka arzdan sonraki orta ve uzun vadede dönemsel ihracı yapılan hisse senetlerinin getirisinin, ihraççı firmaya benzer dönemsel halka arzı gerçekleştirmemiş firmaların hisseleri ve endeksin getirisine göre düşük kaldığını varsaymaktadır. Uzun dönem olarak analizlerde genellikle 3 ve 5 yıllık süreler baz alınmıştır. Literatürde yer alan çalışmaların neredeyse tamamı uzun dönem düşük performans fiyat anomalisini teyit ederken analizlerde ayrıca tespit edilen fiyat anomalisinin altında yatan faktörler de incelenmiştir. Çalışmalardaki bulgulara göre kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile uzun dönem düşük performans anomalisinin birbiriyle ilişkili olduğu belirtilmiş ve yatırım bankalarının davranışları, ihraççı firmaların finansal tablolarında gerçekleştirdiği kazanç yönetimi uygulamaları ve bilgi asimetrisinin uzun dönem düşük performansın altında yatan temel faktörler olduğu tespit edilmiştir.

6. İLK ve DÖNEMSEL HALKA ARZLAR İLE İLGİLİ LİTERATÜR ÇALIŞMASI

İlk halka arzlar ile ilgili yurt içinde ve yurt dışında yapılmış birçok çalışma söz konusu iken dönemsel halka arzlar ile ilgili olarak yapılmış çalışmalar ise ülkemizde gerçekleştirilmiş birkaç analiz haricinde genellikle yurt dışı kaynaklıdır. İlk ve dönemsel halka arzlar ile ilgili tez ve makale seviyesindeki çalışmaların tamamı halka arzlarda fiyat anomalilerini varsa tespit etmek ve bunların altında yatan faktörleri analiz etmek üzerine yazılmıştır. Fiyat anomalisi olarak kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) anomalisi ile uzun dönem düşük performans (underperformance) anomalileri incelenmiştir. Kısa dönem olarak; ilk gün, ilk üç gün ve ilk hafta getirileri dikkate alınırken uzun dönem için ise genellikle 3 ve 5 yıllık zaman dilimleri dikkate alınmıştır.

Yapılan ulusal ve uluslararası çalışmaların büyük çoğunluğunda ilk ve dönemsel halka arzlar için kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile uzun dönem düşük performans anomalisi teyit edilmiştir.

6.1 İlk Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Uluslararası Çalışmalar

6.1.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar

İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın sonuçları ile alakalı olarak birçok teorik çalışma yapılmıştır. Yi (2003), bu teorik açıklamaların bir kısmının bilgi asimetrisi varsayımına dayandığını ifade etmektedir. Bu varsayım, halka arza katılan taraflar arasında bilgi farklılığı olduğunu ileri sürmektedir. Bu taraflar ihraççı firma, yatırımcı grubu ve aracı kuruluştur.

İlk halka arzlardaki düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili olarak yapılan en önemli açıklamalardan bir tanesi ters seçim (adverse selection) modelidir. Rock (1986), ters seçim modelini ileri sürmüş ve modelde yatırımcıları, halka arzın

düşük fiyatlamalı olduğu zaman hisse senetlerini almak isteyen bilgi sahibi yatırımcı ve ister düşük fiyatlı olsun ister yüksek fiyatlı olsun tüm halka arzlarda hisse senedi satın almak isteyen yani bilgi sahibi olmayan yatırımcı olarak ikiye ayırmaktadır. Modelde halka arz düşük fiyatlanmış ise ve her iki yatırımcı kesiminden de talep gelse bile, bilgi sahibi olmayan yatırımcıya yapılacak dağıtımın çok düşük olacağı varsayılmıştır. Diğer yandan halka arz eğer yüksek fiyatlanmış ise, bilgi sahibi olmayan yatırımcı tüm ihraç edilen hisseleri almış olacaktır. Sonuç olarak; söz konusu bu düşük ve yüksek fiyatlama durumlarındaki gerçekleşen dağıtımın, literatürde kazananın laneti (winner's curse) olarak bilinen problemi ortaya çıkaracağını belirtmiştir.

Stigler (1964) ve Shaw (1971), ilk halka arzların kısa vadedeki performansını önceki çalışmaların aksine negatif bulmuştur. Shaw, Kanada'da yaptığı çalışmada halka arz olan hisse senetlerinin, halka arz tarihinden satışın gerçekleştiği tarihe kadar olan performansını incelemiş ve sonucu negatif olarak tespit etmiştir.

West (1965), yatırım bankaları arasında agresif rekabetin olmadığı zamanlar, ihraç edilen menkul kıymetlerin kısa sürede yüksek getiri sağladığını ifade etmiştir. Çünkü halka arza aracılık edecek kuruluşlar arasındaki rekabetin firmanın hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesine yol açacağı kabul edilebilir. Bu durumda hisse senetlerini ihraçtan satın alan firmanın kısa vadede negatif bir getiri elde etmesi söz konusudur.

SEC'un (1969), yaptığı kurumsal yatırımcı çalışmasında halka arzlarda düşük fiyatlama olgusuna değinilmiş ve bu konudaki önceki çalışmalara benzer sonuçlar elde edilmiştir. Kurumsal yatırımcının yer aldığı halka arzlarında düşük fiyatlama olgusunun nispeten daha az görüleceği belirtilmiştir.

Vinson (1970), hisse senedi ile dönüştürülebilir tahvil piyasasında (convertible bond markets) yaptığı çalışma sonucunda, yatırım bankaları arasındaki rekabetin ne kadar az olursa, tahvillerin o kadar daha fazla yüksek getiri sağlayacağını tespit etmiştir. Çünkü artan rekabet aracı kuruluşları sırf iş alabilmek adına finansal araçları ederinden daha yüksek fiyatlamaya zorlamaktadır. Bu durum da ihraçtan hisse alan yatırımcıların kısa vadede zarar etmelerine yol açabilecektir.

Mc Donald ve Fisher (1972), 1969 yılının ilk çeyreğinde yapılan minimum 150 bin hissenin satıldığı tamamı 1 Milyon Doların üzerindeki 142 halka arz üzerinde çalışmış ve etkin piyasa hipotezini destekleyecek şekilde, halka arzlarda düşük fiyatlama ile ilgili tespitlerde bulunmuştur. Çalışmalarında ayrıca yatırım bankaları arasında halka arzda yapılan fiyatlama farklılığına değinmiş ve bunu yatırım bankalarının fiyatlama sürecindeki davranış farklılığına bağlamıştır.

Logue (1973), yatırım bankalarının fiyatlama sürecindeki davranışlarını incelemiştir. Bir yatırım bankasının, ilk halka arzda düşük fiyatlama yapması durumunda, kendi maliyetlerini ve riskini minimize etmiş olacağını ve yatırımcıya özellikle kısa vadede kazandırmış olacağını tespit etmiştir. Bu durum aynı zamanda ihraççı kuruluşun halka arz gelirindeki kayba işaret etmektedir. Yatırım bankası düşük fiyatlama yapmak suretiyle yüklenimde bulunduğu tüm hisse senetlerini satmış olur ve özellikle gelecekte potansiyel müşterileri olan diğer ihraççı kuruluşların bu başarısından dolayı kendisini seçmelerini sağlayabilir. Fakat bunun tam tersine, eğer yatırım bankası halka arz sürecindeki fiyatlama aşamasında, ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin fiyatını şirket değerine eşit belirlerse ya da yüksek fiyatlama yaparsa, o zaman yatırımcılara kaybettirmiş olacaktır. Çünkü yatırımcıların getirisi ya nominal ya da nominalin altına inmiş olacaktır. Dolayısıyla bu durum yatırım bankasının maliyetini ve halka arzın başarısızlık riskini arttıracaktır. Sonuç olarak; başarısız bir halka arz nedeniyle halka arzı düşünen diğer firmalar, söz konusu yatırım bankasını seçmede isteksiz davranabilecektir.

Ibbotson ve Jaffe (1975), 1960 – 1970 dönemini kapsayan çalışmalarında, ilk kez sıcak halka arz (hot issues) döngüsünü göstermişlerdir. İlk halka arzların hacimlerinde ve kısa vadeli getirilerinde görülen artış ve yükselişler sıcak halka arz piyasası olarak tanımlanmaktadır. Sıcak halka arz piyasalarında görülen anormal getiriler, literatürde genel olarak artan halka arz hacmi ile ilişkilendirilmiştir. Bu nedenle göreceli olarak düşük başlangıç getirilerinin olduğu soğuk halka arz piyasaları, yüksek halka arz hacmi döneminin sonuna doğru gerçekleşmeye başlamaktadır. Ayrıca Ibbotson 1975 yılında yaptığı bir başka çalışmada ilk halka arzda düşük fiyatlama oranını %11,4 olarak hesaplamıştır.

Baron ve Holmstrom (1980), yatırım bankalarının halka arzlar konusunda ihraççı firmalara nazaran çok fazla bilgi ve deneyim sahibi olduğunu belirtmiş, dolayısıyla yatırım bankalarının bilinçli olarak hisselerin pazarlanması aşamasında daha az efor harcadığını ve hisseyi satın alan müşterilerinin lehine davranmış olabileceğini ileri sürmüştür. Yatırım bankalarının hisse senetlerinin pazarlanması aşamasında yatırımcı lehine davranmalarını, halka arzın başarısını garanti altına almak ile açıklamaktadırlar.

Baron (1982), Muscarella ve Vetsuypens (1989) yaptıkları çalışmada, yatırım bankalarının söz konusu bilgi avantajını kullanmaları halinde kendi hisseleri için düşük fiyatlamama yapmamaları gerektiğini ileri sürerek Baron ve Holmstrom (1980) çalışmalarındaki iddiayı sorgulamıştır. Çünkü yatırım bankalarının kendi hisseleri için de düşük fiyatlama yapması halinde ihraç gelirlerini düşürmüş olacakları varsayılmaktadır.

Ritter (1984), 1960 – 1982 döneminde ABD’de gerçekleşen 5.162 ilk halka arz üzerinde yaptığı analizler sonucunda; ilk halka arzlarda düşük fiyat anomalisini ve sıcak halka arz döngüsünü teyit etmiştir. İlk halka arzların kısa vadede %18,8 düşük fiyatlandığını tespit etmiştir. Çalışmasında ayrıca, sıcak halka arz olarak tanımladığı 1980 – 81 dönemindeki getiriyi %48,4 olarak hesaplarken, soğuk halka arz piyasası için hesapladığı getiri göreceli olarak düşük çıkararak %16,3 olarak hesaplanmıştır.

Dawson (1987), Hong Kong için yaptığı çalışmasında, halka arzların kısa vadedeki getirisini %17,6 olarak hesaplayarak kısa vadede düşük fiyatlama anomalisini doğrulamıştır. Elde edilen bulgulara dayanılarak Hong Kong Borsasında ilk halka arzlardan hisse olarak piyasaya göre anormak getiri elde etmenin mümkün olduğu sonucuna varılmıştır.

Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1988), yaptıkları çalışmada, 1960 – 1987 döneminde gerçekleştirilen ilk halka arzları ele almış ve sıcak halka arzlarla ilgili önceki literatürle uyumlu bulguları teyit etmişlerdir. Ayrıca kısa vadeli getiriler ile halka arz sayısı arasında kesin bir ilişkiyi bulgulamışlar, yüksek oranda düşük fiyatlamının, gelecek 6 ay ile 12 ay içerisindeki yeni halka arzların yüksek hacimli olmalarına yol açtığını belirtmişlerdir.

Benveniste ve Spindt (1989), halka arzda düşük fiyatlama ile ilgili olarak dinamik bilgi kazanımı modelini ortaya atmışlardır. Modellerinde, halka arzdaki olası düşük fiyatlamanın, ön izahname aşamasında yatırımcıları, firma hakkındaki değerlemeleri ile ilgili bilgileri açıklamaya teşvik ettiğini ve açıklanan bu bilgilerin de halka arz fiyatını belirlemede kullanıldığını tespit etmişlerdir. Özetle yatırımcıların halka arz ile ilgili geri bildirimlerinin hisse senedi fiyatının belirlenmesi aşamasında kullanıldığı belirtilmiştir.

Shiller (1990), halka arzların uzun dönemde düşüş göstermesinde yatırım bankalarının fonksiyonuna vurgu yapmış ve temsilcilik hipotezini ortaya atmıştır. Yatırım bankalarına göre yatırımcıları etkilemenin tek yolu yeni hisse senetlerini düşük fiyatlamaaktır. Çalışmasında düşük performansın düşük fiyatlama ile ilişkili olduğunu ifade etmiştir.

Kim, Krinsky ve Lee (1995), Kore için yaptıkları çalışmada, halka arzların düşük fiyatlama neticesinde yatırımcısına %79 oranında getiri sağladıklarını tespit etmişlerdir. Diğer ülke deneyimlerinin aksine düşük fiyatlama Kore borsasında çok yüksek olarak çıkmıştır. Bu durum, ihraççı kuruluşların halka arzda hisse senetlerinin pazarlanabilmesi için diğer bir ifadeyle tüm hisse senetlerinin satılabilmesi için yaklaşık % 80 oranında düşük fiyatlanması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, söz konusu ülkedeki riskten kaçınan yatırımcı profili ile açıklanabilmektedir.

Ritter (1991), düşük fiyatlama nedeniyle hisse senedinin, ilk ihraçtan alan yatırımcısına kısa vadede %16,4 oranında pozitif getiri sağladığını belirlemiştir.

Ritter'a göre düşük fiyatlama olgusu, yıldan yıldı ve endüstriden endüstriye ciddi anlamda farklılık göstermektedir. Çalışmasında düşük fiyatlama ile ilgili olarak iki temel konuya vurgu yapmaktadır :

- Yatırımcılar dönem dönem genç firmaların getiri performansı hakkında aşırı iyimser (extremely optimistic) olabilmektedir.
- Firmalar fırsat penceresi (window of opportunity) imkanlarından yararlanmaktadırlar. Buradaki fırsat penceresi yaklaşımı; firmaların halka arz zamanlaması olarak, özellikle halka arzların arttığı yani genel ekonomik gidişatin ve piyasaların iyi olduğu sıcak halka arz pazarlarını tercih etmeleri ile ilgilidir.

Welch (1992), halka arz piyasasının şelale etkisine (waterfall effect) konu olduğunu savunmaktadır. Modelinde, yatırımcının bir halka arza olan talebinin sadece kendi değerlemesine dayanmadığını, aynı zamanda diğer yatırımcıların da talebine ve değerlemesine dayandığını belirtmiştir. Sonuç olarak; bazı yatırımcılar normalde halka arza talep oluşturacakken, söz konusu halka arzın diğer yatırımcılar tarafından güçlü bir şekilde talep edilmediğini fark ettiklerinden dolayı halka arza katılmayabilirler. Bu problemi önlemek için, ihraççı kuruluşların, ilk alıcıları etkilemek ve sonraki halka arzlarda potansiyel yatırımcıların iştahını kabartmak amacıyla halka arzlarını düşük fiyatladığını, dolayısıyla pozitif şelale etkisi oluşturduğunu tespit etmiştir.

Welch'in modelinde belirttiği sonraki halka arzlardaki potansiyel yatırımcıları etkilemek hususu, Allen ve Faulhaber (1989) tarafından geliştirilen sinyal modelinde işlenmiş olup, modelde ihraççı firmaların sonraki dönemlerde gerçekleştirilecek dönemsel halka arzlarda daha yüksek fiyatlama yapabilmek adına ilk halka arzlarını düşük fiyatladığı vurgulanmaktadır.

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993), yaptıkları çalışmada Brezilya, Şili ve Meksika'daki halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiş ve halka arzların düşük fiyatlama sonucunda yatırımcısına sırasıyla %78,5, %16,3 ve %33 oranında kısa vadeli pozitif getiri sağladıklarını gözlemlemişlerdir. Özellikle Kore'deki sonuçlara benzer bir şekilde Brezilya'da da diğer ülkelere göre düşük fiyatlamanın çok daha fazla olduğu görülmektedir.

Jegadeesh, Weinstein, Welch (1993), çalışmalarında Allen ve Faulhaber tarafından geliştirilen sinyal yaklaşımını tam olarak teyit edememişlerdir. Onlara göre halka arz yapacak firmanın düşük fiyatlama neticesindeki gelir kaybının tek faktörü, sonraki halka arzlarda (dönemsel halka arzlarda) avantaj elde edebilmek değildir.

Aussenegg (1997), 1984 – 1996 döneminde Viyana Borsasında gerçekleştirilen 67 ilk halka arzın kısa ve uzun dönem fiyat performansını incelemiş ve düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiştir. Analizinde ilk halka arzın ortalama ilk gün getirisini %6,5 olarak hesaplamıştır. Söz konusu oran birçok ülkedeki gözlemlenen ilk gün getirinin çok aşağısındadır.

Lowry ve Shu (2002), ilk halka arzlarda görülen kısa dönem düşük fiyat anomalisi ve risk unsuru arasındaki ilişkiyi incelemişler ve yasal risk hipotezini iki açıdan test etmişlerdir. Birincisi; yasal riske daha fazla maruz kalan firmalar, halka arzlarını daha fazla düşük fiyatlamaya tabi tutmakta (sigorta etkisi), ikincisi; daha yüksek düşük fiyatlama, beklenen yasal maliyetlerin azalmasına yol açmaktadır (erteleyici etki). Çalışmalarında firmanın yasal risk derecesi ile düşük fiyatlama seviyesi arasında pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

Ritter ve Welch (2002), düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans olgusunun nedenlerini araştırmışlardır. Özellikle yatırım bankalarının neden düşük fiyatlamayı tercih ettiğini sorgulamış ve hisseleri ihraçtan alacak ilk yatırımcıların belirlenme sürecini incelemişlerdir. Onlara göre düşük fiyatlamada temel neden yatırım bankalarının davranışlarıdır. Ayrıca uzun dönem kavramının göreceli olduğunu belirtmiş ve uzun dönem performansın aslında seçilen analiz döneminin bir fonksiyonu olduğunu ifade etmişlerdir.

Ljungqvist (2004), ilk halka arzlarda görülen düşük fiyatlama olgusunun ihraççı firma ve yatırım bankası arasındaki anlaşmazlıkları da içeren bilgi asimetrisinden kaynaklanmakta olduğunu belirtmiştir. Yatırım bankalarının halka arzı başarılı bir şekilde sonuçlandırabilmeleri amacıyla hisse senetlerini düşük fiyatladıklarını belirtmiş ve bu noktada ihraç gelirini artırmak isteyen ihraççı kuruluşla ayrıştıklarını tespit etmişlerdir.

Guo, Ley ve Shi (2006), 1980 – 1995 döneminde ABD’de 2.696 ilk halka arz üzerinde bilgi asimetrisi ve değerlendirme belirsizliği faktörlerini incelemişlerdir. Önceki çalışmalardan farklı olarak ayrıca çalışmalarında ihraççı firmaların AR&GE faaliyetlerinin ilk halka arzlar üzerindeki etkilerini incelediler. Çalışmalarında ihraççı kuruluşların AR&GE faaliyetlerinin ilk halka arzlarda görülen düşük fiyatlama ile pozitif korelasyona sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Kao, Wu ve Yang (2009), Çin’de 1996 – 1999 dönemi için kısa dönem düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans anomalilerini devletin düzenlemeleri ile ilişkilendirmişlerdir. Araştırmalarında firmaların ilk halka arzlarda kazanç sağlayacak şekilde en uygun zamanı seçmelerini ifade eden yüksek fiyatlamaya yönelik düzenlemeler ile halka arz öncesi

değerlemelerinde ve projeksiyonlarında aşırı iyimser davranmak suretiyle finansallarını fiktif bir şekilde şişirmelerine yönelik düzenlemeleri incelemişlerdir. Piyasa zamanlamasında ve aşırı iyimser değerlemelerde, yatırımcıların başlangıç getirilerinin yüksek olması ile birlikte uzun dönemde düşük performans elde ettiklerini belirtmişlerdir.

Hejazi, Salehi ve Haghbin (2010), anket metodu kullanarak Tahran Borsasında yaptıkları çalışmada, düşük fiyatlama anomalisine rastlamadıklarını bilakis Tahran Borsasında yüksek fiyatlamanın söz konusu olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmalarında faaliyette bulunan endüstri kolu ve düşük fiyatlama arasındaki ilişkiyi tespit etmişlerdir. Ayrıca halka arz öncesi üç yıllık süreçteki vergi öncesi kar kalemi, halka arz edilen hisse senetlerinin yüzdesi ve uzun dönemli düşük performans arasında bir ilişkinin söz konusu olduğunu bulgulamışlardır.

Abrahamson, Ridder ve Rasbrant (2011), İsveç'te 2000-2010 döneminde yapılan 172 ilk halka arzları incelemiş ve önceki çalışmalara paralel olarak düşük fiyatlamayı tespit etmişlerdir. Çalışmalarında, düşük fiyatlamanın boyutu ile halka arz fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve fiyatı düşük belirlenmiş halka arzların, daha yüksek fiyatlı halka arzlara göre daha çok düşük fiyatlandırılmakta olduğunu tespit etmişlerdir.

Henricson (2012), İsveç'te 1994 – 2011 döneminde gerçekleşen 185 ilk halka arzları incelemiş ve düşük fiyatlama olgusundan kaynaklı olarak ilk halka arzların kısa vadede yatırımcısına endekse kıyasla %11,49 daha yüksek getiri sağladığını tespit etmiştir. Analizde elde edilen pozitif getiriler istatistiki olarak anlamlı olup sonuç olarak çalışmasına göre analiz döneminde piyasaya göre anormal getiri elde etmek mümkündür.

Lin, Pukthuanthong ve Walker (2013), yasal riske daha fazla maruz kalabilecek firmaların, ilk halka arzda hisse senetlerini diğer firmalara göre daha fazla düşük fiyatladığını öngören sigorta etkisi hipotezini test etmiştir. Düşük fiyatlamanın firmalar için olası bir dava sürecinde uğrayacağı zararı da sınırlayacağını belirtmektedir. Analizde 1991 – 2011 dönemi içerisinde uluslararası ölçekte 40 ülkeden halka arzı gerçekleştirmiş 13.759 firmayı içine alan bir örneklem üzerinden yasal risk ile düşük fiyatlama arasındaki ilişki

incelenmiştir. Yasal riskin fazla olduğu ülkelerde daha fazla düşük fiyatlama olup olmadığını analiz etmişlerdir. Çalışmalarında yasal risk ve düşük fiyatlama arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Miglo ve Wu (2014), Çin'de 1992 – 2007 döneminde ilk kez halka arz olan 1.571 firma üzerinde çalışmışlardır. Araştırmalarında ihraççı firmaların halka arz sonrası finansal performans tahmini için bir model geliştirmişlerdir. Klasik teorilerin aksine, analizlerine göre halka arzın büyüklüğü ile kısa vadeli operasyonel performansın pozitif korelasyona sahip olduğu sonucuna varmış ve standart dengeleme teorisi ve sinyalizasyon teorisinin aksine borç ve karlılık arasındaki negatif korelasyon ile ilgili açıklamalarda bulunmuşlardır.

Bouzouita, Gajewski ve Gresse (2015), yaptıkları analizde ilk halka arzda görülen düşük fiyatlamamanın halka arz sonrası likiditeyi hangi yollarla etkilediğini incelemişlerdir. Euronext borsasındaki firmalardan oluşan örneklem üzerinde çalışmalar gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında analist hisse takip listesi (coverage list) ile düşük fiyatlama arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bulgularına göre analistlerin hisse takip listesi, ikincil piyasadaki asimetrik bilgi maliyeti ve likidite azlığı problemini azaltmaktadır. Çünkü analistler tarafından hazırlanan rapor ve analizlerin, yatırımcıların genelinin bilgilendirilmesi yoluyla ters seçim probleminin etkisini azalttığını savunmaktadırlar.

Chen ve Wu (2015), Tayvan'da 1996 -2003 döneminde gerçekleşen 712 ilk halka arzı inceleyerek firmaların halka arz yönteminin seçimine nasıl karar verdiklerini açıklamaya çalışmışlardır. Bu amaçla yatırım bankalarının halka arz metodunu belirlediğini varsayan beklenen tahsilat gelirleri hipotezi ile ihraççının belirlediğini varsayan beklenen net servet kazancı hipotezi üzerinde çalışmışlardır. İnceledikleri 712 firmanın 623'ü sabit fiyat teklif yöntemini kullanırken geri kalanları ise fiyat aralığı yöntemini kullanmışlardır. Analizlerinde halka arz yöntemi seçiminin ilk halka arz öncesi ortakların servetlerini maksimize etme yaklaşımı ile uyumlu olduğunu belirterek, net servet kazancı hipotezini doğrulamışlar ve dolayısıyla yatırım bankalarının halka arz yönteminin seçiminde itici güç olmadığını tespit etmişlerdir.

Loughran, Ritter ve Rydqvist (2015) yaptıkları çalışmada; farklı lokasyonlardaki halka arzların kısa vadedeki getirileri arasındaki farkı; bağlayıcı düzenlemeler, sözleşme mekanizması ve halka arz yapan firmanın

karakteristik özellikleri açısından analiz etmişlerdir. Özellikle Doğu Asya ülkelerinde görülen halka arz fiyatının belirlenmesi sürecindeki yasal müdahalelerin azaltılmasına yönelik girişimlerin, 90'lı yıllarda, 80'li yıllara göre daha az düşük fiyatlamanın yaşanmasıyla sonuçlandığını belirtmişlerdir.

6.1.2 Uzun dönem düşük performans anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar

Miller (1977),’a göre bir ilk halka arzdeki ana alıcılar, firmanın gelecek dönemdeki performansı konusunda en optimist olan yatırımcılardır. Halka arzın değerlemesindeki belirsizlik nedeniyle, kötümser ve iyimser yatırımcılar arasında bir dizi değerlendirme farklılıkları olacağını varsaymıştır. İhraç edilecek hisse senetleri, optimist olan yatırımcılar tarafından satın alınacağı için halka arz fiyatı makul değerden (fair value) daha yüksek olacaktır. Zaman geçtikçe hisse hakkında daha fazla bilgi kullanılabilir hale geleceğinden dolayı, yatırımcılar bilgileri fiyatlayacak ve hisse senedi fiyatı düşüş göstererek zamanla makul değere doğru gelecektir. Bu nedenle Miller halka arzların ve özellikle riskli ihraçların uzun dönemde düşük performans göstereceğini belirtmiştir.

Ritter (1991), 1975 – 84 döneminde ABD’de 1.526 ilk halka arz üzerinde yapılan çalışma sonucunda, halka arz olan firmaların, halka arz sonrası 3 yıllık süre içerisinde, ortalama %34,37 getiri sağladığını, sektör ve piyasa değeri bakımından bu firmalarla eşleşen diğer firmaların ise 3 yıllık süre sonundaki getirilerinin ortalama %61,86 olduğunu tespit ederek düşük performans anomalisini doğrulamıştır.

Uzun dönemde düşük getiri ile ilgili bir başka çalışma Yi (1992) tarafından yapılmıştır. Yi, çalışmasında Ritter’in kullandığı aynı örnekleme kullanmış ve firmaların halka arz olduktan sonraki 6 yıla kadar olan dönemde düşük fiyat performansın devam ettiğini göstermiştir.

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993), çalışmalarında Brezilya ve Şili’de gerçekleştirilen halka arzlarda, halka arzdan üç yıl sonraki dönemde (üçüncü yılın sonunda) düşük performansı sırasıyla %47 ve % 24 olarak hesaplamışlardır. Kısa dönemdeki sonuçlara benzer olarak Brezilya’da görülen düşük performans derecesi daha yüksek olarak gözlemlenmiştir.

Levis (1993), İngiltere Borsasında 1980 – 1988 döneminde gerçekleştirilen 712 ilk halka arzın uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Amacı Ritter'ın ortaya koymuş olduğu sonuçların İngiltere Borsası için geçerli olup olmadığını tespit etmektir. Ritter'ın çalışmalarını yürüttüğü ABD sermaye piyasası ile İngiltere sermaye piyasası arasındaki yapısal farklılıklara değinmiş ve bu nedenden dolayı düşük performansın her iki ülkede farklı olabileceğini belirtmiştir. Çalışmasında uzun dönem düşük performans anomalisini teyit etmiş ve düşük performansın analiz dönemi olan 36 aylık dönemin sonunda da devam ettiğini tespit etmiştir. Analizlerde ayrıca ihraç sonrası kısa dönem getirilerin yüksek olduğu firmalarda uzun dönem düşük performansın daha yüksek görüldüğünü gözlemlemiştir.

Kim, Krinsky ve Lee (1995), Kore borsasında 1985 – 1989 döneminde işlem gören 169 firmanın ilk halka arz sonrası uzun dönem hisse senedi fiyat performansını incelemişlerdir. Önceki çalışmalardan farklı olarak, Kore'de ilk halka arzı gerçekleştiren firmaların uzun dönem hisse senedi performansı yüksek bulunmuştur. 1988 yılında Kore'de yapılan deregülasyonun ilk halka arzların uzun dönem fiyat performansı üzerinde etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Loughran ve Ritter (1995), çalışmalarında 1970 – 1990 döneminde yapılan 4.753 ilk halka arzı incelemiş ve Yi (1992)'nin sonuçlarından farklı bulgular tespit etmişlerdir. Analizlerine göre düşük fiyat performansı halka arzdan sonraki 5 yıl içinde devam etmiş ancak 6. yıl artık herhangi bir düşük fiyat performansı görülmemiştir.

Lee, Taylor ve Walter (1996), Avustralya halka arzları üzerinden yaptıkları çalışmada 3. yılın sonundaki düşük fiyat performansını % 46,5 olarak hesaplamışlardır. Analizlerinin sonucunda yatırımcıların, Avustralya borsasında analiz dönemi içerisinde gerçekleştirilen halka arzlarda ihraçtan hisse senedi almaları durumunda, uzun dönemde piyasaya göre ve benzer firmalara göre yaklaşık % 50 daha az getiri sağladıklarını tespit etmişlerdir.

Sthele, Ehrhart, Przyborowsky (2000), Almanya'da, ilk halka arzların ihraçtan sonraki 3. yıl getirisini söz konusu firmalarla eşleşen hisselerden oluşan portföy ile karşılaştırmış ve sonuçta ihraç edilen hisselerin 3.yıl sonunda

diğerlerine göre %6 daha düşük getiri elde ettiğini göstermişlerdir. Analiz, dönemsel halka arzlar için de benzer sonuçlar vermiştir. Söz konusu düşük getiri, ilk halka arzlar için istatistiksel olarak anlamlı değilken dönemsel halka arzlar için anlamlı bulunmuştur. Ayrıca hesaplanan düşük performans oranı birçok ülke deneyiminin çok altında kalmaktadır.

Literatürde ayrıca uzun dönem düşük performansa neden olan faktörler de incelenmiştir.

Ritter (1991), genç firmalar ile 1980'li yılların başında yüksek hacimle halka arz edilen firmaların en fazla düşük performans problemi ile karşı karşıya olduğunu belirtmiştir. Özellikle genç firmaların geçmiş dönemlere ait faaliyet ve finansal bilgileri olmadığından dolayı, yatırımcılar bu tür firmalara karşı biraz daha ihtiyatlı davranırlar ve bu firmalardan daha fazla düşük fiyatlama talep ederler.

Brav ve Gompers (1997), girişim sermayesi destekli halka arzların, diğer halka arzlara göre çok daha yüksek performans sergilediğini göstermişlerdir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları iş modeline güvendiği firmalara yatırım yaptığından dolayı, kurucuları arasında girişim sermayesi firmalarının yer aldığı firmalar, yatırımcılara daha fazla güven vermektedirler.

Aussenegg (1997), 1984 – 1996 döneminde Viyana Borsasında 67 ilk halka arzın uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Örnekleme dahil edilen firmaların benzer firmalara göre ihraçtan sonraki 5. yılın sonunda ortalama %73,9 oranında daha düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. Uzun dönem düşük performansın ortaklık yapısındaki farklılıklarla açıklanabileceğini belirtmiştir. Özellikle aile şirketlerinde görülen halka arzlarla ilişkin uzun dönem performansın çok kötü olduğu bulgulanmıştır.

Carter, Dark ve Singh (1998), firmaların halka arzdan sonraki 3 yıllık dönem boyunca hisse senedi performanslarını incelemiştir. Yüksek itibara sahip olan yatırım bankalarının aracılık ettiği halka arzların, çalışmada piyasa göstergesi (benchmark indicator) olarak kullanılan NASDAQ endeksine göre çok düşük performans göstermediği ancak düşük itibarlı / daha az tanınır yatırım bankalarının aracılık ettiği halka arzların ise çok daha düşük performans gösterdiklerini bulgulanmışlardır.

Alvarez ve Gonzalez (2005), İspanya'da ilk halka arzlarda uzun dönem düşük performansı tespit etmişler ve uzun dönem performansın düşük fiyatlama ve ikincil halka arzlarda elde edilen fonlarla / getirilerle pozitif ilişkiye sahip olduklarını bulgulamışlardır. Özellikle ilk halka arzlarda daha çok düşük fiyatlanan hisse senetlerinin uzun dönemde diğer hisse senetlerine göre daha kötü performans gösterdiğini tespit etmişlerdir.

Guo, Ley ve Shi (2006), ABD'de 1980 – 1995 döneminde gerçekleşen 2.696 ilk halka arz üzerinde yaptıkları çalışmalar neticesinde literatürle uyumlu olarak uzun dönem düşük performansı teyit etmişlerdir. Çalışmalarında ayrıca ihraççı kuruluşların AR&GE aktivitelerinin, ilk halka arzların uzun dönemli performansları ile pozitif ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Seal ve Matharu (2012), 1999 – 2005 döneminde Hindistan'da ilk kez halka arz edilen 135 firmanın uzun dönem performansını, firmanın performansı veya gelecekle ilgili tahminlerine ilişkin bilgilerin duyurulduğu tarihlerdeki hisse senetlerinin getirilerini analiz eden olay çalışması metodolojisi yardımıyla tahmin etmeye çalışmışlardır. Çalışmalarında uzun dönem performansı beş yıllık bir süreçte analiz etmişlerdir. Literatürdeki önceki çalışmalarla uyumlu olarak analizlerinde halka arz olan firmaların uzun dönem performansının halka arz olmayan emsal firmaların çok altında kaldığını bulgulamışlar ve bunu Hindistan hisse senetleri piyasasındaki bilgisel etkinsizliğe bağlamışlardır.

Loughran ve Ritter (2015), yaptıkları çalışmada, firmaların ilk halka arzlarını, değerlemelerin yüksek olduğu sıcak halka arz dönemine denk getirerek başarılı bir şekilde zamanlamakta olduğunu ve bu durumun da yatırımcıların uzun dönemde düşük getiri elde etmesine yol açtığını belirtmişlerdir.

6.2 İlk Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Ulusal Çalışmalar

Tiniç (1988), ilk halka arzlarda görülen düşük fiyatlamanın, ihraççı firmalar ve yatırım bankaları için yasal sorumluluk ve itibar kaybı riskine karşı sigorta görevi gördüğünü belirtmektedir. Çalışmada düşük fiyatlamanın dava açılma olasılığını ve olası yasal zararları azaltacağı ifade edilmiştir.

Kıymaz (1997), çalışmasında BIST’da 1990 – 1995 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren 88 sanayi firmasının uzun vadeli hisse senedi performansı ile 39 finansal kuruluşun kısa vadeli fiyat performansını incelemiştir. 36. ayın sonunda tüm imalat sanayi firmalarının ortalama anormal getirisini %41,33 olarak hesaplamıştır. Özelleştirme kapsamında hisse senetleri halka arz edilen firmalar, hisse senetleri kendi aracı kurumları tarafından halka arz edilen firmalar ve hissenin gelecek performansının belirsizliğini ölçmek amacıyla hesaplanan standart sapması yüksek olan firmaların uzun dönemde daha yüksek getiri sağladığını tespit etmiştir. Finansal kuruluşların gerçekleştirdiği ilk halka arzlar sonrası kısa vadede gerçekleşen düşük fiyatlamaya, ham ve düzeltilmiş getirilere göre sırasıyla %14,46 ve %15,3 olarak hesaplanmıştır. Düşük fiyatlamaya neden olan faktörleri hisse senetlerinin halka arz fiyatının belirlendiği zaman ile borsada ilk işlem görmeye başladığı zaman süresince piyasada meydana gelen yükselmeler ve hissenin gelecek performansının belirsizliğini ölçmeye yönelik oluşturulan standart sapma olarak belirtmiştir. Ayrıca düşük fiyatlamaya neden olan diğer faktörleri; halka açılma sonrası toplanan fonun büyüklüğü, aracı kurumların birlikte çalıştıkları şirketlerin hisselerini düşük fiyatlamaya yönelik davranışları olarak sıralamaktadır.

Özer (1999), 1989 - 1994 dönemi için BIST’da ilk halka arzlarda ihraç sonrası ilk üç gün için getirinin piyasa üzerinde ve pozitif olduğunu yani ilk halka arzlarda düşük fiyatlamaya olgusunun var olduğunu tespit etmiştir. Çalışmada ayrıca vade uzadıkça pozitif getirinin azaldığını gözlemlemiştir.

Ayden ve Karan (2000), BIST’da 1992 – 1995 döneminde yapılan 70 ilk halka arzın uzun dönemli fiyat performansını incelemiştir. Analizde anormal getiri bakımından sadece 11. ayın getirilerini istatistiki olarak anlamlı bulmuşlar, dolayısıyla BIST’da ilk halka arzlarda uzun dönemde anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını vurgulamıştır. Sonuç olarak; yatırımcıların ilk halka arzdaki sonraki uzun dönemde piyasanın üstünde anormal bir getiri elde etmeye yönelik geliştirdiği yatırım stratejilerinin pek anlamlı olmadığını belirtmişlerdir.

Durukan (2002), 1990 – 1997 döneminde gerçekleştirilen 173 ilk halka arzın kısa ve uzun dönemli fiyat performanslarını incelemiştir. Kısa dönem için ilk gün getirilerinin, uzun dönem için ise 3 yıllık getirilerin kullanıldığı çalışmada,

özellikle literatürdeki uzun dönem düşük performans olgusunun tersine, büyük firmaların uzun dönemli fiyat performansını yüksek bulmuştur.

Teker ve Ekit (2003), 2000 yılında yapılan 34 ilk kez halka arzın kısa dönem (30 günlük) fiyat performansını analiz etmiş ve kısa dönem düşük fiyat performansı tespit etmişlerdir. Çalışmalarının sonucunda ilk halka arzdan hisse alan yatırımcıların kısa vadede piyasaya göre anormal getiri elde edebileceklerini tespit etmişlerdir.

Yalçiner (2006), BIST'da 1997 – 2004 döneminde gerçekleşen 93 halka arzı analiz etmiş ve halka arzlarda ilk gün getirisini pozitif olarak bulmuştur. Çalışmasında düşük fiyatlandırma kavramını teyit etmiş ancak analizlerinde BIST için düşük halka arz fiyatına sahip olan hisse senetlerinin yüksek halka arz fiyatına sahip olan hisse senetlerine göre daha yüksek anormal getiri sağladığı görüşünün geçerli olmadığını belirtmiştir. Ayrıca halka arz yönteminin anormal getiriler üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Özer (2006), BIST'da 1990 – 2005 döneminde gerçekleştirilen 250 halka arzda kısa vadede düşük fiyatlama ve uzun dönemde düşük performans anomalilerini bulgulamıştır. Çalışmasında söz konusu anomalileri etkileyen değişkenler olarak; piyasa koşulları, yatırımcı sayısı, halka arz oranı gibi değişkenleri sıralamış ve düşük fiyatlama olgusunun aslında uzun dönem düşük performansa yol açtığını tespit etmiştir.

Sevim ve Akkoç (2006), 1990 – 1999 döneminde BIST'da gerçekleştirilen 185 ilk halka arzın 3 yıl için uzun dönem fiyat performansını incelemiş ve 3. yıl sonunda incelenen hisse senetlerinin getirisini - %15,26 olarak hesaplamıştır. Diğer bir ifadeyle uzun dönem düşük performans anomalisi teyit edilmiştir. Ayrıca çalışmada ilk halka arz edilen hisse senetlerinin anormal getirisininin 13. aya kadar pozitif olduğu bu tarihten sonra negatife döndüğünü tespit etmişlerdir.

Ünlü (2006), 1990 – 1995 döneminde ilk kez halka arz olan 10 adet bankanın halka arz sonrası 3 yıllık dönemdeki fiyat performanslarını incelemiştir. Çalışmasında sonuç olarak, bankacılık sektörünün halka arz sonrası 1 – 2

yıllık süre içerisinde negatif bir getiri sağladığını ancak 3. yılın sonunda ise piyasanın üzerinde pozitif bir getiri getirdiğini belirtmiştir.

Ünlü ve Ersoy (2008), BIST’da 1995 – 2008 döneminde yapılan ilk halka arzları incelemiş ve düşük fiyatlama olgusuna rastlamışlardır. Çalışmalarındaki bir başka tespit olarak, faaliyet süresi 20 yıldan fazla olan şirketler ile sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanarak halka arz edilen firmaların daha fazla düşük fiyatlandığını tespit etmişlerdir.

Başpınar (2008), BIST’da Ocak 1993 – Mayıs 2007 döneminde gerçekleşen 240 ilk halka arzı incelemiş ve düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiştir. Çalışmasında halka arzların ilk işlem gününde ortalama %9,16 anormal getiri elde ettiğini belirtmiş söz konusu düşük fiyatlamanın yatırımcıya fayda sağladığını ve bunda halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin etkin olduğunu göstermiştir.

Altın ve Hotamış (2008), çalışmalarında hisse senetlerinde düşük fiyatlama kavramını araştırmış ve bu amaçla 2000 – 2006 döneminde BIST’da gerçekleştirilen 78 ilk halka arzı incelemişlerdir. Çalışmalarında analiz dönemi için halka arz edilen hisse senetlerinin 1 gün, 1 hafta, 1 ay ve 3 aylık getirilerini kullanmış ve sonuç olarak diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek veya düşük bir değerlemenin olmadığını tespit etmişlerdir.

Bildik ve Yılmaz (2008), 1990 – 2000 döneminde BIST’da yapılan ilk halka arzlardaki uzun dönem fiyat performansını incelemişlerdir. Çalışmalarında kullandıkları faktörler ise piyasanın durumu ve genel gidişatı, halka arza aracılık eden kurumun bilinirliği, şirketin büyüklüğü ve finansal rasyoları, hisse senedi ihracının kaynağı ve ihraç edilen hisse senetlerinin yatırımcılar arasındaki dağılımı ile yatırımcıların farklılığıdır. Önceki çalışmalardan farklı olarak analizlerinde düşük fiyatlamanın boyutunu daha az tespit etmişler (%5,94) fakat uzun dönem düşük performansın boyutunu ise önceki çalışmalara nazaran daha büyük (%84,5) tespit etmişlerdir. Ayrıca önceki çalışmaların çoğunda düşük performansın halka arzdan altı ay sonra oluşmaya başladığı belirtilirken, Bildik ve Yıldız, yatırımcıların dalgalı bir piyasa nedeniyle vade ufkunun çok kısa olduğunu ve bu nedenle düşük performansın analizlerinde halkı arzı izleyen ilk ay içinde gerçekleştiğini

belirtmişlerdir. Son olarak; piyasa koşullarının iyi olmadığı ve halka arz yönteminin ortak satışı şeklinde olduğu durumlarda uzun vadede düşük performansın ortadan kalktığını vurgulamışlardır.

Kaderli ve Demir (2008), 1992 – 2002 döneminde gerçekleştirilen 77 ilk halka arzdaki kısa vadeli getiriler ile büyüme oranları arasındaki ilişkiyi, firmanın halka arz edildiği yıldaki finansal verileri ile halka arz sonrası kapanış fiyatlarını birlikte karşılaştırarak incelemişlerdir. Sonuç olarak, halka arzlarda kısa vadeli getiriler ile büyüme oranları arasında güçlü bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Uzun (2009), 2004 – 2007 döneminde BIST’da yapılan 28 ilk halka arzın fiyat performanslarını halka arzda uygulanan satış yöntemine göre analiz etmiştir. Analizinde fiyat aralığı ile yapılan 15 ilk halka arzın halka arz sonrası ortalama getiri performansının, sabit fiyat yöntemiyle yapılan 13 ilk halka arzın ortalama getiri performansından daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Ünlü, Yıldız ve Yalama (2009), BIST’da 1992 – 2005 döneminde gerçekleşen 136 ilk halka arzın özellikle uzun fiyat performansını önceki çalışmalardan farklı olarak yapay sinir ağları kullanmak suretiyle tahmin etmeye çalışmışlardır. Doğrusal regresyon analizine alternatif olarak yapay sinir ağları modelini çalışmalarında kullanmışlar ve yapay sinir ağı modelinin uzun dönemli getirileri tahmin etmede doğrusal regresyon analizine göre daha başarılı sonuçlar verdiğini gözlemlemişlerdir.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009), 1993 – 2005 döneminde sabit fiyatla talep toplanan halka arzlarda ilk gün için düşük fiyatlandırmayı %7,13 olarak hesaplarken fiyat aralığıyla talep toplanan halka arzlardaki ilk düşük fiyatlandırmayı %10,61 olarak hesaplamışlardır. Çalışmalarında ayrıca ihraççı firmaların fırsat penceresi yaklaşımı çerçevesinde halka arz için genelde piyasanın yükseldiği zamanları tercih ettiğini belirtmişlerdir. Bu şekilde firmaların piyasa zamanlaması yaptıklarını tespit etmişlerdir.

Cihangir ve Kandil (2009), BIST’da 2003 – 2008 döneminde yaptıkları çalışmada analiz döneminin tamamı için düşük fiyatlardan bahsedilemeyeceğini sadece yıl bazlı olarak 2003 ve 2006 yıllarında düşük fiyatlamanın gözlemlendiğini belirtmişlerdir. Düşük fiyatlamanın analiz dönemi

boyunca tüm yıllar için tespit edilemesi yıllar itibariyle değişen makro ekonomik konjonktür ile açıklanabilir.

Polat (2009), 1996 – 2004 döneminde BIST’da gerçekleştirilen 138 ilk halka arzın hem kısa hem de uzun dönem fiyat performanslarını; şirketin yaşı, aracı kurumun itibarı, piyasa koşulları, halka arzın büyüklüğü ve dağıtım tutarı faktörlerini baz alarak incelemiştir. Çalışmasında kısa vadede düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans olgusunu teyit etmiştir.

Bekçi, Özboyacı ve Nergiz (2010), 1990 – 2008 yıllarında yapılan ilk halka arzlar ve özellikle Halkbank’ın arzı üzerinde çalışmışlardır. Hisselerin halka arz sonrası fiyat performansını endeks ve benzer firmaların hisse senetleri ile karşılaştırmış ve ekonomik krizlerin hisse senetleri performansının üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın genel sonucu olarak analiz konusu hisse senetlerinin fiyat performansı pozitif olarak bulunmuştur.

Kırkulak (2010), BIST’da 1995 – 2004 döneminde gerçekleşen 150 halka arzın beş yıllık uzun dönemli performansını analiz etmiştir. Hisselerin ihraçtan alınarak analiz dönemi boyunca satılmayıp elde tutulduğu varsayımıyla; ilk gün getirisi yüksek olan hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin de yüksek olduğu tespit edilmiştir. Hisse senetlerinin ilk gün getirisini %8,26 olarak tespit etmiş ve dolayısıyla ilk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiştir. Ayrıca kısa dönemli getirileri sektör itibariyle değerlendirmiş ve en çok getiri sağlayan sektörün elektrik ve mali sektörler olduğunu belirtmiştir. Ayrıca şirket büyüklüğünün hisse senedi performansı üzerindeki etkisini analiz etmiş ve büyük şirketlerin küçük şirketlere göre daha çok getiri sağladığını tespit etmiştir.

Tükel (2010), çalışmasında BIST’da asimetric enformasyon kavramı çerçevesinde, halka arzlarda düşük fiyatlama olgusu ile uzun dönem performans arasındaki ilişkiyi açıklamıştır. Bu nedenle 2000 – 2007 döneminde BIST’da gerçekleşen 42 halka arzı incelemiş ve söz konusu halka arzlarda hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirilerini %10,94 olarak hesaplayarak halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiştir. Bununla birlikte önceki birçok çalışmadan farklı olarak; vade uzadıkça getirilerin

azalmadığını belirtmiş, yaptığı analiz sonucunda 36. ayın sonunda hisse senetlerinin getirisini %39,74 olarak hesaplamıştır.

Girgin (2011), 2008 yılı küresel finansal kriz öncesinde ve sonrasında yapılan ilk halka arzları incelemiş, kriz öncesi yapılan ilk halka arzlarda düşük fiyatlamayı gözlemiş olup hisse senetlerinin ilk gün anormal getirisini ortalama %8,70 olarak hesaplamıştır. Ayrıca vade uzadıkça hisse senetlerinin performansının düştüğünü gözlemlemiştir. Kriz sonrası yapılan ilk halka arzlarda da hisse senetlerinin kısa vadede pozitif anormal getiri sağladığı görülmüş ve düşük fiyatlama ilk gün için %5,97 olarak hesaplanmıştır. Özellikle kriz sonrası hisse senetlerinin fiyatları zaten düşüş gösterdiği ve normal seviyelere geldiği için düşük fiyatlama seviyesinin kriz öncesine göre daha düşük gözlemlendiğini tespit etmişlerdir.

Otlu ve Ölmez (2011), BIST’da Ocak 2006 - Haziran 2011 döneminde ilk kez halka arz edilen 53 firmanın 21 günlük fiyat verilerini kullanarak kısa dönemli performanslarını incelemiş ve hisse senetlerinin pozitif anormal getirisini %6,99 olarak hesaplamışlardır. Diğer bir ifadeyle çalışmalarında düşük fiyatlama anomalisini teyit etmişlerdir. Düşük fiyatlamada etkili olan faktörlerin hisse senetlerinin ilk günlük getirileri ile standart sapmalarının olduğunu belirtmişlerdir.

Akbaba (2012), 2008 – 2012 döneminde BIST’da yapılan 55 ilk halka arzı incelemiş ve ilk halka arzlarda ilk gün getirisini %9,7 olarak hesaplayarak düşük fiyatlama olgusunu teyit etmiştir. İlk halka arzlarda ihraçtan hisse senedini satın alıp analiz dönemi boyunca elinde tutan yatırımcının piyasaya göre yaklaşık % 10 daha fazla getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir.

Kurtaran (2012), BIST’da 1994 – 2009 döneminde gerçekleştirilen ilk halka arzlarda ilk otuz gün için hisse senetlerinin getirisinin maksimum olduğu oranın %11,5 olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmada ayrıca otuz günlük süre boyunca hisse senedini elde tutmanın al – sat yapmadan daha fazla getiri sağlayacağını ortaya koymuştur. Halka arzdaki kısa vade getirilerini etkileyen faktörleri; satış yöntemi, firmanın yaşı, aracı kurum sayısı ve standart sapma olarak belirlemiştir. Hisseyi ihraçtan alan yatırımcının hisseyi dördüncü aya kadar elinde tutmasının avantajlı olduğunu ancak bu süreden sonra ve özellikle 3

yıllık sürenin sonunda yatırımcının düşük performans elde ettiğini vurgulamıştır.

Elmas ve Amanianganeh (2013), BIST’da 1995 – 2010 dönemine ait 227 adet halka arz üzerinde çalışmış ve düşük fiyatlama etki eden faktörler olarak; halka arz yöntemi, yabancıya satış durumu ve piyasanın genel gidişatı olmak üzere üç faktörü ele almışlardır. Düşük fiyatlamanın genel olarak halka arz yönteminden ve yabancıya satış durumundan etkilenmediğini ancak sektörel bazda inceleme yapıldığında düşük fiyatlamanın her iki faktörden büyük oranda etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Gökkaya (2014), yaptığı çalışmasında 1998 – 2013 döneminde BIST’da gerçekleşen 173 ilk halka arzda düşük fiyatlama olgusunu tespit etmiştir. İlk halka arzın getirileri ve gösterdiği oynaklık arasındaki pozitif ilişkiyi tespit etmiş ve bu ilişki üzerinde kurumsal ve yabancı yatırımcı oranları ile aracı kurumun bilinirliğinin etkisinin olduğunu bulgulamıştır.

Bastı, Kuzey ve Delen (2015), BIST’da 2005 – 2013 dönemi için yapılan çalışmada, ilk halka arzların kısa dönem fiyat performansını etkileyen faktörleri analiz edebilmek amacıyla; yapay sinir ağları, karar ağaçları ve destek vektör makinelerinden oluşan veri madenciliğine ait sınıflama yöntemlerini kullanmış ve tahmin modellerinin performansını ölçebilmek amacıyla çapraz doğrulama metodunu uygulamışlardır. Analiz sonuçlarına göre, BIST’da işlem gören firmalar için ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun tespit edildiği ancak bunun gelişmiş ülke piyasalarındaki kadar yüksek olmadığı belirtilmiştir. Piyasanın duyarlılığı, yıllık hasılat tutarı, varlık devir hızı, halka arz metodu, halka arzda gerçekleştirilen aracılık metodu, arz fiyatı, borçluluk oranı ve satılan hisse senedi sayısı gibi faktörlerin ilk halka arzların kısa dönemde düşük fiyatlanmasında en fazla etkili olan faktörler olduğu tespit edilmiştir. Yapılan duyarlılık analizlerinin sonuçlarına göre bu faktörler içinde en etkili olanları sırasıyla piyasa duyarlılığı, hasılat ve devir hızı oranları olduğu belirtilmiştir.

Çakır ve Akkoç (2015), 2008 yılı küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında BIST’da Ocak 2008 – Temmuz 2013 döneminde gerçekleştirilen 121 ilk halka arzı incelemişler ve kısa dönem performansı kümülatif anormal getirileri

hesaplayarak tespit etmişlerdir. Yaptıkları analizde ilk halka arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin ilk gün anormal getirisinin %1,16 ve 21 günlük anormal getirisinin ise %5,89 olarak gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre literatürdeki önceki çalışmalarla uyumlu olarak, BIST’da ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun varlığını tespit etmişlerdir ancak düşük fiyatlamanın son yıllara doğru azalma gösterdiğini belirlemişlerdir.

Yıldırım ve Dursun (2016), BIST’da 2004 – 2014 döneminde gerçekleştirilen 110 ilk halka arzda ilk gün fiyat anomalisini tespit etmişler ancak söz konusu ilk gün anormal getirilerinin sektör, halka arz yöntemi ve aracılık çeşidi açısından farklılık göstermediğini belirtmişlerdir.

6.3 Dönemsel Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Uluslararası Çalışmalar

6.3.1 Kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi ile ilgili yapılan çalışmalar

Hess ve Frost (1982), dönemsel halka arzın, hisse senedinin ihraç edildiği günlerdeki fiyatında önemli dalgalanmalara yol açıp açmayacağını incelemiş ve konu ile ilgili ortaya atılmış; Sec’in görüşü, Vekil Hipotezi ve Etkin Piyasa Hipotezi olmak üzere üç hipotezi test etmişlerdir. SEC, yeni hisse senedi ihracının hisse fiyatında kalıcı olarak düşmeye yol açacağını belirtmektedir. Aracı kurum hipotezi (vekil hipotezi) hisse senedinde sadece dağıtım (hisse dağıtımı) aşamasında olmak kaydıyla geçici bir düşüş söz konusu olduğunu ileri sürmektedir. Etkin piyasa hipotezi ise yeni hisse senedi ihracının hisse senedi fiyatına herhangi bir etkisinin olmadığını ileri sürmektedir. Newyork Borsasından (NYSE) aldıkları verilerle yaptıkları ampirik testlerin uygulanması sonucunda, SEC ve Aracı Kurum Hipotezlerinin geçerli olmadığını ancak Etkin Piyasa Hipotezinin varsayımlarının geçerli olduğunu bulgulamışlardır.

Parson ve Raviv (1985), dönemsel halka arzda düşük fiyatlama anomalisini incelemişler ve buna neden olan faktörleri araştırmışlardır. Bulgularına göre dönemsel halka arzda belirlenen ihraç fiyatı, hem arz öncesi hem de arz sonrası hisse senedi fiyatından düşük olmaktadır. Düşük fiyatlamanın; hisseye yönelik talepten ve hisse senedinin yatırımcılar arasındaki dağıtımından etkilendiğini bulgulamışlardır.

Masulis ve Korwar (1986), aracı kuruluşların aracılık yüklenimi ile alımını garanti ettiği hisse senetlerine ilişkin dönemsel halka arz duyurularına yönelik piyasanın tepkisini ve piyasanın gösterdiği tepkinin sonucunda işlem gören hisse senetlerinin fiyat düzeltmelerini incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, sanayi kuruluşlarında kamu kurumlarına göre dönemsel halka arzın duyurusuna yönelik negatif yatırımcı reaksiyonunun daha fazla olduğunu gözlemlemişlerdir. Duyurular sonucunda piyasanın ilgili hisse senedine verdiği tepkiyi ifade eden hisse senedi getirilerinin; firmanın kaldıraç seviyesindeki değişiklikler ile pozitif, önceki hisse senedi getirileri (sanayiciler için) ve yönetimin sermayedeki payının azalmasıyla da negatif ilişkide olduğu belirtilmiştir.

Asquith ve Mullins (1986), 1963 – 1981 döneminde kamu iktisadi teşebbüsleri ve sanayi firmaları tarafından gerçekleştirilen toplam 531 dönemsel halka arz üzerinde incelemede bulunmuşlar ve dönemsel halka arzın duyurulduğu günde tüm sanayi firmaları için ortalama getiriye $-2,7\%$ olarak (negatif ilan günü etkisi) hesaplamışlardır.

Baron ve Holmstrom (1980), büyük ve finansal kalitesi yüksek firmaların ileriki dönemlerde gerçekleştirecekleri dönemsel halka arzlardan daha yüksek gelir elde etmek amacıyla, ilk halka arzda düşük fiyatlama gerçekleştirdiklerini ifade eden sinyal hipotezini (signaling hypothesis) ortaya atmışlardır. Hipotez, düşük kaliteli firmaların, ilk halka arzda başarıyı yakalayabilmek amacıyla birtakım göstermelik harcamalarla kendilerini yüksek kaliteli firma olarak gösterme zorunda olduğunu ifade eder ve bu çabanın ve bu çaba sonucunda yapılan harcamaların göstermelik olduğu gerçeğinin ilk halka arzdan sonra yapılacak dönemsel halka arzda ortaya çıkacağını varsaymaktadır. Yüksek kaliteli firmalar tarafından ilk halka arzda gerçekleştirilecek düşük fiyatlamanın, söz konusu bu harcamalara sinyal maliyetinin (düşük fiyatlama kaynaklı maliyet) eklenmesine neden olacağını ve bu durumun düşük kaliteli firmaların gerçek finansal kalitesini ortaya çıkaracağını vurgulamaktadırlar. Çalışmada ayrıca birçok firmanın ilk halka arzdan sonraki yıllarda ek finansman ihtiyacını gidermek amacıyla önemli tutarlarda dönemsel hisse senedi arzına başvurdukları tespit edilmiştir.

Gerard ve Nanda (1993), dönemsel halka arz öncesinde ikincil piyasada gerçekleştirilen hisse senedi işlemleri ile halka arz sırasında ihraç edilecek hisse senetlerinin fiyatlandırılması arasındaki etkileşimden kaynaklı bir manipülasyon potansiyelinin olup olmadığını araştırmışlardır. İçsel bilgi sahibi olan yatırımcıların dönemsel halka arz öncesi hisseleri satarak stratejik bir manipülatif harekete girişebileceklerini belirtmektedirler. Çalışmalarında hazırladıkları model; dönemsel halka arz öncesi satışların artacağını ve bu durumun da piyasa yapıcısının hisse senedi stoklarını artıracığını ve sonuç olarak hisse senedi fiyatlarının geçici olarak düşeceğini öngörmektedir. Ayrıca, manipülasyon girişimlerinin yatırımcıların ihtiyaç duyacağı bilgileri gizleyeceğinden, hisse senedi fiyatlarındaki geçici dalgalanmaların oranının artacağı bu durumun da söz konusu hisselerin daha volatil hale gelmesine yol açacağı tahmin edilmektedir.

Schadler ve Manuel (1994), dönemsel halka arzlarda ihraç edilecek hisse senetlerinin pazarlanması amacıyla seçilen farklı aracılık türlerindeki ve ihraççı firma karakteristiğindeki farklılıkları incelemişlerdir. Yaptıkları analizlerde, prestijli olan ve olmayan aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen halka arzlara piyasanın farklı tepki verdiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca düşük büyüme hızına sahip firmalar tarafından gerçekleştirilen halka arzlarla ilişkin negatif fiyat tepkisinin, yüksek büyüme hızına sahip firmalar tarafından gerçekleştirilen halka arzlarla kıyasla daha fazla olacağı belirtilmiştir.

Bayless ve Chaplinsky (1996), sıcak ve soğuk halka arz pazarlarında yapılan dönemsel halka arzların duyurularına yönelik piyasa tepkisini (ilan etkisi) test etmişler ve dönemsel halka arzın zamanlamasında firmaların fırsat penceresi uygulamasından yararlanıp yararlanmadıklarını incelemişlerdir. Sıcak halka arz pazarlarında gerçekleştirilen dönemsel halka arzların duyurularına yönelik piyasanın fiyat tepkisinin, soğuk halka arz zamanlarında yapılan dönemsel halka arz ilanlarına verilen tepkiden ortalama 200 baz puan daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Sıcak halka arz dönemlerinde görülen düşük fiyat reaksiyonu istatistiki olarak anlamlı olup sıcak ve soğuk halka arz piyasalarının makro ekonomik niteliklerinden bağımsızdır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, hisse senedi ihraçlarında firmaların fırsat penceresi uygulamasına gittiklerini doğrulamaktadır.

Johnson, Serrano ve Thompson (1996), içeriden öğrenenlerin ticareti ve yeni hisse senedi ihracına yönelik ilanın, gelecekte yapılması öngörülen yeni sermaye yatırım projelerinin değerlendirilmesiyle alakalı bir sinyal görevi gördükleri hipotezini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda elde edilen bulguların; içeriden öğrenenlerin ticaretinin, piyasanın yeni hisse senedi ihraçlarına yönelik tepkisi ile ilişkili olduğunu ifade eden hipotez ile tutarlı olduğunu tespit etmişlerdir.

Corwin (2003), dönemsel arzların 1980'ler ve 1990'lar boyunca % 2.2'lik bir ortalama ile düşük fiyatlandırıldığını ve düşük fiyatlamamanın boyutunun zaman içerisinde giderek artış gösterdiğini tespit etmiştir. Söz konusu bu artışın SEC'in uygulamaları ve hem ilk halka arzlar hem de dönemsel halka arzları etkileyen ekonomik değişiklikler ile bağlantılı olduğunu tespit etmiştir. Özellikle nispeten esnek olmayan talebe sahip olan menkul kıymetler için düşük fiyatlamamanın arz büyüklüğü ile pozitif bir korelasyona sahip olduğunu tespit etmiştir.

Altinkılıç ve Hansen (2003), dönemsel halka arzlarda düşük fiyatlamamanın 90'lı yıllar boyunca yaklaşık %3 olarak gerçekleştiğini hesaplamışlardır. Düşük fiyatlamamanın derecesinin önceki dönemlere göre artış göstermesinin, fon arz edenlerin artan talebinden ve ihraççı firmanın yüksek risk profili yansıtmasından kaynaklandığını belirtmektedirler. Düşük fiyatlamamanın, nispeten düşük hisse senedi fiyatlarına sahip ve hisse senedi getirileri volatil olan firmalarda daha yüksek olacağı tespit edilmiştir. Ayrıca NASDAQ Borsasında yapılan halka arzlardaki düşük fiyatlamamanın boyutunun, NYSE ve AMEX Borsalarında yapılan halka arzlarda görülen düşük fiyatlamaya kıyasla daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Düşük fiyatlamamanın boyutunun aracı kurum bilinirliği ile negatif ilişkisinin söz konusu olduğu vurgulanmıştır. Çalışmalarında, dönemsel halka arzlarda görülen düşük fiyatlamamanın iki temel amacının olduğunu belirtmektedirler. İlk amacın düşük fiyatlama ile birlikte firmanın gelecek dönemlerdeki finansal performansı ile alakalı belirsizlikten dolayı yatırımcıyı peşinen tazmin etmek olduğunu, ikincisinin ise dağıtım maliyetlerini karşılamak olduğunu ortaya koymuşlardır.

Shen (2006), Çin'de gerçekleştirilen dönemsel halka arzların ilan etkisini araştırmıştır. İncelemede örneklem olarak 1993 – 2003 yıllarına ait rüçhan

hakkının kullanıldığı 567 bedelli sermaye artırım ve 72 halka arz ele alınmıştır. ABD, İngiltere ve Fransa'da yapılan çalışmalardan elde edilen bulgularla tutarlı ve istatistiksel açıdan anlamlı olarak; Çin'de hem bedelli sermaye artırım ve hem de halka arz ile ilgili duyuru gününde adi hisse senetlerinin değerinde düşüş tespit edilmiştir. Shen, negatif anormal getirileri öncelikle Çin hisse senedi piyasasının ve dönemsel halka arzların kendine özgü karakteristikleri ile ilişkilendirmiştir. Çalışma sonucunda duyuru etkisinin, Çin Borsasında kote edilen firmalardaki devlete ait hisse oranı ile pozitif bir ilişki içinde olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Çin piyasasındaki halka arzların bedelli sermaye artırımlarına göre nispeten daha düşük hisse senedi fiyat performansı sergilediği tespit edilmiştir. Araştırma sonucunda bu durumun nedeni olarak; en başta devlete ait hisselerin daha yüksek oranda olması ve bedelli sermaye artırımlarına uygulanan nispi ihraç büyüklüğü limiti gösterilmiştir.

Carlson, Fisher ve Giammarino (2007), firmanın risk ölçüsü olarak kabul edilen beta değeri ile hisse senetlerinin volatilitelerini dönemsel halka arzlar üzerinden araştırmışlardır. Firmanın betasının dönemsel halka arz öncesinde artış gösterdiğini fakat sonrasında ise düştüğünü gözlemlemişlerdir. Söz konusu bu tespit dönemsellerde halk arzlarında görülen düşük performans ile ilgili reel opsiyon modellerinin açıklaması ile tutarlı olduğunu belirtmiş ancak mevcut modellerin betada keskin bir düşüşü tahmin etmelerine karşın, çalışmalarında kademeli bir düşüşü tespit etmişlerdir. Mevcut modeller ile kendi modelleri arasındaki farkı uyumlaştırmak amacıyla, teoriyi yatırım taahhüdü ve iç finansman konularını dikkate alacak şekilde genişletmektedirler. Yaptıkları kesit analizinde, dönemsel halka arz öncesinde hisse senedi getirilerinde ciddi artışlar yaşayan firmaların, halka arz sonrasında dönemde hisse senetlerinin daha fazla düşük performans sergilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca bu firmaların beta değerleri de halka arz sonrası ciddi bir düşüş kaydetmiştir. Çalışma sonucunda, dönemsel halka arzların yapıldığı dönemlerde güçlü risk dinamikleri tespit edilmiştir. Halka arz öncesi beta göstergesinde ciddi artış söz konusu olurken halka arz sonrasında dönemde ise betada kademeli bir azalmanın söz konusu olduğunu bulgulamışlardır. Gerçekleştirilen genişletilmiş reel opsiyon modeli, yatırım taahhüdü ve iç finansmanı kapsamakta ve beta değerindeki kademeli azalmayı açıklamada yardımcı

olmaktadır. Dönemsel halka arz sonrası beta değişimlerdeki kesit farklılıkları, reel opsiyon modellerinin tahminleri ile tutarlıdır. Dönemsel halka arz yapan firmaların hisse senedi getirilerindeki ilan öncesindeki yükselişlerinin, halka arz sonrası görülen düşük performans ve beta düşüşlerinin açıklanmasında yardımcı olacağı belirtilmektedir.

Bowen, Chen ve Cheng (2008), daha önce bu konuda fazla çalışma yapılmamış olmasından ötürü, çalışmalarında analist takip listesinin sermaye maliyeti üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analist takip listesinin miktarı ve niteliğinin yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltabileceğini ve böylece sermaye maliyetinin düşürülebileceği varsayılmaktadır. Analist takip listesinin, yeni hisse ihracının maliyeti olan düşük fiyatlandırmanın üzerindeki etkisi araştırılmıştır. 1984-2000 dönemindeki 4,766 dönemsel halka arz ile ilgili yapılan analiz sonuçlarına dayanarak; analist takip listesinin ve analist takip listesinde daha fazla yer almanın, dönemsel halka arzda görülen düşük fiyatlandırmanın boyutunu düşüreceğini tespit etmişlerdir. Analist takip listesinde yer alamayan firmalara kıyasla, ortalama sayıdaki analist takip listesinde yer alan firmaların (en az üç analist raporu) dönemsel halka arzda karşılaştığı düşük fiyatlandırmanın %1,19 daha az olacağını ortaya koymuşlardır. Ayrıca itibarlı lider aracı kurum için veya fiyat tahminlerinde daha az tutarsızlık görülen aracı kurumlar için çalışan analistlerin takip ettiği hisse senetlerinin, dönemsel halka arzında diğerlerine göre daha düşük oranda düşük fiyatlandırmanın söz konusu olduğu tespit edilmiştir.

Shahid, Xia, Mahmood ve Usman (2010), çalışmalarında Çin'deki dönemsel halka arz sürecindeki farklı duyuru tarihleri ile ilgili bilgi asimetrisi davranışını incelemişlerdir. Araştırmaları literatüre başlıca üç bulgu ile katkı sağlamaktadır. İlk olarak; dönemsel halka arzların duyuru etkilerinin ihraç tarihi üzerinde, farklı duyuru tarihlerine kıyasla daha olumsuz olduğu tespit edilmiştir. Özellikle yönetim kurulu toplantısı tarihinde diğer tarihlere kıyasla hisse senedi fiyatında daha fazla düşüş kaydedilmiştir. İkinci olarak; araştırma, duyuru tarihlerindeki fiyat düşüşünün yöneticiler ile dış yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin yanı sıra müteakip duyuru tarihlerindeki bilgi asimetrisi düzeyinin azalmasından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Son olarak; araştırmada, ihraç tarihinde daha yüksek hisse fiyatı düşüşünün

gerçekleşmesinin, ihraç tarihinde piyasadaki ek hisse tedariki ile oluşturulan alım - satım dengesizliğinden kaynaklandığı bildirilmektedir.

Ruutu (2010), Avrupa'daki dönemsel halka arzlar ile ilgili yeni bulgular sağlamayı amaçlayan çalışmasında; mülkiyet karakteristiklerinin incelenmesine ek olarak, başta aracı kurum tarafından klasik ön talep toplama yöntemiyle yapılan diğer adıyla tümüyle pazarlanmış arzlar (fully marketed offerings) ve hızlandırılmış dönemsel halka arzlar (accelerated seasoned offerings) arasındaki ayırım olmak üzere, çeşitli halka açık ihraç türleri ile ilgili ampirik araştırma eksikliği üzerinde odaklanmıştır. Çalışmada özetle ihraç yöntemi, kurumsal sahiplik durumu ve mülkiyet yoğunlaşmasının; hisse senedi ihraç fiyatındaki görülen düşük fiyatlamaya, duyuru etkisi ve ihraç sonrası uzun vadeli getiriler üzerindeki etkisine ve mülkiyet karakteristiklerinin ihraç yöntemi seçimini etkileyip etkilemediğine ilişkin yeni bulgular sağlanmaktadır. Analizde kullanılan örneklem 2000 – 2005 döneminde Avrupa'da gerçekleştirilen 364 dönemsel halka arza ait verilerden oluşmaktadır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, tümüyle pazarlanmış hisse senetlerinden oluşan dönemsel halka arzın, hızlandırılmış ön talep yöntemiyle yürütülen dönemsel halka arzlara nazaran daha az düşük fiyatlamaya maruz kaldığını ortaya koymaktadır. Öte yandan, sermaye sahiplik karakteristiklerinin hisse senedi ihraç fiyatındaki düşük fiyatlamaya olgusunu etkilemediği bulgulanmıştır. Ayrıca tespit edilen bir diğer sonuç olarak; ilan etkisinin ihraç yöntemi veya mülkiyet karakteristiklerinden etkilenmediğidir. Bunlara ek olarak; yüksek oranda mülkiyet yoğunlaşmasının, ihraç sonrası 24 ve 36 aylık getirilerle negatif bir ilişki içinde olduğu belirlenmiştir. Firma sermayesinde görülen yüksek orandaki kurumsal payın, ihraç sonrası 24 aylık getiri ile pozitif bir ilişki içinde olduğu ancak söz konusu bu sonucun ihraç sonrası 36 aylık getiriler için gözlemlenmediği belirtilmiştir. Çalışmada kullanılan bir diğer gösterge olan ihraç yönteminin, ihraç sonrası hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Lo (2011), çalışmasında kurumsal şeffaflığın dönemsel halka arzlar üzerindeki etkisini; firma karakteristiklerini, dönemsel halka arz duyurusu öncesi hisse senedi fiyat performansını, piyasanın söz konusu duyurulara tepkileri ve hisse senedi ihracı sonrası uzun dönem performans olgusunu inceleyerek

araştırmıştır. Çalışmada elde edilen tüm sonuçlar, dönemsel halka arzlarda görülen düşük fiyatlama hipotezi ile tutarlıdır. Hisse senedi ile ilgili artan bilgi riskinin, hisse senedi yatırımının kabul edilebilir olması için ilgili hisse senedinin beklenen getirisini artırabileceği ve sonuç olarak hisse senedi fiyatlarını düşürebileceği vurgulanmıştır. Şeffaflık uygulamaları düşük ve yetersiz olan firmaların dönemsel halka arz duyurularından önce daha yüksek hisse senedi performansına sahip oldukları tespit edilmiş olmasına rağmen, söz konusu bu fiyat yükselişinin, firma hakkındaki artan bilgi riskinden kaynaklı düşük fiyatlamayı tazmin edecek seviyede olmadığı belirtilmiştir. Çalışmada elde edilen diğer bulgulara göre, şeffaflık uygulamaları yeterli olan firmaların gerçekleştirdiği dönemsel halka arzların, şeffaflığı düşük firmaların ihraç ettiklerinden daha yüksek performans sergilemektedir. Tespit edilen bu bulgu, şeffaflığı yüksek firmaların, aşırı değer biçilmiş hisse senetleri ihraç etmede daha başarılı olduğunu göstermektedir. Analizdeki bulgulara dayanarak, gelecekte dönemsel hisse senedi ihraç etmeyi planlayan yöneticilerin, bilgi asimetrisini ve bunun sonucunda meydana gelen düşük fiyatlamayı azaltmak için bilgi paylaşımını arttırmaları gerektiği vurgulanmıştır.

Ngo ve Varela (2012), olası bir dönemsel halka arzdan çok büyük miktarda nakit akımı elde etmeyi bekleyen yüksek kaliteli firmaların, düşük fiyatlamayı azaltmak amacıyla dönemsel halka arz öncesinde ihtiyari tahakkuklar üzerinden finansal tablolarında uyguladıkları kazanç yönetimini incelemiştir. Bu amaçla ABD borsalarında (NYSE, NASDAQ, AMEX) işlem gören hisse senetlerinden 1989 – 2009 dönemine ait yapılmış 3.304 dönemsel halka arz incelenmiştir. Çalışmalarında yüksek kaliteli firmaların gelecek dönemler için nakit akımları konusunda tahminleri olumlu ise, o zaman bu firmaların dönemsel halka arzdaki düşük fiyatlamasının derecesini azaltmak amacıyla hisse senedi ihraç fiyatını agresif bir şekilde artırmak isteyeceklerini varsaymaktadırlar. Araştırmalarında kazanç yönetiminin dönemsel halka arzda görülen düşük fiyatlama ile negatif ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca ihtiyari tahakkuklar üzerinde yapılacak kazanç yönetiminin firmanın kazançları hakkındaki bilgileri arttıracaklarını ifade etmektedirler. Çalışma sonucunda elde edilen bulguların risk yönetim ve sinyal hipotezleri ile uyumlu olduğunu belirtmişlerdir.

Baryeh, Yaari ve Dadalt (2012), dönemsel halka arzın, firmalar ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi ile karakterize edildiğini vurgulamışlardır. 1989 – 2005 döneminde finansal kuruluş olmayan 1.131 firma incelenmiştir. İçeriden bilgi ticareti (açık sinyal) ve yönetilen kazançlar (örtülü sinyal), dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmanın hisselerinin fiyatlarına yönelik önemli bir girdi olarak ifade edilmektedir. Çalışmada ayrıca dönemsel halka arzda finansal tablolarda uygulanan kazanç yönetimi ile içeriden bilgi ticareti arasındaki etkileşim incelenmiştir. Dönemsel halka arz sürecinde hisselerini satan şirket içi kişileri olan firmaların, hisseleri satın alan şirket içi kişileri olan firmalara göre finansal tablo üzerinde daha agresif kazanç yönetimi uyguladığı tespit edilmiştir. Dönemsel halka arz öncesinde hisse senedi fiyatlarının yükseldiğini ve bu durumun da içeriden satışı karlı hale getirdiği belirtilmektedir.

Shahid, Mahmood ve Usman (2012), Dünyanın her yerinde dönemsel halka arzların ilan gününde olumsuz pazar tepkisi ile ilişkilendirildiğini belirtmiş ve farklı ekonomilerin bu duyuruların olumsuz etkisini azaltmak için farklı önlemler aldıklarını vurgulamışlardır. Çalışmalarının uygulaması olarak Çin'de gerçekleştirilen dönemsel halka arzları incelemişlerdir. Çin'de, her şirket hisse senedi ihracı izni alabilmek amacıyla, belli bir öz kaynak getirisi eşliğini karşılamalıdır. Araştırmalarında, dönemsel halka arzların duyurusu ile ilgili asimetric bilgi düzeyini düşürmeyi başaran muhasebe temelli düzenlemeleri incelemişlerdir. Analizlerinde olay araştırma metodolojisi ve çok değişkenli regresyon modelini kullanılmışlardır. Söz konusu bu düzenlemelerden önce, dönemsel hisse senedi ihraç eden şirketlerin, ihraç duyurularından sonra hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun yüksek olduğu, bu yüzden de yatırımcıların büyük oranda düşük fiyatlama ve daha büyük firma ölçeğini firmanın değeri ile ilgili kötü haberler olarak algıladıklarını bulgulamışlardır. Düzenleme döneminde ise, bilgi asimetrisi düzeyindeki azalma sayesinde, daha büyük firmaların daha dikkatli incelendiği kabul edilirken, daha yüksek kaliteli firmaların daha yüksek menkul değer ihraç fiyatı sunduğu ve bu durumun da pozitif duyuru etkileri ile sonuçlandığı belirtilmektedir.

Dempere (2012), çalışmasının temel amacı, dönemsel halka arzlarda görülen düşük fiyatlama anomalisinin düzeyini açıklayan faktörler ile ilgili istatistiksel kanıt sağlamaktır. 2003 ve 2011 yılları arasında ihraç edilen 1,840 dönemsel

halka arzdan oluşan bir örnekleme incelemiştir. Çalışmanın literatüre en önemli katkısı, hisse senedi arz fiyatı ile dönemsel halka arzdaki düşük fiyatlandırma arasındaki negatif bir ilişki varlığının ortaya konulmasıdır. Bu ilişkinin aracı kurumların geleneksel fiyatlandırma uygulamasından kaynaklanıyor olabileceği belirtilmiştir. Analizlere göre özellikle 2009 yılında 270 adet dönemsel halka arzda daha önce hiç görülmemiş şekilde %6,86 ile rekor düşük fiyatlandırma düzeyi tespit edilmiştir. Ayrıca dönemsel halka arzdaki düşük fiyatlandırma düzeyinin 2008 küresel finansal krizden beri çarpıcı bir biçimde arttığı tespit edilmiştir.

Baryeh (2013), dönemsel halka arz yapan firmalar ve yatırımcıların bilgilendirilmesi hususu ile ilgili düzenlemeleri incelemiştir. Tam açıklama ile ilgili düzenleme, esas olarak halka açık şirketlerin ve diğer ihraççıların yatırımcılara yönelik bilgi açıklamalarını ele almaktadır. Burada tam açıklama kavramından kasıt; eksiksiz, tam bilginin yatırımcılara eş zamanlı ve adil bir şekilde ifşasıdır. Baryeh'in çalışmasında, tam açıklama ile ilgili düzenlemenin, içeriden öğrenenlerin bilgi ticareti üzerindeki etkisi ve dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların uyguladıkları kazanç manipülasyonları da araştırılmıştır. Önceki araştırmaların, firmaların dönemsel hisse senedi ihraç etmeden önce kazanç manipülasyonu ile iştigal ettiklerini ortaya koymasından dolayı, çalışmada analiz edilecek firma olarak; dönemsel halka arz yapan firmalar seçilmiştir. Buna ek olarak, içeriden öğrenenlerin ticari davranışlarının dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların gerçek niteliğini ortaya çıkarabileceği vurgulanmıştır. Çalışmanın sonucunda tam açıklamadan önce yapılan içeriden bilgi ticaretinin piyasa ile negatif şekilde ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Goodwin (2013), dönemsel halka arzlarda, arz fiyatında bir önceki günün kapanış fiyatına kıyasla yapılacak indirim (düşük fiyatlandırma), firmayı ve arzı çevreleyen asimetrik bilgi düzeyinden ve yeni hisseler satın almak isteyen yatırımcılara yönelik sağlanmak istenen ekonomik faydadan etkilendiğini belirtmektedir. Düşük fiyatlandırmanın ihraççı firma için önemli olduğu, çünkü firma için masada bırakılan parayı (money left on the table) teşkil ettiği ifade edilmektedir. Goodwin'in çalışması, düşük fiyatlandırmanın derecesini ve bunun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik belirleyicilerini inceleyen ilk

çalışmadır. 1994-2006 arası gayrimenkul yatırım ortaklıklarının dönemsel halka arzlarındaki düşük fiyatlama olgusunu inceleyen bu çalışmada, düşük fiyatlamamanın hem plasman maliyeti hem de değer belirsizliği hipotezi için bir destek teşkil ettiği vurgulanmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ihraç edilecek yeni hisselerinin yatırımcılara plase edilmesi daha zor olduğunda ve bu hisselerin değerlemesi ile ilgili belirsizlik söz konusu olduğunda, yatırımcıların ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin fiyatlarında daha fazla indirim talep edeceği vurgulanmaktadır.

Akron (2013), Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen farklı türdeki dönemsel halka arz bileşimlerinin, dönemsel halka arzların duyurularına yönelik piyasanın verdiği tepki üzerindeki etkisini incelemektedir. 2000-2010 dönemine ait dönemsel halka arzlar incelenmiş olup, dönemsel halka arzda yatırımcıya ihraç edilecek menkul kıymetin tek tip adi hisse senedi yerine adi hisse senedi ile birlikte hisse opsiyonları, hak ihraçları gibi birden fazla türdeki hisse senedine dönüştürülebilir finansal enstrümanlar içeren paket şeklinde olmasının, dönemsel halka arzların duyurularına verilen tepki üzerinde önemli etki gösterdiği belirtilmiştir. Yapılan analizlere göre paket bileşiminin yatırımcılara önemli bir sinyal verdiği sonucuna varılmaktadır. Çalışmada yatırımcıya sunulan paketin firmanın sermaye yapısı ve halka arz sonrası nakit akımların üzerinde belirsizlik oluşturabileceği vurgulanmaktadır. Dönemsel halka arzlardaki ihraç paketinde yatırımcıya sunulan hak ihraçları, firma sermayesindeki mevcut ortakların sahip olduğu güç dengesine yönelik tehdidin azalmasına yol açtığından asimetric bilgiyi hafifletebileceği belirtilmiştir.

Jiang, Stohs ve Xie (2013), firma yöneticilerinin özel yani içsel bilgilere sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda, firmaların dönemsel halka arzları hisse senetlerine önemli ölçüde aşırı değer biçildiği zamanlarda yaparak fırsat pencerelerinden yararlanıp yararlanmadığını incelemişlerdir. İlk halka arzda yüksek oranda düşük fiyatlama yapan, halka arz sonrasında hisse senedi fiyatında anormal yükselişler yaşayan ve halka arzda büyük tutarda ihraç gerçekleştiren firmaların, piyasaya diğer firmalardan daha önce dönemsel halka arz ile dönme eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. İlk halka arzdan hemen sonra dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların performansı emsallerine

kıyasla daha düşük tespit edilmiştir. İlk halka arzları takip eden altı ay içinde dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların ortalama üç günlük anormal getirisi, ilk halka arzdan sonraki altı aydan daha uzun bir süre sonra dönemsel hisse senedi ihraç eden firmalarınkinden % 2.69 daha düşük tespit edilmiştir. İlk halka arzdan kısa süre sonra dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların uzun dönemde daha kötü hisse senedi getirileri ve işletme performansı sergilediği ifade edilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, yöneticilerin dönemsel halka arzı, içsel bilgi sahibi olan mevcut hissedarlara fayda sağlayacak şekilde zamanladığı hipotezi ile tutarlıdır.

He, Wang ve Wei (2013), dönemsel halka arzlardan önceki ve sonraki hisse senedi işlemlerindeki bilgi asimetrisini, 1997-2012 arasındaki döneme ait 3,811 dönemsel halka arzdan oluşan bir örneklem ve bu örnekte yer alan firmalarla eşleştirilmiş dönemsel halka arzı gerçekleştirmeyen benzer firmaları kullanarak incelemişlerdir. Çeşitli bilgi asimetrisi ve işlem maliyetleri ölçülerinin hepsinin, dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmalar için, arz sonrası dönemde duyuru öncesi döneme göre önemli ölçüde azaldığı tespit edilmiş ancak söz konusu bu ölçülerin dönemsel halka arzı gerçekleştirmeyen firmalar için aynen kaldığı belirtilmiştir. Analizlerinin sonucunda elde edilen bulgulara göre, bilgi asimetrisi ve işlem maliyeti ölçülerindeki azalmaların boyutları önemli ölçüde; firmanın ölçeği (büyüklüğü), halka arz büyüklüğü, kurumsal sahiplik oranı ve fiyatlarda görülen dalgalanmalar gibi faktörlerle önemli denilebilecek seviyede ilişkili olduğu belirtilmiştir.

Kim ve Purnanandam (2013), firmalarda görülen kötü yönetişimin, yatırımcıların birincil dönemsel halka arzların duyurusuna (ilan günü etkisi) olumsuz tepki göstermelerinin başlıca nedeni olduğunu bulgulamışlardır. Çalışmalarında 1982 – 2006 analiz döneminde gerçekleştirilen dönemsel halka arzları dikkate almışlardır. Yatırımcıların, kurumsal yönetim uygulamaları zayıf olan firmaların sadece sermaye yatırımlarını arttırmak için kaynak toplama girişimine olumsuz tepki verdiklerini belirtmektedirler. Bununla birlikte ihraççıların önceden değer azaltıcı iktisapları ve hissedar değerine yönelik zayıf yönetsel duyarlılığı söz konusu olmuşsa, piyasanın dönemsel halka arza tepkisi daha da olumsuz olmaktadır. Özetle çalışmalarında yönetişim gücünün, dönemsel halka arzlardan elde edilen gelirlerin kullanılma amacıyla ilgili

yatırımcı güvenini nasıl etkilediğini değerlendirmişlerdir. Çalışmalarında başvurdukları testler farkların farkı yaklaşımları kullanılarak yapılmıştır. Analizlerine göre yatırımcıların birincil dönemsel halka arza olan tepkisi, kullanılan ampirik strateji ve incelenen dönem ne olursa olsun, pozitif ve anlamlı şekilde yönetişimin gücü ile bağlantılıdır. Dönemsel arzlar yapılmadan önce, yatırımcıların söz konusu dönemsel halka arz ile ilgili başlıca endişesi, yönetimin ihraçtan kaynaklanacak gelirleri verimli bir şekilde mi yoksa mürifçe mi harcayacağıdır. Bulgularına göre iyi yönetim, yatırımcı güvenini artırarak firmaların düşük maliyetle dışarıdan öz sermaye kaynağı bulmasını sağlamaktadır. Bu sonuçlar, dönemsel halka arza karşı olan genel hisse senedi fiyatı tepkisinin olumsuz olduğu anlayışını alt üst etmektedir.

Çalışmalarının sonucunda ek finansman ihtiyacı olan firmaların dönemsel halka arzda başarıyı yakalayabilmeleri ve olumsuz yatırımcı tepkisini önleyebilmeleri ve öz sermaye maliyetini düşürebilmeleri için şu önerileri geliştirmişlerdir :

- Yönetimsel teşvikler hissedar değerine çok daha uygun hale getirilmeli,
- Dönemsel halka arzlardan önce değer azaltan iktisaplardan kaçınılmalı,
- İkincil arzlar (çalışmada ilk ihraçta borsaya kote olmuş ama satılmamış hisse senetlerini ifade etmektedir) dönemsel halka arzların dışında bırakılmalıdır.

Deng, Hrnjić ve Ong (2014), yatırımcı duyarlılığının dönemsel halka arzın fiyat dinamikleri üstündeki etkisini gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerinde çalışarak göstermişlerdir. Analizlerindeki bulgular, yatırımcı duyarlılığının arz öncesi aşırı fiyatlandırma (overpricing) ve ihraç olasılığı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu dönemlerde gerçekleştirilen dönemsel halka arzlarda fiyat iskontoları daha büyük olmakta dolayısıyla ilk gün getirileri daha yüksek çıkmaktadır. Ayrıca çalışmalarında yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu dönemleri, uzun vadeli düşük getirilerin takip ettiğini tespit etmişlerdir.

Shu ve Chiang (2014), çalışmalarında daha önceden Rangan (1998) ve Teoh, Wong, ve Rao (1998), Loughran ve Ritter (1997), Baker ve Wurgler (2002) ve Cohen, Papadaki, ve Siougle (2007) tarafından yapılan dönemsel halka arzda görülen kısa dönemli düşük fiyatlama ile uzun dönemli düşük performans

anomalileri ile ilgili çalışmaları incelemişler ve bu çalışmalarda ortaya atılan hipotezleri Tayvan Menkul Değerler Borsasında test etmişlerdir. Çalışmaya göre Rangan ve Teoh, Wong ve Rao yazarları; söz konusu bu anomalilerin finansal tablolaradaki kazanç yönetiminden kaynaklandığını ifade ederken, Loughran ve Ritter, Baker ve Wurgler ve Cohen, Papadaki, ve Siougle yazarları ise hisse senedi ihrac eden firmaların hisse senedi ihracı zamanlamasından kaynaklandığını ileri sürmektedirler. Söz konusu çalışmada, adı geçen tüm yazarların, büyük ve kk firmaların dönemsel halka arzı gerçekleştirirken farklı uygulamalar yaptıklarını tespit ettiklerini belirtilmişlerdir. Bahsi geçen yazarların, nispeten kk firmaların halka arzda piyasa zamanlaması yaptıklarını, büyük firmaların ise söz konusu ihracattan kaynaklanacak geliri artırmak için ihtiyari tahakkukları kullandıklarını tespit ettiklerini ifade etmişlerdir. Shu ve Chiang'ın yaptığını çalışma, yukarıda özetlenen önceki çalışmalarda belirtilen hipotezlerin Tayvan borsasında test edilmesini kapsamaktadır. alışmalarında 463 halka açık firma üzerinde analizler gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucunda elde ettikleri bulgular bahsi geçen önceki çalışmalar ile uyumludur. Özellikle, kk firmalar için, zamanlama etkisinin, firmanın kısa vadeli varlığı ile pozitif ve uzun vadeli varlığı ile negatif bir korelasyon içinde olduğu belirlenmiştir. Büyük firmalar için ise, kazanç yönetiminin, kısa vadeli refah ile pozitif ve uzun vadeli refah ile negatif korelasyon içinde olduğu belirlenmiştir.

Xiang, Tian, Yang ve Liu (2014); kurumsal yatırımcılar hakkındaki literatürü dönemsel halka arzlar hakkındaki literatür ile entegre ederek, yatırım fonlarının Çin'de gerçekleştirilen dönemsel halka arz duyuruları ile ilgili olarak oynadığını rolü araştırmaktadır. Bir firmanın dönemsel halka arz ihracından önce yatırım fonlarının, o firmada elinde bulundurduğu hisse mülkiyetinin yani o firmaya ortak olmanın fonlara sağladığını bilgilendirilme / bilgi avantajını dikkate alarak, çalışmada elde edilen ilk bulgu, bu bilgi avantajı ile fonların bazı dönemsel halka arzlara katılma kararı arasında pozitif bir ilişkiyi ortaya koymaktadır. İkinci bulgu olarak; hisse senetlerinin halka arzı sırasında yatırım fonlarını cezbederek halka arza katılmalarını sağlayan dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş firmaların, fon katılımının söz konusu olmadığını emsal firmalardan finansal kriterlere göre belirlenmiş performanslarının daha üstün

olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak çalışmada elde edilen bulgular; yatırım fonlarının diğer yatırımcı türleri karşısında bilgi avantajına sahip olduğunu ve boye bir avantajın dönemsel halka arza yatırım yapabilmelerini sağlayacağını ifade eden anlayış ile tutarlıdır.

He, Wang ve Wei (2014), dönemsel halka arz ve dönemsel halka arzda görülen duşuk fiyatlama ile ilgili hisse senedi işlemlerinin likiditesine ilişkin çeşitli ölüleri incelemişlerdir. Bu amaçla 1997-2012 dönemine ait 3,811 dönemsel halka arzdan oluşan bir ornelemi ve bu ornelemde yer alan firmalarla eşleştirilmiş dönemsel halka arz gerçekleştirmeyen benzer diğer firmaları karşılaştırmalı bir şekilde kapsamlı olarak incelemişlerdir. Dönemsel halka arz sonrasında, dönemsel hisse senedi ihracını gerçekleştiren firmalar için tüm likidite olulerinin önemli olude azaldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca likidite işlem maliyeti olulerindeki azalma boyutlarının; arz buyukluğu, hisse senedi fiyatındaki değişiklik ve fiyatlarda görülen dalgalanmalar ile önemli olude ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ulaşılan sonuçların en önemlisi, dönemsel halka arzdaki duşuk fiyatlandırmanın boyutunun, likidite işlem maliyeti olulerindeki azalmalarla önemli olude ve negatif yönde ilişkili olduğunun tespit edilmesidir.

6.3.2 Uzun dönem duşuk performans anomalisi ile ilgili yapılan alışmalar

Scholes (1972), dönemsel hisse ihracında kısa ve uzun dönem fiyat performansını incelemiştir. Bedelli sermaye artırımını öncesinde hisse senetlerinin yükseldiğini ancak sermaye artırımını sonrası kısa ve uzun dönemde duşuk performans ve özellikle uzun dönemde negatif getirinin söz konusu olduğunu tespit etmiştir.

Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993), dönemsel halka arzlarda uzun dönem duşuk performans olgusunu araştırmıştır. alışmasında uzun dönem olarak 5 yıllık bir süreyi ele almış ve dönemsel halka arzı yapılan hisselerin arzdan sonraki 5. yılın sonunda ortalama düzeltilmiş getirisini - %0,45 olarak hesaplayarak uzun dönemde duşuk ve negatif performans olgusunu tespit etmiştir.

Loughran ve Ritter (1995), ABD sermaye piyasasında uzun dönemde düşük performans olgusunu araştırmışlardır. Çalışmalarında uzun dönem için 3 yıllık bir süreyi baz almışlardır. Örneklem olarak 1970 – 1990 yılları arasında ABD’de gerçekleştirilen 3.702 dönemsel halka arz verilerini kullanmışlardır. Önceki literatürle uyumlu olarak 3. yılın sonunda dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin performansını ortalama - %33,60 olarak tespit etmişlerdir.

Spiess ve Affleck – Graves (1995), 1975 – 1989 döneminde gerçekleştirilen 1.247 dönemsel halka arzı incelemişler ve uzun dönemde düşük ve negatif getiri olgusunu teyit etmişlerdir. Çalışmalarında, hisse senetlerini ihraçtan alarak 3 yıl boyunca elinde tutan yatırımcıların piyasaya ve emsal firmaların hisse senetlerine göre daha düşük getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir.

Loughran ve Ritter (1997), dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirmiş ABD firmalarından oluşan kapsamlı bir örneklem üzerinde incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmalarında analiz ettikleri örnelemi 1979 – 1989 döneminde dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmalar arasında seçmişlerdir. Örnekleme, finansal kuruluşlar ve aktif büyüklüğü 20 Milyon Dolar’dan daha düşük olan firmaları almamışlardır. Analiz sonucunda önceki literatürle uyumlu olarak; firmaların faaliyet performansının, dönemsel hisse senedi ihraç etmeyen firmalardan önemli ölçüde daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bulgular, ihraçtan önceki yılda, hisse senedi ihraç eden firmaların üstün performans gösterdiğini iddia eden düşüncenin aksi yönündedir.

Loughran (1997), dönemsel halka arz gerçekleştiren firmaların, hisse senedi getirilerinde, halka arzdan önceki yılda görülen ciddi artışları takip eden beş yıl boyunca aşırı düşük performans görüldüğünü belirtmektedir. Çalışmasında ihraççı firmaların işletme performansının halka arzdan önceki dönemlerde ciddi iyileşme gösterdiğini ancak sonradan bozulduğunu belgelemektedir. Sonuç olarak; aynı büyüme oranına sahip olmalarına rağmen dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların, halka arz sonrasındaki hisse senedi performanslarının, dönemsel halka arzı tercih etmeyen firmaların hisse senetlerine kıyasla çok düşük kaldığı tespit edilmiştir.

Teoh, Welch ve Wong (1998), 1976 – 1990 döneminde dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların finansal raporlamalarını ve bu raporlamalardaki

kazanç yönetimi kavramını incelemişlerdir. Dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların beyan ettikleri kazançlarını ihtiyari muhasebe tahakkuklarını kullanmak suretiyle yükseltebileceklerini vurgulamışlardır. Örneğin yönetime verilmesi beklenen bonus ödemeler gibi henüz gerçekleşmemiş ancak tahakkuk edildiği için finansal hesaplamalara alınmış giderler üzerinde oynayarak firmayı olduğundan daha karlı gösterebilmektedirler. Finansal tablolarını halka arzdan önceki dönemde bu şekilde düzenleyen ihraççı firmaların, ihraç sonrası uzun vadeli anormal hisse senedi getirilerinin ve net karlarının daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Çalışmalarında ayrıca dönemsel hisse senedi ihraç eden firmalarda, ihtiyari cari tahakkuklar ile gelecek dönemdeki karlar arasındaki ilişkinin, bu firmalarla firma büyüklüğü ve defter değeri/piyasa değeri oranı kriterleriyle eşleşen benzer ihraççı olmayan firmalara kıyasla daha güçlü ve daha kalıcı olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulardan en önemlisi, halka arz öncesi ihtiyari muhasebe tahakkukları ile halka arz sonrası karlılık ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin negatif olmasıdır. Söz konusu bu negatif ilişkinin ilgili dönemde incelenen tüm firmalar için geçerli olduğu ifade edilmiştir.

Dubois ve Jeanneret (2000), İsviçre sermaye piyasasında dönemsel halka arz gerçekleştiren firmaların uzun vadeli hisse senedi performansını incelemişlerdir. İsviçre sermaye piyasasını; 3 tür menkul kıymet ihracının söz konusu olduğu, hisse senedi ihraçlarının sıkça görüldüğü ve küçük ölçekli ihraçların gerçekleştiği piyasa olarak tespit etmişlerdir. Gerçekleştirilen dönemsel halka arzların büyük bir kısmının rüçhan hakkı kullanımını kısıtlamadığı tespit edilmiştir. Ayrıca dönemsel hisse senedi arzlarının değerinin ihraççı firmaların toplam piyasa değerinin çok düşük bir yüzdesini oluşturduğu belirtilmiştir. Analize toplam 358 halka arz alınmış ve bu halka arzları; menkul kıymet türüne göre üç, firma faaliyet koluna göre ise dört alt örnekleme incelemişlerdir. Araştırmalarında her bir alt segment ile tüm ana örneklemin analiz sonuçlarına göre; dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların, hisse senedi ihracında bulunmayan benzer büyüklük ve piyasa değeri – defter değeri çarpanına göre oluşturulmuş portföye kıyasla, hisse senedi ihracından sonraki 6, 12, 24 ve 36 aylık getirilerinin negatif olduğu tespit edilmiştir. Ancak İsviçre sermaye piyasasında gerçekleştirilen dönemsel halka

arzlarda görülen düşük performansın ABD firmalarında görüldüğü kadar yüksek olmadığı tespit edilmiştir.

Eckbo, Masulis ve Norli (2000), “yeni hisse senedi ihraçları bilmececi” olarak adlandırdıkları çalışmalarında firmaların adi hisse senedi ihracından sonraki performanslarının şirket büyüklüğü ve defter değeri-piyasa değeri gibi piyasa çarpanlarına göre onlarla eşleşen benzer firmaların hisse senetlerinin performansından daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. 7000'den fazla dönemsel hisse senedi ve tahvil ihracı üzerinde çalışarak, dönemsel hisse senedi ihraç eden firmanın gösterdiği düşük performansın, dönemsel hisse senedi ihracını gerçekleştirilmeyen benzer firmalara kıyasla daha düşük sistematik riski ifade ettiğini bulgulamışlardır. Bunun sonucunda hisse senedi ihraççıların firmanın kaldıraç seviyesini düşürdüğünden, firmanın finansal risklere daha az maruz kalacağını ve böylece hisse senetlerinin beklenen getirilerinin kendileriyle eşleşen benzer firmalara oranla azalacağını belirtmektedirler. Hisse senedi ihraçlarının, aynı zamanda hisse senedi likiditesini önemli ölçüde arttırdığından, beklenen getirileri ihraççı olmayanlara oranla azalttığı sonucuna varılmıştır.

Ehrhardt, Richards ve Przyborowsky (2000), 1960 – 1992 döneminde Almanya’da gerçekleştirilen 584 dönemsel halka arzda uzun dönem düşük performans olgusunu incelemişlerdir. Çalışmalarında uzun dönem olarak 3 yıllık bir süreyi ele almış olup önceki literatür ile uyumlu olarak dönemsel ihracı gerçekleştiren hisselerin düzeltilmiş getirilerini ortalama - %6 olarak hesaplamışlardır.

Denis ve Sarin (2001), dönemsel halka arzlardan sonraki beş yıllık dönem içinde firmaların finansal tablo performanslarına ilişkin hisse senedi fiyat değişimlerini incelemiştir. Dönemsel halka arzdan sonraki dönemlerde yayınlanan finansal tablo duyurularının önemli ölçüde negatif hisse senedi fiyatı tepkisi ile karşılaştığını tespit etmişlerdir. Bu negatif tepki, dönemsel halka arz sonrası uzun vadede hisse senedi getirilerinin düşük performansını büyük ölçüde açıklamaktadır. Ancak analizde dönemsel halka arz sonrası yayınlanan finansal tabloların karlılık durumuna yönelik anormal negatif hisse senedi fiyatı tepkileri, sadece çok küçük ölçekli ihraççılar için istatistiki olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, küçük firmalar için söz konusu olan bu bulgular,

piyasada firma ile ilgili gelecek dönem finansal performansın iyi olacağına ilişkin beklentinin yüksek olduğu zamanlarda, hisse senedi ihraçlarının gerçekleştiği hipotezi ile geniş ölçüde tutarlıdır.

Clarke, Dunbar ve Kahle (2001), tamamlanmış ve iptal edilmiş dönemsel halka arzlarla alakalı olarak uzun vadeli hisse senedi performansını incelemiş ve içeriden bilgi ticaretini de dikkate alarak hisse senedi ihracına yönelik yönetsel motivasyona ilişkin bulgular ortaya koymuşlardır. İçeriden yapılan satışların tamamlanmış ve iptal edilmiş dönemsel halka arzlardan önce arttığı ancak daha sonra sadece iptal edilmiş arzlar için düştüğü ifade edilmiştir. Tamamlanmış dönemsel halka arzlar için halka arz başvuru öncesindeki içeriden bilgi ticaretinin, halka arzın tamamlanması sonrasındaki uzun vadeli hisse senedi performansı ile ilişkili olduğu vurgulanmıştır. İptal edilmiş dönemsel halka arzlar için ise başvuru öncesindeki içeriden bilgi ticaretinin, başvuru ve iptal arası hisse senedi performansı ile bağlantılı olduğu belirtilmiştir. Son olarak; çalışmada elde edilen bulgulara göre, dönemsel halka arz başvurusu bağlamında içeriden bilgi ticaretindeki değişikliklerin iptal olasılığını etkilediği vurgulanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulguların; aşırı değerlendirilmiş hisse senedi ihraç etmeye teşebbüs eden firmaların, piyasanın halka arzın ilanına negatif tepkisi ile söz konusu aşırı değerlenmeyi ortadan kaldırdığı zaman ihracı iptal ettiklerini tespit etmiş ve bu durumun da içsel bilgi kullanıcılarının fırsat penceresini kullandıklarını ifade eden yaklaşım ile uyumlu olduğu belirtilmiştir.

Islam, Uddin ve Ahmad (2002), Bangladeş'teki dönemsel hisse senedi ihracını gerçekleştiren firmaların davranışını incelemeye ve işletme performansının belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmalarında Bangladeş'teki dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların hisse senedi arzından önce iyi işletme performansına sahip olduğunu ancak hisse senedi arzından sonra işletme performansında belirgin bir düşüşün söz konusu olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca daha küçük ölçekli firmalarda ihraç sonrası dönemde görülen işletme performansındaki düşüşün büyük firmalarda çok daha şiddetli olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada yaptıkları regresyon analizi, firmanın ölçeğinin ve aktiflerin satış büyümesinden daha hızlı büyümesinin dönemsel halka arz yapan firmaların işletme performansında önemli bir etkiye sahip

olduğuna işaret etmektedir. Çalışmada elde edilen diğer bulgular ise yöneticilerin yapılacak yatırımların getirisi ile ilgili aşırı iyimserlikleri ve hisse senedi arzından önce firmalar tarafından yapılan olası bir kazanç yönetiminin varlığıdır.

Harjoto ve Garen (2003), çalışmalarında halka açık firmaların dönemsel halka arzı gerçekleştirmelerinin ardındaki nedenleri incelemektedir. Araştırmada, ilk halka arz aşamasından başlayacak şekilde firma sermayesinde blok hissedar konumunda olan hissedarları dönemsel halka arza teşvik eden model geliştirmektedirler. Bu model; blok hisse sahibi hakim ortağın, firmanın ilk halk arzda önemli ölçüde bir büyüme gerçekleştirmesi durumunda dönemsel halka arzı gerçekleştirmek istediğini ileri sürmektedir. Çalışmada 1992 – 1997 yıllarında gerçekleştirilen dönemsel halka arz verileri kullanılmıştır. Araştırmaya göre, daha yüksek büyüme performansı göstermesi beklenen halka açık firmaların, ilk halka arzdaki sonraki dört yıl içerisinde diğer firmalara göre daha yüksek olasılıkla dönemsel halka arzı gerçekleştirmelerinin söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Firmanın beklenen yükseliş ve büyümesinin dönemsel halka arzın büyüklüğü ile pozitif ilişkili olduğu belirlenmiştir. Ayrıca firmanın risk yönetiminin, dönemsel halka arzın yapılma olasılığını ve yapılan bir dönemsel halka arzın büyüklüğünü düşürdüğu tespit edilmiştir.

Harris (2004), İngiltere’de 1994 – 2002 döneminde gerçekleştirilen 77 dönemsel hisse senedi ihracını incelemiştir. Analizinde hisse senedi fiyatlarının performansını ihraç öncesi ve sonrası olmak üzere iki dönemde incelemiştir. Dönemsel halka arzdaki önceki son iki yıldan arz gününe kadar hisse senetlerinin pozitif bir performans sergilediğini tespit etmiş ancak arz sonrası hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performans gösterdiğini bulgulamıştır.

Jeanneret (2005), Fransa’da gerçekleştirilen dönemsel halka arzlarda görülen uzun dönem düşük performans olgusunu araştırmıştır. Çalışmada benzer firma metodolojisini uygulamış ve dönemsel halka arzı yapan firmalar ile dönemsel halka arzı gerçekleştirmeyen firmaların hisse senedi fiyat performansını karşılaştırmalı olarak analiz etmiştir. Analizinde bedelli sermaye artırımını şeklinde dönemsel halka arzı gerçekleştiren Fransız firmalarının, ihraç sonrası uzun dönemde ciddi anlamda düşük performans sergilediğini tespit

etmiştir. Diğer yandan, rüçhan hakkı kullandırılmadan yapılan halka arzlarda, halka arz sonrası 3 yıllık bir dönemde herhangi bir anormal performans tespit edilmemiştir. Analizde ayrıca, dönemsel halka arz gelirlerinin kullanımı ile ilgili olarak firma yönetimi tarafından yapılan açıklamaların, belirli bir yatırım projesini finanse etmek için yapılan halka arzlar ile ilgili ortaya atılan fiyat anomalisi hipotezlerini kısıtladığı vurgulanmıştır. Çalışmada ayrıca hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiği zaman ihraç edilmesi amacıyla yöneticilerin içsel bilgi avantajını kullandığı belirtilmiştir. Bu fırsat penceresi uygulaması özellikle spesifik yatırım amaçlı halka arzlar için geçerlidir. Çalışmanın en önemli sonucu; halka arzın, sermaye yapısını iyileştirmek amacıyla yapıldığı takdirde firmanın uzun vadede düşük performans anomalisi ile karşılaşmadığı bulgusudur.

Bessler ve Thies (2006), Almanya'daki 1977 ve 1995 arası döneme ait ilk halka arzların uzun vadeli performansını araştırmışlardır. Bu araştırmayı yaparken de en dikkat edilen husus, dönemsel halka arzların düşük fiyatlandırması ve zamanlamasının, bazı firmaların ilk halka arzdaki dönemden sonraki dönemde uzun vadede neden pozitif anormal getiri elde ederken diğerlerinin de neden negatif anormal getiri elde ettiğini belirlemede yardımcı olacağı varsayımıdır. Analizlerinde, ilk halka arz sonrası gerçekleştirilen dönemsel halka arz aracılığıyla ek finansman kaynağı bulan firmaların, piyasada üstün performansı gösterdiğine dair önemli ampirik bulgular elde edilmiştir. Dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirilmemiş firmalara kıyasla getirilerde önemli bir fark söz konusudur. İlk halka arzı gerçekleştiren firmalar ile köklü firmaların ikincil halka arzlarına ilişkin bir karşılaştırma, bilgi asimetrisinin ilk halka arzı yapan firmalar için daha belirgin olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmalarında elde ettikleri bir diğer bulgu ise, yüksek hisse senedi performansına sahip firmaların düşük hisse senedi performansına sahip firmalara göre ek finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla sermaye piyasasına gitmesinin çok daha kolay ve başarı şansının yüksek olduğunu tespit edilmesidir. Firma yönetiminin özellikle bu durumu dönemsel halka arzı planlamada kullandığı belirtilmiştir.

Ngatuni, Capstaff ve Marshall (2007), İngiltere'de 1986 – 1995 yılları arasında gerçekleştirilen 818 dönemsel halka arzın uzun vadeli performansını

incelemiştir. Dönemsel halka arzların uzun vadeli düşük performans gösterdiğini tespit etmiştir. Analizinde dönemsel ihracı söz konusu olan hisse senetlerinin performansını, bu hisse senetleriyle sermaye büyüklüğü, faaliyet gösterilen endüstri kolu ve piyasa değeri / defter değeri çarpanlarına göre eşleşen benzer ama dönemsel halka arz yapmamış firmaların hisse senetlerinin performansı ile karşılaştırmıştır. Analizlerinin sonucunda, dönemsel halka arzı gerçekleştirilen hisse senetlerini ilan gününde alan bir yatırımcının şirket büyüklüğü ve piyasa değeri / defter değeri çarpanına göre oluşturulan benzer firmalardan oluşan portföye göre ortalama %41,8 daha düşük getiri elde edeceğini tespit etmişlerdir. Analizde dönemsel halka arzı gerçekleştirilmemiş firmaların hisselerinden alım yapan bir yatırımcının aldığı her bir pound tutarındaki hisse senedi için 0,77 pound getiri elde edeceğini hesaplamışlardır. Ayrıca bedelli sermaye artırımında bulunan firmaların hisse senetlerinin artırım sonrasındaki beş yıl boyunca tercih edilmemesini ve herhangi bir şirketin bedelli sermaye artırımında bulunduğu zaman ilgili hissenin varsa hemen portföyden çıkarılması tavsiyelerinde bulunmaktadır.

Jo ve Kim (2008), çalışmalarında etik davranış ve kamuya yapılan açıklama (özel durum açıklaması, finansal tablo duyuruları vs.) arasındaki bağlantı ile bu bağlantının uzun vadede, dönemsel halka arzların ihraç sonrası performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizlerinde, yatırımcılara yönelik kapsamlı açıklamada bulunan firmaların bilgilendirme problemiyle karşılaşma olasılığının daha düşük olduğunu belirtmişlerdir. Bu tür firmalarda, agresif kazanç yönelik manipülatif hareketler gibi etik dışı davranışların daha az görüleceği ve dolayısıyla uzun vadeli ihraç sonrası performansın daha yüksek olacağı beklenmektedir. Çalışmalarındaki söz konusu bu tahminleriyle uyumlu olarak; kapsamlı ve doğru bilgi açıklamasının etik olmayan kazanç manipülasyonu ile negatif, ihraç sonrası uzun vadeli performans ile de pozitif bir ilişki içinde olduğunu bulgulamışlardır. Özellikle, dönemsel ihraç edilen hisse senetlerinin ihraç sonrası uzun vadeli performansının; kamuya yönelik kapsamlı ve doğru açıklamaları yapan ve nispeten muhafazakar kazanç yönetimi olan firmalarda, daha fazla yanlış veya yanıltıcı açıklamaları ve agresif kazanç yönetimi olan firmalara göre önemli ölçüde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu bu bulguları, sermaye piyasasında rol alan en

önemli aktörlerin başında gelen yatırımcıların, firmaların etik finansal raporlama uygulamasına ve sosyal sorumluluğu karar verme süreçlerine entegre etme yolundaki kurumsal çabalarına (örneğin bilgi şeffaflığını ihtiyari açıklama ile iyileştirme) değer verdiği şeklinde yorumlamaktadırlar.

Lyandres, Le ve Lu (2008), düşük miktarda yatırım yapan firmaların hisse senetlerinde uzun pozisyon (long position) ve yüksek miktarda yatırım yapan firmaların hisse senetlerinde kısa pozisyonu (short position) ifade eden bir yatırım faktörünün, yeni hisse senedi ihraçlarının bilmecesini açıklamaya yardımcı olacağını ileri sürmüşlerdir. Analizlerindeki regresyon hesaplamalarında yatırım faktörünü standart faktöre eklemenin dönemsel halka arzda görülen düşük performansı yaklaşık %75 oranında, ilk halka arzlarda ise düşük performansı %80 oranında azalttığı tespit edilmiştir. Bu durumun nedeni olarak, ihraççı firmaların, hisse senedi ihraç etmeyenlerden daha fazla yatırım yapması ve yatırım faktörünün ayda %0.57 gibi önemli ölçüde bir ortalama getiri kazanması gösterilmektedir.

Kim, Palia ve Saunders (2008), 1975 ile 2004 yılları arasındaki 30 yıla yayılan uzun vadeli bir zaman serisi kullanarak, ticari bankaların aracılık faaliyetine girişinin; ilk halka arz, dönemsel halka arz ve borç ihraçlarındaki aracılık işlemlerinde uygulanan alım satım marjları üzerindeki etkisini incelemiştir. Ticari bankaların tüm örneklem dönemi boyunca ilk halka arzlar için yaklaşık 72 baz puanlık, dönemsel halka arzlar için yaklaşık 43 baz puanlık ve borç için 14 baz puanlık düşük alım satım marjları uyguladığını tespit etmişlerdir. Çalışmalarındaki bulguya göre, ticari bankanın aracılık faaliyetine girişinin, ilk girişten itibaren yıllarca sürecektir rekabet yanlısı bir etkiye sahip gibi görüldüğü ifade edilmektedir.

Allen ve Soucik (2008), Avustralya sermaye piyasasında 1984 – 1993 yıllarında gerçekleştirilen dönemsel halka arzlarda uzun dönem düşük performans olgusunu araştırmışlardır. Hem ilk halka arzların hem de dönemsel halka arzların uzun dönem için iyi bir yatırım olup olmadığını test etmişlerdir. Analizlerinde özellikle diğer önceki çalışmalardan farklı olarak uzun dönem kavramı üzerine durmuşlar ve uzun dönemin tanımlanma biçimine göre dönemsel halka arzların uzun dönem performansının değişeceğinin altını çizmişlerdir. Örneğin uzun dönemin 12 yıl olarak tanımlandığında dönemsel

halka arzlar için uzun dönemde düşük performans olgusunun geçerli olmadığını belirtmişler ve özellikle 6. ve 7. yıldan sonra dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin düzeltilmiş getirilerinin pozitif olacağını belirtmişlerdir. Daha eski firmalarda görülen firma riski ve faaliyet performansı ile ilgili belirsizlikteki azalmanın, firmanın yaşı ve düşük fiyatlamanın boyutu arasında negatif bir ilişkinin olmasına yol açtığı vurgulanmıştır. Beta ile temsil edilen ihraççı firma riskinin daha fazla olması durumunda, yatırımcının yeni hisse senedi alımında daha yüksek tutarda tazmin edilmesini sağlayacak şekilde daha fazla düşük fiyatlama yapılması gerekeceği tespit edilmiştir.

Gao ve Ritter (2010), ABD sermaye piyasalarında gerçekleştirilen dönemsel halka arzlarda uygulanan satış yönteminin ihraç edilen hisse senetlerinin fiyat performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarında özellikle satın alma müzakereleri (bought deals) ve hızlandırılmış ön talep toplama yöntemini (accelerated bookbuilt offers) kapsayan hızlandırılmış dönemsel halka arz (accelerated seasoned offerings) ile klasik talep toplama yöntemi (traditional bookbuilt – fully marketed offerings) üzerinden gerçekleştirilen dönemsel halka arzları karşılaştırmalı olarak incelemişlerdir. Hızlandırılmış halka arzların klasik talep toplama yöntemine göre yapılan halka arzlara göre direkt ihraç maliyetleri açısından daha ucuz olduğu ve ABD’de başta olmak üzere tüm Dünya’da giderek artan bir oranda uygulanmakta olduğu belirtilmiştir. İhraççı firmaların hızlandırılmış halka arz yöntemi yerine neden klasik talep toplama yöntemine göre yapılan halka arzları tercih ettiğini açıklamak amacıyla ihraççının talep eğrisini düzleştiren bir model geliştirmişlerdir. Bu amaçla öncelikle ihraççı firmanın hisse senetlerine ilişkin arz ve talep eğrisi modeli geliştirmişlerdir. Hisse senedi ihracı arzdaki artışı temsil etmektedir. Aşağıya doğru eğimli (negatif eğimli) bir talep eğrisi ile hisse senetleri fiyatlarının hisse senedi arzındaki artıştan kaynaklı olarak azalacağı belirtilmiştir. Hisse senetlerinin pazarlaması talep eğrisini düzleştirir ve teklif sonrası daha yüksek hisse senedi fiyatı elde edilmesini sağlar. Bu nedenle talep eğrisinin elastikiyeti seçilen satış metodundan etkilenmektedir. Modelin sonucuna göre, talep eğrisi inelastik ise ve halka arzın nispi büyüklüğü çok fazla ise klasik talep toplama yöntemine göre yapılan halka arzların ihraççı firmaya daha fazla gelir getirdiği tespit edilmiştir. Ampirik analizler, ihraççı firmanın ihraç öncesi talep eğrisinin

elastikiyeti ve nispi halka arz büyüklüğü kriterlerinin halka arz metodunun önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir.

Virolainen (2009), İngiltere'deki dönemsel halka arzlar ile ilgili araştırma yapmıştır. Bu amaçla 1999 – 2007 yıllar arasında gerçekleştirilmiş 543 dönemsel halka arz incelenmiştir. Çalışmasında dönemsel halka arzların yapılmasının altında yatan makroekonomik nedenleri araştırmıştır. Ayrıca araştırmada dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaları hisse senedi yerine borç senedi ihraç etmeyi tercih eden firmalar ile karşılaştırarak dönemsel halka arzların mikro tetikleyici faktörlerini de incelemiştir. Çalışmada son olarak; ihraççı firmanın hem kısa vadede hem de uzun vadedeki hisse senedi performansına katkı sağlayan firmaya özgü ihraç öncesi faktörleri incelemektedir.

Sonuçlar makro düzeyde, firmaların ilk halka arzı gerçekleştiren diğer firmaların ardından dönemsel halka arzı tercih ettiklerini göstermektedir. Elde edilen bu bulgu, ihraççı firmanın pazar zamanlaması (yani sıcak halka arz dönemlerini tercih ettiğine dair hipotez) ve sermaye talebi hipotezleri ile uyumludur. Diğer bir ifadeyle sonuçlar; firmaların yüksek hacimli halka arz dönemlerinde düşük hacimli halka arz dönemlerine göre daha yüksek anormal getiri elde ettiklerinden, genellikle halka arzı yüksek hacimli dönemlere göre zamanlayarak fırsat penceresi uygulamasına başvurduklarını göstermektedir. Bununla birlikte mikro düzeyde ise firmaların çoğunlukla aynı nedenden dolayı halka arzı tercih ettikleri belirlenmiş olup aynı zamanda bilgi asimetrisinin söz konusu ihraç kararına katkı sağladığı da vurgulanmıştır.

Son olarak; İngiltere'de gerçekleştirilen dönemsel halka arzların literatürle uyumlu olarak uzun vadede düşük performans sergiledikleri belirlenmiştir. Ancak, dönemsel halka arzı tercih etmeyen piyasa değeri / defter değeri çarpanı ve şirket büyüklüklerine göre seçilen benzer firmaların hisse senedi performansı ile karşılaştırıldığında söz konusu bu düşük performans, diğer ülkelerdeki kadar olumsuz olarak yorumlanmamıştır.

Jo, Kim ve Shin (2012), aracı kurumların, ihraççı firmaların etkin olmayan kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik davranışlarını incelemektedir. Kurumsal yönetimin hisse senedi halka arzlarının başarısına giden yoldaki

giderek artan önemi vurgulanmış, aracı kurumların söz konusu bu davranışları, dönemsel halka arz verilerinden oluşan örneklem kullanılarak incelenmiştir. Kendilerinden önceki çalışmaların, aracı kurum yüklenim konsorsiyumu ardındaki risk paylaşımı, pazar oluşturma, bilgi üretimi, onay ve izleme gibi çeşitli konuları ortaya koyduğunu vurgulamışlardır. Çalışmada aracı kurum yüklenim faaliyetinin devamlılığı için bir bilgi asimetrisi azaltma hipotezi sunulmaktadır. Ortaya koyulan temel argüman, etkin olmayan kurumsal yönetim uygulamalarının bilgilerin güvenilirliğini azalttığını ve bunun da bilgi asimetrisini arttırarak aracı kurumların müteakip vekil sorunlarını azaltmak amacıyla aracılık yüklenimi boyutunu arttırmasına yol açtığına dair öngörüdür. Bu öngörü ile tutarlı olarak, aracılık yüklenimi boyutunun kurumsal yönetimin etkililiğini ölçen göstergelerle ters orantılı olduğu tespit edilmiştir.

Bilinski, Liu ve Strong (2012),’e göre dönemsel halka arz, bir firmanın hisse senedi likiditesini iyileştirebilir ve sermaye maliyetini düşürebilir. Dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların likidite kazancı elde edip etmediklerini ve bu kazancın kaynaklarını incelemektedirler. Ayrıca likidite riskinin dönemsel halka arzın uzun vadeli performansını açıklamadaki rolünü araştırmaktadırlar. Analiz sonucunda elde edilen bulgular; dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların ihraç sonrası likiditede önemli iyileşmeler ve likidite riskinde azalmalar sağladıklarını göstermektedir. Dönemsel halka arzın hisse senedinin uzun dönem fiyat performansı üzerindeki etkisini de araştırmışlardır. Bu amaçla Ritter ve Loughran (1995) yılındaki çalışmasını baz alarak halka arzdan beş yıl sonraki dönem için halka arz yapan firmalarla eşleşen benzer firma portföyü oluşturup hisse senedi getirilerini bu iki grup arasında karşılaştırmışlardır. Benzer firmalardan oluşan portföyü eşit ağırlıklı (equal weighting) ve değer ağırlıklı (value weighting) olmak üzere iki şekilde oluşturmuşlardır. Eşit ağırlıklı yöntemine göre yaptıkları hesaplamada; ABD’de tüm endeksler bazında toplam 4.446 dönemsel halka arzda, ihraççı firmaların ihraçtan sonraki 5 yıllık getirileri %46,12 olarak hesaplanırken, PD / DD çarpanına göre bu firmalarla eşleşen ve analiz dönemi olan beş yıllık süre içerisinde halka arz yapmayan firmaların getirisi ise %73,79 olarak hesaplanmış ve dönemsel halka arzlarda uzun dönem düşük performans anomalisi teyit edilmiştir.

Rubalcava (2012), Sarbanes-Oxley Yasasının (SOX), ABD'de kote edilmiş Kanadalı firmalar tarafından yapılan dönemsel halka arzların değerlendirilmesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmada Kanadalı ihraççıların Mayıs 1995 ile Temmuz 2008 arası dönemde ihraç ettiği 211 birincil dönemsel halka arz ve 41 ikincil dönemsel halka arz verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmanın sonucunda elde edilen bulgulara göre, SOX geçişinin ABD'de kote edilmiş olan Kanadalı firmalar için küresel anlamda hisse senedi ihracı üzerinde olumsuz bir etkisi söz konusudur. 2015 yılında yayınladığı çalışmasında, Kanada'da SOX yasasının, dönemsel halka arzlarda uygulanan hızlandırılmış halka arzın bir türü olan; aracı kurumların firmanın satılacak payları için teklif vermesi ve en yüksek teklifi yapan aracı kurumun, ihraç edilecek payların tümünü ihraççıdan çok kısa bir süre içerisinde genellikle bir gün içinde satın alması ve bunu kurumsal yatırımcılara satılması anlamına gelen satınalma müzakereleri (bought deal) yöntemi ile tümünü yüklenim (firm commitment) yöntemleri üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Çalışmada, SOX yasasının hayata geçmesiyle birlikte halka arzda kullanılan her iki yöntemin de bu değişimden nasıl etkilendiği gözlemlenmiştir. SOX yasası satınalma müzakeresi yönteminin dolaylı maliyet avantajını ortadan kaldırmış ve önceden daha düşük olan aracılık maliyetleri yasayla birlikte artış göstermiştir. Bu durumun sonucu olarak da dönemsel halka arz duyurusuna yönelik piyasa tepkisinin, sadece SOX yasasının hayata geçmesinden önceki dönemde, satınalma müzakeresi yönteminde tümünü yüklenim yöntemine göre daha pozitif olmasına yol açmıştır. Diğer bir ifade ile yatırımcılar söz konusu bu maliyet avantaj kaybı nedeniyle tümünü yüklenim yönteminin kullanıldığı dönemsel halka arzlara daha olumlu tepki vermeye başlamışlardır.

Seal ve Matharu (2012), çalışmalarının ana amacı Hindistan'daki dönemsel halka arzların uzun vadeli performansını test ederek, pazar verimliliğine ışık tutmaktır. Analiz edecekleri hisse senedi getirilerini, firmaların performansı (veya beklentileri) ile ilgili yeni bilgilerin duyurulduğu tarih aralığında incelemiş ve yöntem olarak vaka inceleme metodolojisini kullanmışlardır. Analizlerinde uzun vadeli performansı beş yıllık bir araştırma süresi kullanarak test etmişlerdir. Dönemsel halka arz ile ilgili veriler, 1999-2005 arası dönemde gerçekleştirilen hisse senedi ihraçlarından elde edilmiştir. Çalışmanın sonucu

olarak; dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların uzun dönemde, dönemsel hisse senedi ihraç etmeyen benzer büyüklükteki firmalara göre çok daha yüksek performans sergilediği tespit edilmiştir. Ancak analize alınan firma sayısının az olması sebebiyle söz konusu bu tespitin genelleştirilmesi için daha kapsamlı çalışmalara ihtiyaç duyulduğunun altı çizilmiştir. Çalışmada ayrıca dönemsel halka arzların firma hisse senetleri likiditesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Her biri likiditenin farklı bir boyutunu vurgulayan dört ölçü kullanılmış olup, dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların, ihraç sonrasındaki dönemde Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanına göre kendileri ile eşleşen benzer firmaların hisse senetlerine kıyasla önemli ölçüde daha likit olduğu tespit edilmiştir. İhraç sonrası likidite değişikliklerinin potansiyel nedenlerini inceleyerek, dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların ihraç öncesi 5 yıla kıyasla ihraç sonrası 5 yıl boyunca analist takibinde ve kurumsal hisse senedi paylarında önemli bir artış tespit edildiği belirtilmiştir. Daha yüksek analist takibi, firma ile ilgili bilgilerin miktarı ve kalitesini iyileştirirken alım – satım işlemlerindeki olumsuz seçim maliyetlerini düşürür ve hisse senedi likiditesini iyileştirir. Kurumsal yatırımcıların artan işlem pay ve hacminin, asimetric bilgidan kaynaklı olumsuz seçim maliyetlerini azaltırken aynı zamanda ihraç sonrası dönemsel halka arzın likidite kazançlarını da açıkladığı vurgulanmıştır.

Huang (2012), 1994 – 2009 döneminde gerçekleştirilen finans sektörü haricindeki tüm dönemsel halka arzları incelemiştir. Dönemsel halka arzlardaki kurumsal yönetimin etkileri üzerinde durmaktadır. Çalışmada öncelikle, önceki literatürde çok atıf yapılan sermayeyi kontrol eden hakim ortaklarla azınlıklar arasındaki temsil problemi hipotezi Çin için doğrulanmış olup, aynı zamanda hakim ortaklar ve azınlıklar arasındaki çatışmayı açıklayabilecek diğer hipotezler de araştırılmıştır. Çalışmada incelenen diğer hipotezler, dengeleme teorisi, asimetric bilgi hipotezi, büyüme finansmanı teorisi. Çalışmada firmaların dönemsel halka arz kararları iki şekilde ölçülmüştür. Birincisi firmaların dönemsel halka arzı ne zaman gerçekleştirdiği, ikincisi ise hangi halka arz yönteminin dönemsel halka arzda kullanıldığıdır. Çalışmada kullandığı regresyon analizlerine göre, yüksek oranda sahiplik yoğunluğu ve yönetsel sahipliği bulunan firmaların daha az olasılıkla dönemsel halka arzı

gerçekleştirdiği tespit edilmiştir. Sonuç olarak çalışmada, Çin'deki vekalet maliyetinin hakim hissedarlar ile azınlık hissedarları arasındaki vekalet çatışması nedeniyle çok daha karmaşık olmasına rağmen, dört teorinin dördünü de destekleyen kanıtların tespit edildiği vurgulanmıştır.

Jarnecic ve Yubo (2013), çalışmalarında aracı kurum bilgi seti kullanarak Avustralya birincil piyasasında dönemsel halka arzları çevreleyen aracı kurumların ticaret hacmi ve pazar payını araştırmışlardır. Çalışmalarında ayrıca dönemsel halka arzlarda yer alan aracı kurumları ihraççı firma ile olan ilişkisine göre değerlendirmiş, ilişkili ve ilişkisiz aracı kurum davranışının kilit belirleyicilerini incelemek amacıyla çoklu regresyon analizlerini uygulamışlardır. Bulgularına göre, aracı kurum ilişkisinin hem duyuru hem de ihraç günlerinde aracı kurum ticaret hacmi ve pazar payı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte çalışmalarında lider yöneticilerin veya eş yöneticilerin diğer aracı kurumlardan daha iyi olduğunu gösteren bir kanıt rastlanmamıştır. Son olarak analizlerinde, aracı kurumun performansını etkileyen faktörleri incelemiş ve bu faktörleri; aracı kurumun bilinirliği, ihraç edilecek hisselerin toplam piyasa değeri ve ihraç eden firmanın nispi arz büyüklüğü olarak tespit etmişlerdir.

Chen, Lin ve Lin (2013), kurumsal yatırımcıların firma sermayesindeki sahiplik oranının firmaya özgü risk üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Ayrıca kurumsal yatırımcılar ve firma içindeki yatırımcıların, firmaya özgü risk ve beta riski kontrollerinin yapılmasından sonra gerçekleştirilen dönemsel halka arz veya borç finansmanları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bulgular, blok hissedarların, müdürlerin ve yöneticilerin firmaya özgü risk ile negatif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, firma içindeki yatırımcıların sermayedeki payının daha yüksek olduğu zamanlar firmanın işletmesine daha fazla dikkat gösterdiklerini ve firmanın işletmesini / çalışmasını daha fazla takip ettiklerini ortaya koymaktadır. Ayrıca kurumsal yatırımcılar için, yabancı veya tüzel kişi yatırımcıların sermayedeki hisse sahipliğinin, firmaya özgü riskin kontrol altına alınmasından sonra gerçekleştirilen dönemsel halka arzın finansmanı ile pozitif ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Firma içindeki yatırımcılar için, yöneticilerin hisse mülkiyeti dönemsel halka arzların finansmanı ile pozitif ilişki içindedir. Bu bulgular, sermayede şirket içerisinden yöneticilerin payının

bulunduğu bir firmanın, hisse başına kazançları zayıflatmaktan kaçınmak için sermaye kaynağı sağlamak üzere dönemsel halka arzları kabul etme eğiliminde olmadığına işaret etmektedir. Ayrıca borç finansmanının, devlet tüzel kişiliğinin ve firma yöneticilerinin hisse sahipliği ile negatif bir ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir.

Siu ve Faff (2013), dönemsel halka arzlarla ilişkin likidite yönetimini ve aynı zamanda likidite yönetimi ile uzun vadeli işletme ve piyasa performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Çalışmalarında dönemsel hisse ihracında bulunan firmaları; ortalama net borç/varlıklar rasyosu, dönemsel hisse senedi ihracında bulunmayan firmaların rasyosundan daha yüksek olanlar için 'likidite bakımından zengin', daha düşük olanlar için 'likidite bakımından sıkışık' olarak sınıflandırmaktadırlar. Likidite bakımından zengin firmalar; yeni hisse senedi ihraçlarının ardından ciddi nakit artışları yaşarlarken, 'likiditeye sıkışık' firmalar için, uzun vadeli borçta ciddi bir düşüş söz konusudur. Bu sonucu, halka arz gelirlerinin en azından kısmi olarak likidite amaçları doğrultusunda kullanıldığı çıkarımını yapacak şekilde yorumlamaktadırlar. Ayrıca halka arzdan önce likiditeyi agresif olarak yöneten ihraççı firmaların, ihraç sonrası faaliyet karlılığının düşük olduğu yönündeki bulguları da söz konusudur. Ancak faaliyet karlılığı için geçerli olan bu ilişki hisse senedi piyasa performansı için geçerli değildir, çünkü likidite bilgilerini gözlemleyen yatırımcılar, halka arz anında hisse senedi değerini düşük fiyatlamaktadırlar. Bu nedenle ihraç sonrası piyasa performans düşüklüğünün, yatırımcıların dönemsel halka arzlardan kaynaklanan yatırım fırsatlarının geçici niteliği ile bağlantılı olarak yaptıkları aşağı yönlü revizyonlara atfedebileceğini belirtmektedirler.

Huang, Ho, Lin ve Yen (2014), çalışmalarında özellikle dönemsel halka arz sonrası görülen düşük performansın altında yatan faktörleri analiz etmişler ve firmanın yaşı ve firmaya özgü risklerin halka arz performansı ile arasındaki ilişkisini incelemişlerdir. İhraç sonrası düşük hisse senedi performansının genç ihraççı firmalarda görüldüğünü ve onlara özgü firma riskinden kaynaklandığını belirtmişlerdir. Genç firmaların gelecekte elde edeceği karlar ile ilgili diğer firmalara göre daha fazla belirsizliğin olması söz konusudur. Bu nedenle genç firmalar yatırımlarını, dönemsel halka arzlardan elde ettikleri gelirlerle finanse ettiklerinde, firmanın büyüme seçenekleri halihazırda varlıklara dönüştürülmüş

olacak, bu durum da mevcut belirsizliği ortadan kaldırarak firma riskini diğer halka açık olmayan benzer firmalara göre daha fazla azaltacaktır. Analizlerinde ayrıca yaş olarak daha olgun sayılabilecek firmaların ihraç sonrası hisse senedi performans düşüklüğünde ve firma riskinde anormal bir düşüş olmadığını belirtmişlerdir.

Gökkaya ve Highfield (2014), 1997-2009 arası gerçekleştirilen dönemsel halka arz sürecindeki yapılan içeriden satışları araştırmaktadır. Piyasanın halka arza ilk tepkisinin ve ihraç sonrası uzun vadeli hisse senedi performansının üst yönetim (ceo - cfo) tarafından yapılan içeriden hisse senedi satışları ile negatif ilişki içinde olduğu ancak üst yönetim dışı şirket mensuplarının katılımı ile ilişkisiz olduğu tespit edilmiştir. Üst düzey yönetim satışlarının söz konusu olduğu dönemsel halka arzlar için ihraç sonrasında önemli ölçüde düşük anormal getiri tespit edilmiştir. Genel olarak bulgular, asimetric bilgi ve aracı kurum hipotezleri ile tutarlıdır.

Walker, Yost ve Zhao (2016), birden fazla dönemsel halka arz gerçekleştirmiş firmalardan oluşan bir örneklem kullanarak, firmaların sonraki dönemsel halka arzlar için, önceki dönemsel halka arzlardan elde edilen gelirler üzerinden kredibilite yaratıp yaratamayacağı incelemişlerdir. 1995-2012 arası dönemde gerçekleştirilen toplam 670 dönemsel halka arz seçilmiş olup örnekleme incelenen firmaların tamamı en az 2 kere dönemsel halka arz gerçekleştirmiştir. Daha önceki dönemsel halka arzlardan elde ettiği gelirleri yatırım projelerine yönlendirme planlarını açıklayan firmaların ve bu tür beyanlarda bulunmayan ancak yatırım yapanların her ikisinin de, müteakip dönemsel halka arz duyurularında nispeten daha olumlu duyuru getirilerine sahip oldukları tespit edilmiştir. Çalışma sonunda ulaşılan sonuçlar; piyasaların sermayenin potansiyel vekil maliyetinden haberdar olduğunu, uzun dönemli bir hafızaya sahip olduğunu ve firmaların sağladığı fonları mantıklı kullanıldığına dair inançlarını sürekli güncellediğini ortaya koymaktadır.

6.4 Dönemsel Halka Arzlarda Görülen Anomaliler İle İlgili Yapılan Ulusal Çalışmalar

Suner (1995), çalışmasında 1989 – 1994 yıllar arasında BIST’da gerçekleştirilen 55 dönemsel halka arzı incelemiştir. Araştırmasında dönemsel

halka arzın hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Analiz sonucunda dönemsel hisse senedi arzının hisse senedi fiyatları üzerinde önemli derecede bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Ayrıca dönemsel halka arzların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini, arz edilen nominal hisse senetlerinin büyüklüğü ve şirketin tanınırlığı kriterlerini baz alarak analiz etmiştir. Firma tanınırlığının dönemsel halka arzlarının hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkisi söz konusu iken halka arz edilen tutarın büyüklüğünün hisse senedi fiyatları üzerinde önemli derecede bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Eren (2001), 1991 – 1996 yılları arasında BIST’da gerçekleştirilen 663 dönemsel halka arzı incelemiş ve dönemsel ihracı yapılan hisse senetlerinin uzun dönemli fiyat performansını analiz etmiştir. Çalışmada uzun dönem olarak 3 yıllık süre ele alınmış, tüm şirketler için ortalama olarak uzun dönem düşük performans anomalisi tespit edilmiştir. Dönemsel halka arzın bedelsiz sermaye artırımını şeklinde yapılması halinde ihraç edilecek hisse senetlerinin düşük performansının bedelli sermaye artırımına göre daha düşük yani olumlu olacağı belirlenmiştir. Analizde ayrıca şirket türü bazında dönemsel halka arzın uzun dönemli performansı incelenmiş ve mali ve sanayi firmaları arasında dönemsel halka arz için çok önemli bir farklılık bulunmamıştır.

Bayer (2008), Türkiye’de gerçekleştirilen ikincil halka arzların ilan günü etkisini incelemiştir. İkincil halka arzların ilan gününde pozitif anormal getiri getirdiklerini tespit etmiş ve bunun sebeplerini analiz etmiştir. Çalışmasında firma hisse senetlerinin primli olduğu zaman tahsisli olarak halka arzın gerçekleştiğini, hisse senetlerinin iskontolu olduğu zaman ise tahsisli halka arz yapılmadığını tespit etmiştir. Tahsisli olarak yapılan halka arzların ilanının hisse senetlerinin değerini artırdığını belirtmiş ancak ihraç edilen nominal hisse senedi miktarının tahsisli halka arzlarda şirketin değerini negatif olarak etkilediğini ortaya koymuştur. Çalışmasında ayrıca piyasaların yükselme trendinde olduğu dönemlerde yapılan halka arzların ilanının piyasada pozitif etki yaptığını belirtmiş ve dolayısıyla halka arzlarda fırsat penceresinin varlığını teyit etmiştir. Son olarak; halka arzın maliyetinin ilan günü getirisi üzerinde negatif bir etkisinin olduğunu belirtmiş ve Modigliani ve Miller’ın Kaldıraç

Değişikliği Hipotezini de teyit ederek hisse senedi satışının azalan borç kaldıracından dolayı ilan günü üzerinde negatif etkisinin olduğunu belirtmiştir. Kandil (2009), BIST’da 2000 – 2004 yılları arasında gerçekleştirilen ilk ve dönemsel halka arzların uzun dönemli fiyat performansını incelemiş bu amaçla ilgili dönemde gerçekleştirilen 44 rüçhan hakkı kullandırılmamış bedelli sermaye artırımlarını analiz etmiştir. Çalışmasında ilk ve dönemsel halka arz sonrası pozitif getirilerinin 5. aya kadar geçerli olduğunu ve bu aydan sonra negatif getirinin söz konusu olduğunu belirtmiştir. Uzun dönem olarak literatürle uyumlu bir şekilde 12 ay, 24 ay ve 36 aylık düzeltilmiş getirileri hesaplamıştır. Bulgular önceki çalışmalarla uyumlu olarak, dönemsel halka arzlarda uzun dönem düşük performans anomalisinin BIST için geçerli olduğunu kanıtlamıştır.



7. AMPİRİK ÇALIŞMA DİZAYNI

7.1 Çalışmada İncelenen Sorunsallar

Çalışmanın ana konusunu, dönemsel halka arzlarda görülen kısa ve uzun dönem fiyat anomalileri ve şirket büyüklüğü ile halka arz yönteminin söz konusu bu anomaliler üzerindeki etkisinin analizi oluşturmaktadır. Bu amaçla öncelikle dönemsel halka arzlarda kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) ve uzun dönem düşük performans (underperformance) anomalilerin varlığı araştırılacak daha sonra şirket büyüklüğü ve halka arz yönteminin bunlar üzerindeki etkisi ortaya konulacaktır.

Bu doğrultuda çalışmada kullanılacak cevabı aranan sorular aşağıda gösterilmektedir:

BIST’da analiz dönemi olan 2010 – 2015 döneminde;

- Kısa dönem düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans anomalilerin varlığı söz konusu mu ?
- Varlığı tespit edilen söz konusu bu fiyat anomalilerine neden olan hangi faktörler söz konusu ? Bu doğrultuda en başta halka arz yöntemi ve şirket aktif büyüklüğü olmak üzere; halka arz fiyatı, oynaklık, fark, hacim, halka arz sıklığı, kaldıraç oranı değişimi, sermaye artırım oranı ve PD / DD çarpanı faktörlerinin dönemsel halka arzın kısa ve uzun dönem fiyat performansına etkisi araştırılacaktır.

Çalışmada dikkate alınan araştırma problemlerinin tamamı 6. bölümde açıklanan literatüre dayanmaktadır.

7.2 Veri ve Örneklemin Oluşturulması

Çalışmada 2010 – 2015 döneminde hisseleri BIST’da işlem gören halka açık şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu dönemsel halka arz verileri kullanılmıştır. Analizde kullanılan veriler; örnekleme dahil edilen firmaların günlük hisse senedi kapanış fiyatları ve bunlar üzerinden hesaplanan getiriler, çalışmada gösterge getiri niteliğinde (benchmark indicator) kullanılacak olan Borsa İstanbul 100 Ulusal endeksi (BIST – 100) kapanış verileri ve getirileri, firma tarafından yapılan bedelli sermaye artırım duyuruları, sermaye artırım bilgileri (yöntem, elde edilen fon büyüklüğü vb.) ile firmaların aktif büyüklüğü, defter değeri gibi finansal bilgilerinden oluşmaktadır. Hisse senetleri ve BIST-100’ün tarihsel fiyat bilgileri BIST’dan, firmaların sermaye artırım tarihleri, duyuruları ve finansal bilgileri ise KAP’tan, yıllar itibariyle yapılan sermaye artırımına ilişkin Çizelge şeklindeki özet bilgiler ise Kurul’dan ve BIST’dan elde edilmiştir. Özellikle uluslararası literatürde yer alan önceki çalışmalara paralellik göstermesi açısından örnekleme dahil edilen firmalar seçilirken aşağıdaki yöntem izlenmiştir :

- Firmaya nakit girişi sağlayan,
- Firmanın ortak sayısını artıran

sermaye artırımları dikkate alınmıştır. Bedelsiz sermaye artırımları firmaya nakit girişi sağlamadığından, sadece hakim ortak ya da mevcut herhangi bir ortağa yönelik yapılan tahsisli sermaye artırımları da firmanın ortak sayısını artırmadığından dolayı çalışmada analiz kapsamı dışında bırakılmıştır. Bununla birlikte bedelli sermaye artırımlarının gerçek fiyat performansını ölçebilmek amacıyla, firmalar tarafından eş anlı olarak yapılan bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile sermaye artırım ve azaltımları da analize dahil edilmemiştir. Buradaki amaç, hisse senedi fiyat performansının üzerinde etkili olabilecek bedelsiz sermaye artırımını gibi değişkenleri elimine etmek sadece bedelli ve tahsisli sermaye artırımları gerçekleştiren firmaların kısa ve uzun dönem hisse senedi fiyat performanslarını incelemektir.

Ayrıca ilk örnekleme yer alan dönemsel hisse senedi ihraçlarından bir tanesi halka arz yöntemi olarak ortak satışı şeklinde yapıldığı için yani firmaya nakit girişi sağlamadığı için analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

Bu kapsamda toplam 58 firmanın gerçekleştirdiği 79 adet dönemsel hisse senedi ihracı analize dahil edilmiştir.

Yıllar itibariyle gerçekleştirilen dönemsel hisse senedi ihraçları Çizelge 7.1.'de gösterilmiştir.

Çizelge 7.1: Yıllar İtibariyle Gerçekleştirilen Dönemsel Halka Arzlar

Yıl	Dönemsel Halka Arz Sayısı	Yüzde Dağılımı
2010	9	11%
2011	19	24%
2012	15	19%
2013	14	18%
2014	11	14%
2015	11	14%
TOPLAM	79	100%

Kaynak : www.borsaistanbul.com

7.3 Metodoloji

Çalışmada 2010 – 2015 yılı içerisinde hisse senetleri BIST’da işlem gören firmaların, gerçekleştirdikleri dönemsel halka arz sonrası kısa ve uzun dönem fiyat performansları analiz edilmiştir. Kısa dönem olarak; ilk gün, ilk üç gün ve ilk haftalık süreler dikkate alınırken uzun dönem için ise uluslararası çalışmalara paralel olarak 3 yıllık süre dikkate alınmıştır. Çalışmada ilk olarak dönemsel hisse senedi ihraç eden firmaların ihraç sonrası ham getirileri (raw returns) hesaplanmıştır. Daha sonra ise hesaplanan ham getirilerden BIST 100 Ulusal Endeksi getirileri çıkarılarak düzeltilmiş getiriler (adjusted returns) hesaplanmıştır. Ayrıca örneklem firmaları için hesaplanan söz konusu bu düzeltilmiş getiriler; analiz dönemi içerisinde aynı sektörde yer alan piyasa değeri / defter değeri (PD /DD) ve aktif büyüklüğü kriterlerine göre kendileriyle eşleşen ancak dönemsel halka arz gerçekleştirilmeyen firmaların düzeltilmiş hisse senedi getirileri ile karşılaştırılmıştır.

Dönemsel halka arz yapmış firmaların kısa ve uzun vadeli hisse senedi fiyat performansı üzerinde etkili olan faktörler de ayrıca analiz edilmiştir. En başta çalışmanın asıl konusunu oluşturan firma büyüklüğü ve halka arz yönteminin etkisi olmak üzere diğer faktörlerin etkisi de ayrıca incelenmiştir. Firma büyüklüğü olarak, firmaların bağımsız denetimden geçmiş KAP'ta yayınlanan bilançolarındaki (finansal durum Çizelge su) aktif toplamı dikkate alınmıştır. Halka arz yöntemi olarak ise mevcut ortakların rüçhan hakkını kısıtlayan ve kısıtlamayan halka arzlar şeklinde iki yöntem ele alınmıştır. Rüçhan hakkının kısıtlandığı halka arzlar tahsisli sermaye artırımını olarak dikkate alınırken mevcut ortaklara rüçhan hakkını kullandıran yani tahsisli olmayan sermaye artırımları ise bedelli sermaye artırımını olarak çalışmada dikkate alınmıştır. Analiz döneminde gerçekleştirilen dönemsel halka arzların yöntem ve yıllar bazında dağılımı Çizelge 7.2.'de gösterilmektedir.

Çizelge 7.2: Yöntem ve Yıllar Bazında Dönemsel Halka Arzlar

Yıl	Tahsisli Sermaye Artırımı	Bedelli Sermaye Artırımı	Toplam
2015	3	8	11
2014	5	6	11
2013	1	13	14
2012	4	11	15
2011	3	16	19
2010		9	9
TOPLAM	16	63	79

Dönemsel halka arzların tarihinin belirlenmesinde halka arzın gerçekleştiği veya hisse fiyatının bölüdüğü tarih esas alınmıştır.

7.3.1 Hisse senetlerinin ham getirilerinin hesaplanması

Hisse senetlerinin halka arzından itibaren herhangi bir gündeki (t . gün) ham getirisi (Raw Returns: R), aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad (7.1)$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki getirisini

P_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki kapanış fiyatını

P_{it-1} : i hisse senedinin $t - 1$ zamanındaki (halka arz edildiği gündeki) kapanış fiyatını

göstermektedir. Bu çalışmada, elde edilen sonuçların ifade edilebilirliğini kolaylaştırmak açısından, Denklem (1)'de elde edilen sonuçlar 100 ile de çarpılarak, sonuçlar yüzde değişim haline getirilmiştir. Bu durumda kullanılan formül:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} * 100 \quad (7.2)$$

şekline gelmektedir. Firmaların ilk günlük getirileri hesaplanırken; P_{it} olarak hisse senedinin ilk günlük kapanış fiyatı, P_{it-1} olarak ise ilgili hisse senetlerinin halka arz fiyatları dikkate alınmıştır.

7.3.2 Piyasa getirisinin hesaplanması

Borsada işlem gören hisse senetlerinin herhangi bir gündeki (t . gün) ortalama düzeltilmiş getirisinin hesaplanması amacıyla, gösterge getiri olarak Borsa Ulusal 100 endeksinin getirisi hesaplanacaktır. Bu amaçla kullanılan formül:

$$R_{mt} = \frac{(P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}} \quad (7.3)$$

Formüldeki;

R_{mt} : BIST Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki getirisini,

P_{mt} : BIST Ulusal 100 bileşik endeksinin t zamanındaki kapanış değerini,

P_{mt-1} : BIST Ulusal 100 bileşik endeksinin $t - 1$ zamanındaki kapanış değerini göstermektedir.

Yine elde edilen sonuçların ifade edilebilirliğini kolaylaştırmak açısından, Denklem (3)'te elde edilen sonuçlar 100 ile çarpılarak, sonuçlar yüzde değişim haline getirilmiştir. Bu durumda kullanılan formül:

$$R_{mt} = \frac{(P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}} * 100 \quad (7.4)$$

şekline gelmiştir.

7.3.3 Hisse senetlerinin anormal getirilerinin hesaplanması

Bu çalışmada anormal getiriler hesaplanırken, yatırımcıların kısa vadeli piyasa hareketliliğinden etkilenmediği, satın almış oldukları hisse senetlerini piyasadaki dalgalanmaları çok dikkate almayarak belirli bir süre ellerinde tutmak suretiyle muhafaza ettikleri diğer bir ifade ile satın al ve tut (buy and hold) stratejisi izledikleri varsayılmıştır.

Denklem (2)'de elde edilen hisse senetlerinin ham getirileri, Denklem (4)'te hesaplanan piyasa etkilerinden arındırılarak, hisse senedinin kendine özgü getirisi hesaplanabilmektedir. Literatürde buna piyasadan ayrı anlamında anormal getiri (Abnormal Return: AR) adı verilmektedir. AR değeri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir (Asquith ve Mullins,1986:69):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (7.5)$$

Formüldeki;

AR_{it} : i firmasına ait hisse senedinin, t zamanındaki anormal getirisini,

R_{it} : i firmasına ait hisse senedinin, t zamanındaki ham getirisini ve

R_{mt} : t zamanındaki piyasa getirisini (BIST 100 endeksi getirisini)

ifade etmektedir.

7.3.4 Hisse senetlerinin ortalama anormal getirilerinin hesaplanması

Bir hisse senedinin halka ilk arz edildiği gün $t=0$ alınırsa, halka arzdan sonraki herhangi bir t . günde n adet hisse senedinin ortalama anormal getirisi

aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir (Asquith ve Mullins,1986:69):

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (7.6)$$

Denklem (6) ile hesaplanan ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığını test edebilmek için standart sapmalar bulunarak t istatistiği değerlerine ulaşılmakta ve t istatistiği değerleri ve t tablolarından elde edilen kritik değerler kullanılarak aşağıdaki hipotezler sınanabilmektedir:

$H_0: \overline{AR}_t \leq 0$ Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerli Değildir

$H_1: \overline{AR}_t > 0$ Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerlidir

Bu hipotezleri test edebilmek için gerekli olan t istatistiği aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$t_{ist.} = \frac{\overline{AR}_t}{\overline{\sigma}(AR_t)} \quad (7.7)$$

Burada, $\overline{\sigma}(AR_t)$; t günündeki kesitsel standart sapma olup, aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\overline{\sigma}(AR_t) = \left[\frac{\sum_{i=1}^n (AR_{it} - \overline{AR}_t)^2}{n} \right]^{1/2} \quad (7.8)$$

H_0 hipotezinin red veya kabul durumu; elde edilen t istatistiğinin, t tablo değerleriyle karşılaştırılması sonucuna göre belirlenmektedir. Hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden küçük olduğunda H_0 kabul edilip, firmanın hisse senedinde anormal getirinin olmadığı kabul edilirken, hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden büyük olduğunda ise H_0 reddedilip, firmanın hisse senedinde anormal getirinin var olduğu kabul edilmektedir.

7.3.5 Hisse senetlerinin birikimli anormal getirilerinin hesaplanması

Bu tür analizlerde incelenmesi gereken bir diğer konu da halka arzı takip eden t_1 ve t_2 dönemleri arasında gerçekleşen birikimli anormal getirilerin (Cumulative Abnormal Return: CAR) ve bu getiriye ilişkin t istatistiğinin hesaplanmasıdır (Asquith ve Mullins, 1986:69).

$$CAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (7.9)$$

Birikimli anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını ortaya koymak amacıyla CAR değerleri için de standart sapma ve t istatistikleri hesaplanmıştır. Burada temel varsayım kısa dönem için günlük ortalama getirilerin birbirinden bağımsız olduğudur. Her bir dönem için ortalama CAR değeri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır:

$$\overline{CAR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (7.10)$$

Burada sınanacak hipotezler:

$H_0: \overline{CAR}_t \leq 0$ Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerli Değildir

$H_1: \overline{CAR}_t > 0$ Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerlidir

Bu hipotezleri test edebilmek için gerekli olan t istatistiği aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$t_{ist.} = \frac{\overline{CAR}_t}{\bar{\sigma}(CAR_t)} \quad (7.11)$$

Burada, $\bar{\sigma}(CAR_t)$; t günündeki kesitsel standart sapma olup, aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\bar{\sigma}(CAR_t) = \left[\frac{\sum_{i=1}^n (CAR_{it} - \overline{CAR}_t)^2}{n} \right]^{1/2} \quad (7.12)$$

H_0 hipotezinin red veya kabulüne, elde edilen t istatistiğinin, t tablo değerleriyle karşılaştırılmasına göre karar verilir. Hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden küçük olduğunda H_0 kabul edilip, firmanın hisse senetlerinde birikimli anormal getirinin olmadığı kabul edilirken, hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden büyük olduğunda H_0 reddedilip, firmanın hisse senetlerinde birikimli anormal getirinin var olduğu kabul edilmektedir.

7.3.6 Hisse senetlerinin bileşik anormal getirilerinin hesaplanması

Bileşik anormal getiriler ise Wu ve Kwork (2007) izlenerek aşağıdaki şekilde gerçekleştirilebilir:

$$BHAR_{(T_1, T_2)} = \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right] \quad (7.13)$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini

R_{mt} : BIST Ulusal 100 bileşik endeksinin hisse t zamanındaki getirisini ifade etmektedir.

7.3.7 Hisse senetlerinin ortalama bileşik anormal getirilerinin hesaplanması

Tüm hisse senetlerinin hesaplanmış bileşik anormal getirilerinin ortalaması da yine Wu ve Kwork (2007) izlenerek aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir:

$$OrtBHAR_{(T_1, T_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) \right] - \left[\prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{mt}) \right] \right) \quad (7.14)$$

Formüldeki;

R_{it} : i hisse senedinin t zamanındaki ham getirisini,

R_{mt} : BIST Ulusal 100 bileşik endeksinin hisse t zamanındaki getirisini,

ifade etmektedir. Buradaki $OrtBHAR_{(T_1, T_2)}$ ifadesi, analizin ilerleyen aşamalarında kullanım kolaylığı sağlaması açısından ; \overline{BHAR} biçiminde ifade edilecektir.

Denklem (14) ile hesaplanan ortalama bileşik anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığını test edebilmek için de yine standart sapmalar bulunarak t istatistiği değerlerine ihtiyaç vardır. Bu testte sınanacak hipotezler:

$H_0: \overline{BHAR}_t \leq 0$ Bileşik Ortalama Anormal Getiriye Göre Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerli Değildir

$H_1: \overline{BHAR}_t > 0$ Bileşik Ortalama Anormal Getiriye Göre Düşük Fiyatlama Olgusu Geçerlidir

Bu hipotezleri test edebilmek için gerekli olan t istatistiği aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$t_{ist.} = \frac{\overline{BHAR}_t}{\bar{\sigma}(BHAR_t)} \quad (7.15)$$

Burada, $\bar{\sigma}(BHAR_t)$; t günündeki kesitsel standart sapma olup, aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\bar{\sigma}(BHAR_t) = \left[\frac{\sum_{i=1}^n (BHAR_{it} - \overline{BHAR}_t)^2}{n} \right]^{1/2} \quad (7.16)$$

H_0 hipotezinin red veya kabulüne, elde edilen t istatistiğinin, t tablo değerleriyle karşılaştırılmasına göre karar verilir. Hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden küçük olduğunda H_0 kabul edilip, firmanın hisse senedinde anormal getirinin olmadığı kabul edilirken, hesaplanan t istatistiği, t tablo değerinden büyük olduğunda H_0 reddedilip, firmanın hisse senedinde bileşik anormal getirinin var olduğu kabul edilmektedir.

7.4 Uygulama Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde yer alan analizler Excel 2013 ve SPSS 22 programı yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

7.4.1 Dönemsel halka arzların kısa dönem fiyat performans analizi (2010 – 2015)

Çalışmada hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları ilk gün, ilk 3 gün ve ilk 7 gün için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

7.4.1.1 Hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları

Analizin bu bölümünde tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile halka arz sonrası borsada işlem gördüğü ilk gün kapanış fiyatları kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri (\bar{R}) hesaplanmıştır. Daha sonra ilk gün ham getirileri ve piyasa getirileri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri (\overline{AR}) hesaplanmıştır. Bu işlemde piyasa getirisi hesaplanırken, BIST Ulusal 100 endeksinin, halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin piyasada işlem gördüğü günlük değerleri ile bir önceki günlük değeri arasında yüzde değişim kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.3.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.3: Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
İlk Gün	79	0,10	0,14	-0,03	-0,04

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.3'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri pozitif, ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. Hisse senetlerinin ilk gün anormal getirileri ise negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Sonuçlara bakıldığında H_0 hipotezi reddedilememektedir. Bu durumda halka arz sonrası ilk gün getirilerine bakarak, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı belirtilebilir.

7.4.1.2 Hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları

Analizin bu aşamasında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksinin, halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin piyasada işlem gördüğü günlük değerleri ile bir önceki günlük değeri arasındaki yüzde değişim kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri (\bar{R}), piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri (\overline{AR}), ortalama birikimli anormal getiriler (\overline{CAR}) ve ortalama bileşik getirileri (\overline{BHAR}) hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.4.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.4: Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	79	0,10	0,14	-0,03	-0,04	-0,03	-0,04	-0,03	-0,04
2. Gün	79	0,29	0,55	0,19	0,37	0,17	0,17	0,28	0,26
3. Gün	79	0,03	0,06	0,18	0,33	0,35	0,26	0,70	0,44

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.4.'teki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri pozitif, ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. Hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri ilk gün negatif, diğer günler pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Diğer bir ifade ile ilk üç günlük verilere bakarak 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı kabul edilebilir.

7.4.1.3 Hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları

Analizin bu evresinde; tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler

ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.5.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.5: Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	79	0,10	0,14	-0,03	-0,04	-0,03	-0,04	-0,03	-0,04
2. Gün	79	0,29	0,55	0,19	0,37	0,17	0,17	0,28	0,26
3. Gün	79	0,03	0,06	0,18	0,33	0,35	0,26	0,70	0,44
4. Gün	79	0,07	0,12	-0,13	-0,20	0,22	0,12	1,04	0,46
5. Gün	79	0,44	0,91	0,55	1,07	0,77	0,36	2,08	0,72
6. Gün	79	0,51	1,02	0,49	0,99	1,26	0,58	2,63	0,82
7. Gün	79	0,69*	1,44	0,77*	1,62	2,02	0,80	4,21	1,03

Not: *, %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.5.'teki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi günlük dönemde ortalama ham getirileri pozitif, ancak ilk altı günde istatistiksel olarak anlamsızdır. Yedinci günde ise %10 anlamlılık düzeyinde pozitif bir getiri söz konusudur. Benzer şekilde piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirilerin de ilk altı günde istatistiksel olarak anlamsız olduğu, ancak yedinci gün pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir getiri söz konusu olduğu görülmektedir. Ortalama birikimli anormal getirilerin ilk gün negatif, sonraki günlerde pozitif değerler aldığı, ancak bu değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu durumda ilk altı gün için H_0 hipotezleri reddedilememekte ve 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilebilmektedir. Ancak bu hisse senetlerini, ikinci kez halka arzın gerçekleştiği dönemde alıp, yedi gün bekleyen yatırımcıların, ham getiri olarak %0,69 ve piyasa getirisine göre %0,77 oranında kar elde edebildiği tespit edilmiştir ve bu değerler istatistiksel olarak da anlamlıdır. Çalışmadaki temel varsayım, yatırımcıların hisse senetlerini ihraçtan alıp analiz dönemi boyunca ellerinde tutması anlamına gelen al ve tut stratejisinin izlendiği şeklindedir. Sonuç olarak, 7. gün için yapılan analize göre H_0 hipotezi reddedilir ve bu hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğu söylenebilir.

7.4.2 Dönemsel halka arzların yıl ve sektör bazında kısa dönem hisse senedi fiyat performansı (2010 – 2015)

Bu konuyla ilgili literatürde yer alan çalışmalarda genellikle dönemsel halka arz yapan firmaların hisse senetlerinin getirilerin kısa vadede pozitif olduğu görülmüştür. Bu noktada bir hataya meydan vermemek ve gözden kaçan bir noktanın kalmaması amacıyla buraya kadar yapılan analizler her bir yıl ve sektör için ayrı ayrı tekrar edilmiştir.

7.4.2.1 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin yıl bazlı ilk gün fiyat performansları

- **2010 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.6.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.6: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	9	0,02	0,02	-0,70	-0,51

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.6.'daki sonuçlara göre; 2010 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri pozitif, ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. Hisse senetlerinin ilk gün anormal getirileri ise negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememekte, 2010 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı görülmektedir.

- **2011 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2011 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.7.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.7: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	19	1,16	0,89	0,94	0,72

Not: n; gözlem sayısıdır. *t*- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.7.'deki sonuçlara göre; 2011 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri pozitif, ancak istatistiksel olarak anlamsızdır. Hisse senetlerinin ilk gün anormal getirileri ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememektedir. Yani Çizelge daki sonuçlar ışığında 2011 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı belirtilebilir.

- **2012 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2012 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.8.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.8: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	15	-1,82*	-1,51	-2,50**	-2,18

Not: n; gözlem sayısıdır. *t*- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.8.'deki sonuçlara göre; 2012 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri de anormal getirileri de negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre H_0 hipotezi reddedilememektedir. 2012 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun değil bilakis yüksek değerlendirme durumunun söz konusu olduğu belirtilebilir.

- **2013 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2013 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.9.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.9: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	14	-1,48	-1,22	-0,96	-0,84

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.9.'daki sonuçlara göre; 2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ile anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **2014 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2014 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.10.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.10: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	11	-0,79	-0,35	-0,51	-0,22

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.10.'daki sonuçlara göre; 2014 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, yani 2014 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Gün Fiyat Performansları**

2015 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.11.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.11: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	11	3,84*	1,38	3,88*	1,44

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.11.'deki sonuçlara göre; 2015 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi %10 önem düzeyinde reddedilmiş, 2015 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir.

Analizi daha detaylı hale getirebilmek ve herhangi bir detayı atlamamak açısından analiz, sektörel olarak da gerçekleştirilmiştir. Literatürde yer alan genel sınıflandırmada borsada hisseleri işlem gören firmaları; Sanayi, Mali, Hizmetler ve Teknoloji firmaları şeklinde sınıflanırmak mümkündür. 2010-2015 döneminde halka tekrar arzı gerçekleşen firmalar arasında teknoloji firması olmadığı için Teknoloji sektörü analize alınmamıştır. Bunun yerine son yıllarda Türkiye ekonomisinin lokomotifi haline gelen İnşaat sektörü ve geleceğin sektörü olan Enerji sektörü sınıflamada yer almıştır.

7.4.2.2 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin sektör bazında ilk gün fiyat performansları

- **Halka tekrar arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve sanayi sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.12.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.12: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	33	2,13**	1,83	2,02**	1,68

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.12.'deki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş, yani 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir.

- **Halka tekrar arz edilen mali sektör hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve mali sektörde yer alan hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.13.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.13: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	22	-0,81	-0,58	-0,89	-0,71

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.13.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **Halka tekrar arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve hizmetler sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.14.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.14: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

<i>Dönem</i>	<i>N</i>	\bar{R}	<i>t- ist.</i>	\overline{AR}	<i>t- ist.</i>
<i>İlk Gün</i>	9	-1,34**	-1,81	-1,35*	-1,64

Not: n; gözlem sayısıdır. *t*- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.14.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun değil, yüksek değerlendirme olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir.

- **Halka tekrar arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve inşaat sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.15.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.15: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günkü Fiyat Performansları

<i>Dönem</i>	<i>N</i>	\bar{R}	<i>t- ist.</i>	\overline{AR}	<i>t- ist.</i>
<i>İlk Gün</i>	5	-4,16	-1,15	-4,36	-1,18

Not: n; gözlem sayısıdır. *t*- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.15.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **Halka tekrar arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve enerji sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk gün fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.16.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.16: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.
<i>İlk Gün</i>	10	-1,16***	-2,51	-1,53***	-2,36

Not: n; gözlem sayısıdır. ***; %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tari (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.16.'daki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin ilk gün ham getirileri ve anormal getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı, buna karşılık yüksek fiyatlama durumunun yaşandığı belirlenmiştir.

İlk günlük analizler için yapılan bu detaylı araştırma, ilk üç günlük dönem için de tekrarlanmıştır.

7.4.2.3 Dönemsel halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin yıl bazlı ilk üç gün fiyat performansları

- **2010 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Analizin bu aşamasında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. 2010 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.17.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.17: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	9	0,02	0,02	-0,7	-0,51	-0,7	-0,51	-0,7	-
2. Gün	9	-1.41**	-2,22	-	-1,95	-2,00**	-1,83	-2,05**	-
3. Gün	9	-	-2,69	1,31**	-2,04	-	-3,04	-	-
		1.71***		1,42**		3,42***		3,43***	3,09

Not: n; gözlem sayısıdır. ** ve *** sırasıyla %5 ve %1 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. *t*-testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.17.'deki bulgulara göre; 2010 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri ilk gün pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız, diğer günler negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri ilk üç gün için negatif, ilk gün istatistiksel olarak anlamsız, ikinci ve üçüncü günlerde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Yani 2010 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusu geçerli olmadığı kabul edilebilir. Hatta ikinci ve üçüncü günlerdeki negatif ve istatistiksel olarak anlamlı değerler, bu hisse senetlerinde yüksek değerlendirme durumunun söz konusu olduğunu göstermektedir.

- **2011 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Analizin bu aşamasında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. 2011 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.18.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.18: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	19	1,16	0,89	0,94	0,72	0,94	0,72	0,94	0,72
2. Gün	19	-0,13	-0,1	-0,47	-0,34	0,47	0,21	0,66	0,26
3. Gün	19	0,51	0,35	0,61	0,40	1,08	0,3	1,8	0,42

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.18.'deki bulgulara göre; 2011 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri ve piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler ilk gün ve üçüncü gün pozitif, ikinci gün negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Birikimli anormal getiriler ve bileşik ortalama getiriler ise üç gün boyunca pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Yani 2011 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı kabul edilebilir.

- **2012 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. 2012 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.19.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.19: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	15	-1,82*	-1,51	-2,50**	-2,18	-2,50**	-2,18	-2,50**	-2,18
2. Gün	15	0,18	0,18	-0,16	-0,19	-2,66*	-1,40	-2,54*	-1,33
3. Gün	15	0,63	0,59	0,62	0,54	-2,04	-0,85	-1,91	-0,78

Not: n; gözlem sayısıdır. * ve ** sırasıyla %10 ve %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.19.'daki bulgulara göre; 2012 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri ve ortalama anormal getirileri ilk gün negatif ve istatistiksel olarak anlamlı, ortalama ham getirileri ikinci ve üçüncü günde pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız, ortalama anormal getiriler ise ikinci gün negatif, üçüncü gün pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Hisse senetlerinin ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri ilk üç gün boyunca negatif, ilk iki gün istatistiksel olarak anlamlı, üçüncü gün ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda yine H_0 hipotezleri reddedilememiştir. Diğer bir ifadeyle 2012 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı belirtilebilir.

- **2013 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getirileri hesaplanmıştır. 2013 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.20.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.20: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	14	-1,48	-1,22	-0,96	-0,84	-0,96	-0,84	-0,96	-0,84
2. Gün	14	0,71	1,18	1,26**	2,00	0,31	0,28	0,27	0,25
3. Gün	14	-2,43***	-2,49	-1,31**	-2,06	-1,00	-0,76	-1,05	-0,82

Not: n; gözlem sayısıdır. ** ve *** sırasıyla %5 ve %1 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.20.'deki bulgulara göre; 2013 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri, ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri ilk gün ve üçüncü gün negatif, ikinci gün pozitif çıkmıştır. Negatif ortalama ham getiriler ve ortalama anormal getiriler üçüncü günde istatistiksel olarak anlamıdır. Bu sonuca göre H_0 hipotezlerinin reddedilemeyeceği, yani 2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusu geçerli olmadığı söylenebilir. Ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler göz önüne alındığında ise yine H_0 hipotezlerinin reddedilemeyeceği ve 2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusu geçerli olmadığı ifade edilebilir. Negatif ve istatistiki açıdan anlamlı ham ve ortalama anormal getirilere bakılarak bu hisse senetlerinde yüksek değerlendirme durumunun söz konusu olduğu da belirtilebilir.

- **2014 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. 2014 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.21.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.21: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	11	-0,79	-0,35	-0,51	-0,22	-0,51	-0,22	-0,51	-0,22
2. Gün	11	0,30	0,17	0,26	0,15	-0,25	-0,08	-0,22	-0,08
3. Gün	11	0,20	0,20	0,04	0,04	-0,21	-0,09	-0,33	-0,13

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.21.'deki bulgulara göre; 2014 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri ve ortalama anormal getirileri ilk gün negatif, diğer günler pozitif, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri ise üç gün boyunca negatiftir. Ancak elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu nedenle H_0 hipotezleri reddedilemez ve 2014 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı söylenebilir.

- **2015 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performansları**

Tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk üç gündeki senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. 2015 yılı için elde edilen bulgular Çizelge 7.22.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.22: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Üç Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	11	3,84*	1,38	3,88*	1,44	3,88*	1,44	3,88*	1,44
2. Gün	11	2,05	1,05	1,62	0,87	5,50	1,35	5,86*	1,33
3. Gün	11	2,79*	1,48	2,20	1,05	7,70*	1,29	8,98	1,25

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.22.'deki bulgulara göre; 2015 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk üç günlük dönemde ortalama ham getirileri, ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri üç gün boyunca pozitif ve farklı günlerde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilir ve 2015 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğu söylenebilir.

Analizi daha detaylı hale getirebilmek ve herhangi bir detayı atlamamak açısından ilk üç gün için yapılan yıl bazlı analiz, sektörel olarak da gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda 2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve Sanayi, Mali, Hizmetler, İnşaat ve Enerji sektörlerinde yer alan firmalar için ilk üç günlük döneme ait fiyat performansları hesaplanmıştır.

7.4.2.4 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin sektör bazında ilk üç günlük fiyat performansları

- **2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve sanayi sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk 3 gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve sanayi sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk üç gün için fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.23.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.23: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	33	2,13**	1,83	2,02**	1,68	2,02**	1,68	2,02**	1,68
2. Gün	33	1,4	1,2	1,12	0,98	3,14**	1,66	3,33*	1,6
3. Gün	33	0,25	0,21	0,21	0,18	3,35	1,14	4,18	1,19

Not: n; gözlem sayısıdır. ** %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.23.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Benzer durum ortalama kümülatif anormal getirilerin ve ortalama birikimli getirilerin ikinci günü için de söz konusudur. Ancak 3. gün sonu itibariyle gözlemlenen pozitif getiriler istatistiki açıdan anlamlı bulunmamıştır. Bu durumda H_0 hipotezi %5 anlamlılık

düzeyinde bütünüyle reddedilememiş, yani 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun tam olarak teyit edilemediğine karar verilmiştir.

- **2010-2015 Döneminde halka tekrar arz edilen ve mali sektörde yer alan hisse senetlerinin ilk 3 gün fiyat performansları**

2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve mali sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk üç gün için fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.24.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.24: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	22	-0,81	-0,58	-0,89	-0,71	-0,89	-0,71	-0,89	-0,71
2. Gün	22	-0,39	-0,85	-0,42	-1,10	-1,31	-0,99	-1,30	-1,00
3. Gün	22	-0,09	-0,11	0,42	0,59	-0,89	-0,62	-0,91	-0,65

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.24.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin ortalama getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve hizmetler sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk 3 gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve hizmetler sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk üç gün için fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.25.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.25: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	9	-1,34**	-1,81	-1,35*	-1,64	-1,35*	-1,64	-1,35*	-1,64
2. Gün	9	-0,66	-1,03	-0,34	-0,45	-1,69	-1,18	-0,34	-0,45
3. Gün	9	-0,10	-0,28	-0,61	-0,94	-2,30	-1,40	-0,61	-0,94

Not: n; gözlem sayısıdır. ** %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.25.'teki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. İlk gün verilerine göre düşük fiyatlama olgusunun değil yüksek değerlemenin geçerli olduğu belirtilebilir. Ayrıca 3. gün sonu itibariyle tüm getiriler negatif ve istatistiki olarak da anlamsızdır. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **2010-2015 Döneminde halka tekrar arz edilen ve inşaat sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk 3 gün fiyat performansları**

2010 - 2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve inşaat sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk üç gün için fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.26.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.26: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	5	-4,16	-1,15	-4,36	-1,18	-4,36	-1,18	-4,36	-1,18
2. Gün	5	-1,97	-0,89	-2,03	-0,86	-6,39	-1,09	-6,00	-1,09
3. Gün	5	0,55	0,37	0,88	0,61	-5,51	-1,18	-5,44	-1,18

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.26'daki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin ortalama getirileri genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi

reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektör hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir.

- **2010-2015 Döneminde halka tekrar arz edilen ve enerji sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk 3 gün fiyat performansları**

2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve enerji sektöründe yer alan hisse senetlerinin ilk üç gün için fiyat performansları hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.27.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.27: 2010 - 2015 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk 3 Gün Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	10	-	-2,51	-	-2,36	-	-2,36	-	-
		1,16***		1,53***		1,53***		1,53***	2,36
2. Gün	10	0,15	0,24	0,07	0,11	-1,45*	-1,50	-1,44*	-
									1,49
3. Gün	10	-0,58	-0,98	-0,07	-0,12	-1,53*	-1,56	-1,50*	-
									1,57

Not: n; gözlem sayısıdır. * ve *** sırasıyla %10 ve %1 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. *t*-testi için gerekli kritik değerler Tari (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.27.'deki sonuçlara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin ortalama getirileri genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilememiş, 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektör hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına, ancak yüksek değerlendirme durumunun yaşandığına karar verilmiştir.

İlk günlük ve ilk üç günlük dönemler için yapılan bu detaylı analizler, ilk yedi günlük dönem için de tekrarlanmıştır.

7.4.2.5 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin yıl bazında ilk yedi günlük fiyat performansları

- 2010 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları

Analizin bu çerçevesinde; tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.28.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.28: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t-ist.	\overline{AR}	t-ist.	\overline{CAR}	t-ist.	\overline{BHAR}	t-ist.
1. Gün	9	0,02	0,02	-0,70	-0,51	-0,70	-0,51	-0,70	-
									0,51
2. Gün	9	-1,41**	-2,22	-	-1,95	-2,00**	-1,83	-2,05**	-
				1,31**					1,91
3. Gün	9	-	-2,69	-	-2,04	-3,42***	-3,04	-	-
		1,71***		1,42**				3,43***	3,09
4. Gün	9	-1,40**	-1,86	-1,49*	-1,62	-4,91***	-3,43	-	-
								4,89***	3,49
5. Gün	9	-0,46	-0,67	-0,95*	-1,52	-5,85***	-3,94	-	-
								5,83***	4,02
6. Gün	9	0,98	0,91	0,73	0,77	-5,12***	-3,57	-	-
								5,17***	3,71
7. Gün	9	1,63	1,24	1,18	1,00	-3,94**	-1,88	-4,01**	-
									1,94

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.28.'deki bulgulara göre; 2010 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi

günlük dönemde ortalama ham getirilerinin ilk gün ile altıncı ve yedinci günlerde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğu, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirilerinin ilk beş gün negatif, bunlar arasında ilk gün haricindeki değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu, altıncı ve yedinci günlerdeki değerlerinin pozitif fakat istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirilerin ilk yedi gün boyunca negatif olduğu ve bu değerlerin, ilk gün haricinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda hisse senetleri için H_0 hipotezleri reddedilememekte ve 2010 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusu geçerli olmadığına karar verilmektedir. Hatta elde edilen negatif ve istatistiksel olarak anlamlı değerlere bakılarak bu hisse senetleri için yüksek değerlendirme olgusunun geçerli olduğu söylenebilir. Bu hisse senetlerini ikinci kez halka arzın gerçekleştiği gün satın alıp, yedi gün bekleten yatırımcıların ortalama %4 zarar ettiği görülmektedir.

- **2011 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2011 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.29.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.29: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	N	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	19	1,16	0,89	0,94	0,72	0,94	0,72	0,94	0,72
2. Gün	19	-0,13	-0,10	-0,47	-0,34	0,47	0,21	0,66	0,26
3. Gün	19	0,51	0,35	0,61	0,40	1,08	0,30	1,80	0,42
4. Gün	19	0,85	0,64	0,82	0,60	1,91	0,39	3,56	0,56
5. Gün	19	1,13	1,24	1,34*	1,32	3,25	0,59	5,60	0,74
6. Gün	19	-0,58	-0,42	-0,61	-0,45	2,63	0,58	3,68	0,65
7. Gün	19	1,43	1,03	2,01*	1,49	4,64	0,82	6,89	0,88

Not: n; gözlem sayısıdır. * %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.29.'daki bulgulara göre; 2011 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk gün getirilerinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu, diğer günler ise dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirilere bakıldığında; beşinci ve yedinci günde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı değerler aldığı görülmektedir. Ortalama anormal getirilere bakarak H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilir ve 2011 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için söz konusu günlerde düşük fiyatlama olgusu geçerli olduğuna karar verilebilir. Birikimli anormal getiriler ile bileşik anormal getirilere bakıldığında düşük fiyatlama olgusundan bahsetmek mümkün olmayacaktır çünkü bu getiriler ilk yedi gün boyunca pozitif olmakla birlikte istatistiki olarak anlamsızdır. Bu hisse senetlerini ikinci kez halka arzın gerçekleştiği gün satın alıp, yedi gün bekleten yatırımcıların, piyasa getirisinden birikimli anormal getiriye göre % 4,64 daha fazla kâr ettiği görülmektedir ancak bu değer istatistiki olarak tam teyit edilememiştir. Sonuç olarak pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı ortalama anormal getirilere bakarak 2011 yılında gerçekleştirilen dönemsel halka arzlar için düşük fiyatlama anomalisinin varlığı teyit edilmiş bulunmaktadır.

- **2012 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2012 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.30.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.30: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t-ist.	\overline{AR}	t-ist.	\overline{CAR}	t-ist.	\overline{BHAR}	t-ist.
1. Gün	15	-1,82*	-1,51	-2,50**	-2,18	-2,50**	-2,18	-2,50**	-2,18
2. Gün	15	0,18	0,18	-0,16	-0,19	-2,66*	-1,40	-2,54*	-
3. Gün	15	0,63	0,59	0,62	0,54	-2,04	-0,85	-1,91	-
4. Gün	15	-1,73*	-1,41	-1,75*	-1,28	-3,79**	-2,02	-3,91**	-
5. Gün	15	-0,49	-0,66	-0,40	-0,55	-4,19***	-2,35	-	-
6. Gün	15	0,17	0,24	0,19	0,30	-3,99**	-2,21	-	-
7. Gün	15	0,74*	-1,48	-1,10**	-1,95	-5,09***	-2,66	-	-
								4,31***	2,45
								4,16***	2,35
								5,25***	2,85

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.30.'daki bulgulara göre; 2012 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk gün getirilerinin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı, diğer günler dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür. Genel olarak bakıldığında istatistiksel olarak anlamlı değerlerin olduğu günlerde negatif getirinin söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilememiş ve 2012 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığına karar verilmiştir. Değerlerin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması; bu dönemde halka tekrar arzı gerçekleştiren hisse senetleri için yüksek

fiyatlama olgusunun geçerli olduğunu ifade etmektedir. Bu hisse senetlerini ikinci kez halka arzın gerçekleştiği gün satın alıp, yedi gün bekleten yatırımcıların, ortalama %5 daha fazla zarar ettiği görülmektedir.

- **2013 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.31.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.31: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	14	-1,48	-1,22	-0,96	-0,84	-0,96	-0,84	-0,96	-0,84
2. Gün	14	0,71	1,18	1,26**	2,00	0,31	0,28	0,27	0,25
3. Gün	14	-2,43***	-2,49	-1,31**	-2,06	-1,00	-0,76	-1,05	-0,82
4. Gün	14	1,22*	1,60	0,41	0,64	-0,59	-0,35	-0,59	-0,37
5. Gün	14	0,00	0,00	0,44	0,52	-0,15	-0,08	-0,11	-0,06
6. Gün	14	0,33	0,39	0,49	0,58	0,34	0,17	0,34	0,17
7. Gün	14	-0,29	-0,43	-0,52	-0,87	-0,18	-0,08	-0,15	-0,06

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.31.'deki bulgulara göre; 2013 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk gün getirilerinin negatif ve istatistiksel olarak anlamsız, ikinci gün pozitif ve sadece ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Üçüncü gün ortalama ham getirilerin ve ortalama anormal getirilerin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. 7. gün ortalama ham getirilerin,

ortalama anormal getirilerin, kümülatif getirilerin ve ortalama bileşik getirilerin negatif ve istatistiki olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi reddedilemez ve 2013 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı ifade edilir. Getirilerin diğer günler dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür.

- **2014 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2014 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.32.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.32: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	11	-0,79	-0,35	-0,51	-0,22	-0,51	-0,22	-0,51	-0,22
2. Gün	11	0,30	0,17	0,26	0,15	-0,25	-0,08	-0,22	-0,08
3. Gün	11	0,20	0,20	0,04	0,04	-0,21	-0,09	-0,33	-0,13
4. Gün	11	-0,63	-0,28	-0,12	-0,05	-0,33	-0,07	0,08	0,02
5. Gün	11	-0,33	-0,26	-0,52	-0,37	-0,85	-0,17	-0,34	-0,07
6. Gün	11	0,58	0,72	0,48	0,54	-0,37	-0,07	0,07	0,02
7. Gün	11	0,52	0,70	0,59	0,98	0,22	0,04	0,82	0,16

Not: n; gözlem sayısıdır. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.32.'deki bulgulara göre; 2014 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi gündeki getirilerinin dalgalı bir seyir izlediği, ancak bu değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilemez ve 2014 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olmadığı söylenebilir.

- **2015 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2015 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.33.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.33: 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	11	3,84*	1,38	3,88*	1,44	3,88*	1,44	3,88*	1,44
2. Gün	11	2,05	1,05	1,62	0,87	5,50*	1,35	5,86*	1,33
3. Gün	11	2,79*	1,48	2,20	1,05	7,70*	1,29	8,98	1,25
4. Gün	11	1,63	0,70	0,84	0,32	8,53	1,05	11,34	1,05
5. Gün	11	2,61	1,14	2,93	1,18	11,47	1,15	16,35	1,10
6. Gün	11	2,63*	1,33	2,58*	1,35	14,05	1,21	21,94	1,12
7. Gün	11	2,02	1,11	2,64*	1,50	16,69	1,26	28,09	1,13

Not: n; gözlem sayısıdır. * %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.33.'teki bulgulara göre; 2015 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi gündeki ortalama getirileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Özellikle ortalama anormal getiriler 7. gün itibarıyla pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlıdır. Bu durumda H_0 hipotezleri %10 anlamlılık düzeyinde reddedilir ve 2015 yılında tekrar halka arz edilen firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğu görülmüştür.

Analizi daha detaylı hale getirebilmek ve herhangi bir detayı atlamamak açısından analiz, sektörel olarak da gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda 2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve Sanayi, Mali, Hizmetler, İnşaat ve

Enerji sektörlerinde yer alan firmalar için ilk yedi günlük döneme ait fiyat performansları hesaplanmıştır.

7.4.2.6 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin sektör bazında ilk yedi günlük fiyat performansları

- **2010-2015 yılları arasında halka tekrar arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2010-2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getirileri ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.34.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.34: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Sanayi Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	33	2,13**	1,83	2,02**	1,68	2,02**	1,68	2,02**	1,68
2. Gün	33	1,40	1,20	1,12	0,98	3,14**	1,66	3,33*	1,60
3. Gün	33	0,25	0,21	0,21	0,18	3,35	1,14	4,18	1,19
4. Gün	33	0,11	0,09	0,07	0,05	3,42	0,87	5,25	1,01
5. Gün	33	1,09	1,10	0,81	0,75	4,23	0,91	7,11	1,07
6. Gün	33	0,45	0,48	0,55	0,61	4,78	0,99	8,06	1,09
7. Gün	33	1,41*	1,52	1,64**	1,78	6,41	1,14	11,61	1,22

Not: n; gözlem sayısıdır. * ve ** %10 ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.34.'teki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektöründe yer alan firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi gündeki ortalama getirileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durumda H_0 hipotezleri %10 anlamlılık düzeyinde reddedilir ve 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü

firmaların hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğu görülmüştür.

- **2010-2015 yılları arasında halka tekrar arz edilen mali sektör hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2010-2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.35.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.35: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	22	-0,81	-0,58	-0,89	-0,71	-0,89	-0,71	-0,89	-0,71
2. Gün	22	-0,39	-0,85	-0,42	-1,10	-1,31	-0,99	-1,30	-1,00
3. Gün	22	-0,09	-0,11	0,42	0,59	-0,89	-0,62	-0,91	-0,65
4. Gün	22	1,00**	1,65	0,69	1,26	-0,20	-0,13	-0,21	-0,14
5. Gün	22	-0,66	-1,09	-0,14	-0,27	-0,34	-0,19	-0,25	-0,14
6. Gün	22	-0,65	-0,80	-0,44	-0,54	-0,78	-0,51	-0,86	-0,59
7. Gün	22	0,36	0,49	0,27	0,42	-0,51	-0,31	-0,61	-0,39

Not: n; gözlem sayısıdır. ** %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.35.'teki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektörde yer alan firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk yedi günlük süreçte elde edilen ortalama getirileri genel olarak istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Sadece dördüncü günde ortalama ham getiri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dördüncü gün verisine bakarak H_0 hipotezinin %5 anlamlılık düzeyinde reddedilebileceğine ve 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör firmalarının hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun geçerli

olabileceğine karar verilebilir. Ancak temel varsayım yatırımcıların al ve tut stratejisini izledikleri olduğundan dolayı 7. gün verileri istatistiksel olarak anlamsız olduğu için düşük fiyatlama olgusunun varlığı tam olarak teyit edilememiş olmaktadır.

- **2010-2015 yılları arasında halka tekrar arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2010-2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.36.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.36: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hizmetler Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	9	-1,34**	-1,81	-1,35*	-1,64	-1,35*	-1,64	-1,35*	-1,64
2. Gün	9	-0,66	-1,03	-0,34	-0,45	-1,69	-1,18	-0,34	-0,45
3. Gün	9	-0,10	-0,28	-0,61	-0,94	-2,30	-1,40	-0,61	-0,94
4. Gün	9	0,72	0,71	0,34	0,33	-1,96*	-1,64	0,34	0,33
5. Gün	9	0,88	0,69	1,55	1,04	-0,41	-0,17	1,55	1,04
6. Gün	9	2,59**	2,23	1,15	0,80	0,74	0,37	1,15	0,80
7. Gün	9	0,38	0,31	0,60	0,42	1,34	0,45	0,60	0,42

Not: n; gözlem sayısıdır. ** %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.36.'daki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü firmalarının hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları ilk günkü ortalama getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Sadece ilk gün verilerine bakıldığında H_0 hipotezi reddedilemeyeceği ve bu firmalar için düşük değerlendirme değil, yüksek değerlendirme olgusunun geçerli olduğu söylenebilir. İlerleyen günlerde dalgalı bir seyir izlenmekle birlikte ortalama ham getirilerin altıncı günde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ve yedinci günde pozitif ancak istatistiksel olarak

anlamsız olduğu görülmüştür. Bu değere bakarak al ve tut stratejisi izleyen yatırımcıların olduğu varsayımıyla, hisseyi ihraçtan alıp 7. güne kadar elinde tutan yatırımcının kümülatif anormal getirisi %1,34 olacağı belirtilebilir. Ancak yedinci günün sonunda elde edilen söz konusu bu getiri istatistiki olarak teyit edilememiştir. Bu bilgiye dayanarak hizmetler sektöründe 2010 – 2015 dönemi için yapılan dönemsel halka arzların ilk 7 günlük performansına bakarak düşük fiyatlama olgusunun olmadığı kabul edilebilir.

- **2010-2015 yılları arasında halka tekrar arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2010-2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.37.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.37: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen İnşaat Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	5	-4,16	-1,15	-4,36	-1,18	-4,36	-1,18	-4,36	-1,18
2. Gün	5	-1,97	-0,89	-2,03	-0,86	-6,39	-1,09	-6,00	-1,09
3. Gün	5	0,55	0,37	0,88	0,61	-5,51	-1,18	-5,44	-1,18
4. Gün	5	-4,19	-1,06	-4,51	-1,08	-10,02	-1,17	-9,03	-1,18
5. Gün	5	-0,94**	-2,07	-1,19**	-1,73	-11,21*	-1,29	-10,04*	-1,32
6. Gün	5	1,43	0,81	0,95	0,54	-10,25	-1,19	-9,31	-1,23
7. Gün	5	-0,38	-0,48	-0,92**	-1,74	-11,17	-1,26	-10,08*	-1,31

Not: n; gözlem sayısıdır. ** %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.37.'deki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü firmalarının hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıktan sonraki ilk yedi günlük dönemde istatistiksel olarak anlamlı olan getirilerin negatif olduğu gözükmektedir. Bu durumda, H_0 hipotezleri reddedilemez ve bu firmalar için düşük değerlendirme değil, yüksek değerlendirme olgusunun geçerli olduğu kabul edilebilir.

- **2010-2015 yılları arasında halka tekrar arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performansları**

2010-2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk yedi gündeki hisse senedi kapanış fiyatları ve BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılarak, bu hisse senetlerinin ortalama ham getirileri, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.38.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.38: 2010 - 2015 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Enerji Sektörü Hisse Senetlerinin İlk Yedi Günlük Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Gün	10	-	-2,51	-	-2,36	-	-2,36	-	-
		1,16***		1,53***		1,53***		1,53***	2,36
2. Gün	10	0,15	0,24	0,07	0,11	-1,45*	-1,50	-1,44*	-
									1,49
3. Gün	10	-0,58	-0,98	-0,07	-0,12	-1,53*	-1,56	-1,50*	-
									1,57
4. Gün	10	-0,54	-0,54	-0,84	-0,95	-2,36*	-1,54	-2,30*	-
									1,52
5. Gün	10	1,03	1,02	1,23	1,24	-1,13	-0,57	-1,08	-
									0,54
6. Gün	10	0,92	0,96	1,49**	1,74	0,36	0,20	0,29	0,16
7. Gün	10	-0,15	-0,14	-0,02	-0,02	0,34	0,14	0,26	0,11

Not: n; gözlem sayısıdır. * ve ** %10 ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.38.'deki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü firmalarının hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıktan sonraki ilk günde bütün ortalama getirilerin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durumun, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için ilk dört gün boyunca devam ettiği görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezleri reddedilemez ve bu firmalar için düşük değerlendirme değil, yüksek değerlendirme olgusunun geçerli olduğu söylenebilir. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getirilerin altıncı günde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilir ve enerji sektöründeki firmalar için düşük değerlendirme olgusunun geçerli olduğu söylenebilir. Ancak 7. günün sonundaki ortalama anormal getiriler ile ortalama birikimli ve bileşik anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu durumda kümülatif anormal getirilerin ve kümülatif bileşik anormal getirilerin pozitif çıkmasına rağmen 7. günün sonunda yatırımcının kar edeceği istatistiki olarak tam olarak teyit edilemediği için al bekle ve sat görüşünün burada geçerli olmadığı düşünülmektedir.

7.4.3 Dönemsel halka arzların uzun dönem fiyat performans analizi (2010 – 2015)

Analizin bu bölümünde; tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, tekrar halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Analizin bu aşamasında kullanılan hipotezler; $H_0: \bar{R}; \overline{AR}; \overline{CAR}; \overline{BHAR} \leq 0$ Ortalama Getirilere Göre Düşük Fiyat Performansı Olgusu Geçerlidir

$H_1: \bar{R}; \overline{AR}; \overline{CAR}; \overline{BHAR} > 0$ Ortalama Getirilere Göre Düşük Fiyat Performansı Olgusu Geçerli Değildir

Bu analizde 36 aylık veri setini oluşturabilmek için en son 2014 yılında halka tekrar arzı gerçekleştiren firmalar örnekleme alınmıştır. Bu nedenle örneklemedeki firma sayısı 79'dan 50'ye düşmüştür. Analiz sonucunda elde edilen bulgular Çizelge 7.39.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.39: Hisse Senetlerinin 36 Aylık Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	50	-2,10	-0,64	-2,95	-0,90	-2,95	-0,90	-2,95	-0,90
2. Ay	50	0,23	0,08	-0,14	-0,05	-3,09	-0,74	-3,60	-0,88
3. Ay	50	-0,11	-0,07	-0,77	-0,55	-3,86	-0,88	-4,22	-0,99
4. Ay	50	1,03	0,44	-0,18	-0,08	-4,05	-0,92	-5,51	-1,24
5. Ay	50	-2,09	-1,13	-3,09**	-1,67	-7,13*	-1,60	-9,20**	-2,13
6. Ay	50	0,08	0,04	-0,55	-0,28	-7,69*	-1,55	-10,17**	-2,14
7. Ay	50	-0,27	-0,18	-0,94	-0,73	-8,63**	-1,65	-10,54**	-1,95
8. Ay	50	0,23	0,15	0,21	0,17	-8,41*	-1,57	-10,17**	-1,77
9. Ay	50	-1,18	-0,90	-0,76	-0,66	-9,17*	-1,57	-8,68	-1,22
10. Ay	50	-1,27	-0,85	-1,60	-1,18	-10,77*	-1,63	-7,96	-0,90
11. Ay	50	-0,86	-0,45	-1,54	-0,96	-12,32**	-1,71	-8,91	-0,99
12. Ay	50	-0,82	-0,62	-2,41***	-2,38	-14,72**	-2,06	-12,19*	-1,42
13. Ay	50	-1,52*	-1,35	-2,22***	-2,45	-16,95***	-2,40	-14,64**	-1,82
14. Ay	50	-2,85**	-1,67	-1,94	-1,10	-18,89***	-2,77	-16,37**	-1,80
15. Ay	50	-3,63***	-3,48	-2,67***	-3,08	-21,56***	-3,12	-18,03**	-2,04
16. Ay	50	2,09	1,25	0,58	0,37	-20,99***	-2,87	-16,49*	-1,60
17. Ay	50	2,05*	1,47	-0,53	-0,40	-21,52***	-2,85	-16,50*	-1,45
18. Ay	50	0,59	0,37	-0,46	-0,31	-21,98***	-2,97	-18,12**	-1,69
19. Ay	50	-0,63	-0,35	-1,07	-0,66	-23,05***	-2,93	-18,86**	-1,74
20. Ay	50	-3,44***	-2,97	-3,58***	-3,32	-26,63***	-3,44	-22,66**	-2,27
21. Ay	50	-0,96	-1,03	-1,81**	-1,80	-28,44***	-3,63	-24,79***	-2,69
22. Ay	50	-0,19	-0,13	-2,66**	-1,77	-31,10***	-3,94	-29,05***	-3,82
23. Ay	50	1,64	0,92	-0,29	-0,17	-31,39***	-4,12	-32,66***	-5,20
24. Ay	50	0,83	0,54	1,35	0,86	-30,04***	-3,82	-31,65***	-5,01
25. Ay	50	-2,18*	-1,42	-2,77**	-1,97	-32,81***	-4,25	-34,41***	-5,52
26. Ay	50	-0,96	-0,92	-1,78*	-1,61	-34,60***	-4,35	-34,65***	-5,11
27. Ay	50	-0,51	-0,37	-2,00*	-1,56	-36,60***	-4,60	-35,98***	-5,00
28. Ay	50	0,20	0,16	-0,42	-0,34	-37,02***	-4,57	-36,85***	-5,03
29. Ay	50	-0,77	-0,51	0,42	0,29	-36,60***	-4,34	-35,34***	-4,68
30. Ay	50	-0,49	-0,46	-0,83	-0,84	-37,44***	-4,35	-35,67***	-4,62
31. Ay	50	-1,64	-0,69	-3,10*	-1,40	-40,53***	-4,66	-40,63***	-5,76
32. Ay	50	-1,59*	-1,33	-2,96***	-2,64	-43,49***	-5,02	-43,93***	-6,32
33. Ay	50	-0,55	-0,53	0,67	0,69	-42,82***	-4,94	-43,02***	-6,22
34. Ay	50	0,33	0,26	0,79	0,66	-42,03***	-4,69	-41,58***	-5,65
35. Ay	50	2,31*	1,37	2,24*	1,32	-39,79***	-4,23	-38,02***	-4,30
36. Ay	50	1,11	0,81	0,22	0,15	-39,57***	-4,04	-36,14***	-3,64

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.39.'daki bulgulara göre; 2010 - 2015 döneminde ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin, borsada işlem görmeye başladıkları günden itibaren 13, 14, 15, 20, 25 ve 32. aylarda negatif ve istatistiksel olarak anlamlı, 17. ve 35. ayda ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı biçimde yatırımcılarına ham getiri sağlamışlardır. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getirilere bakıldığında ise ikinci kez halka arz edilen firmalara ait hisse senetleri yatırımcılarına 5, 12, 13, 15, 20, 21, 22, 25, 26, 27, 31 ve 32. ayda negatif ve istatistiksel olarak anlamlı, 35. aydaysa pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı biçimde düzeltilmiş anormal getiri sağladığı görülmektedir. Birikimli ortalama anormal getiriler ve ortalama bileşik getirilerde, ikinci kez halka arz edilen firmalara ait hisse senetleri yatırımcılarına sürekli olarak zarar ettirmiştir. Bu hisse senetlerini alan ve 36 ay boyunca eline tutan bir yatırımcının ortalama %36,14 - %39,57 arasında zarar ettiği görülmektedir ve bu değer istatistiksel olarak da anlamlıdır. Elde edilen bu bulguya dayanarak H_0 hipotezi kabul edilebilir ve 2010 - 2015 döneminde ikinci kez halka arzı gerçekleştiren hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilebilir.

İlk gün, ilk üç gün ve ilk yedi günlük dönemler için yapılan yıl ve sektör bazlı detaylı analizler, ilk üç yıllık dönem için de tekrarlanmıştır.

7.4.3.1 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin yıl bazında ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları

- **2010 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.40.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.40: 2010 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	9	-6,86**	-2,20	-11,37***	-2,99	-11,37***	-2,99	-11,37***	-2,99
2. Ay	9	13,15	1,04	11,21	0,94	-0,16	-0,01	0,19	0,01
3. Ay	9	2,13	0,78	0,84	0,34	0,69	0,05	2,80	0,18
4. Ay	9	7,35*	1,37	5,91	1,18	6,60	0,54	5,98	0,46
5. Ay	9	-6,07*	-1,52	-6,04*	-1,35	0,56	0,05	-3,25	-0,32
6. Ay	9	1,38	0,33	0,93	0,22	1,49	0,13	-1,96	-0,20
7. Ay	9	5,68**	2,00	4,30**	1,83	5,80	0,47	2,26	0,21
8. Ay	9	-0,99	-0,20	0,77	0,19	6,56	0,50	3,69	0,30
9. Ay	9	-1,40	-0,52	0,19	0,09	6,75	0,45	6,48	0,41
10. Ay	9	-1,59	-0,32	0,54	0,13	7,29	0,41	11,06	0,50
11. Ay	9	-8,88**	-2,13	-4,96**	-1,81	2,32	0,13	8,67	0,39
12. Ay	9	-0,98	-0,18	-1,25	-0,28	1,08	0,06	1,73	0,11
13. Ay	9	-3,48*	-1,37	-1,15	-0,76	-0,08	0,00	-2,48	-0,18
14. Ay	9	-6,83	-0,97	-3,20	-0,45	-3,28	-0,27	-13,15**	-1,96
15. Ay	9	-7,24***	-2,33	-5,05***	-3,04	-8,33	-0,69	-16,25**	-2,26
16. Ay	9	2,29	0,44	2,13	0,46	-6,20	-0,43	-14,59**	-1,96
17. Ay	9	1,49	0,42	-2,66*	-1,44	-8,86	-0,65	-18,75***	-2,51
18. Ay	9	-1,71	-0,39	-2,77	-0,86	-11,63	-0,98	-22,44***	-3,18
19. Ay	9	0,39	0,07	0,40	0,11	-11,23	-0,83	-20,33**	-1,98
20. Ay	9	-4,73*	-1,47	-4,40	-1,67	-15,62	-1,24	-23,42***	-2,59
21. Ay	9	-2,20	-0,85	-4,81***	-2,96	-20,44*	-1,53	-27,42***	-2,97
22. Ay	9	1,14	0,42	-2,77*	-1,55	-23,20**	-1,72	-31,40***	-3,39
23. Ay	9	-2,24	-0,63	-4,50*	-1,30	-27,70***	-2,46	-37,31***	-5,72
24. Ay	9	3,25	0,49	1,01	0,13	-26,69**	-1,76	-37,60***	-5,20
25. Ay	9	-2,04	-0,89	-4,56**	-1,82	-31,24**	-1,92	-41,38***	-5,85
26. Ay	9	-1,80	-0,89	-5,90***	-3,19	-37,14***	-2,40	-47,00***	-6,64
27. Ay	9	0,75	0,31	-4,77***	-2,60	-41,91***	-2,98	-53,76***	-8,47
28. Ay	9	2,44*	1,46	-1,68	-1,20	-43,59***	-2,97	-57,34***	-8,39
29. Ay	9	-0,71	-0,33	-2,38**	-1,86	-45,97***	-3,05	-59,24***	-8,55
30. Ay	9	0,82	0,30	-3,00*	-1,30	-48,97***	-3,31	-62,76***	-7,73
31. Ay	9	0,17	0,05	-3,27	-0,98	-52,24***	-3,35	-65,41***	-6,03
32. Ay	9	1,39	0,70	-1,10	-0,62	-53,35***	-3,28	-68,13***	-5,57
33. Ay	9	-4,19*	-1,62	-0,65	-0,36	-53,99***	-3,59	-66,09***	-6,13
34. Ay	9	-3,79***	-3,01	-1,88*	-1,32	-55,88***	-3,88	-65,54***	-6,62
35. Ay	9	-1,01	-0,76	0,41	0,18	-55,46***	-4,10	-64,91***	-8,50
36. Ay	9	2,11	0,80	2,31	0,69	-53,15***	-3,56	-62,90***	-6,25

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.40.'daki bulgulara göre; 2010 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin ortalama ham getirilerinin, borsada işlem görmeye başladıkları günden itibaren ilk ay, 5, 11, 13, 15, 20, 33 ve 34. aylarda negatif ve istatistiksel olarak anlamlı, 4, 7 ve 28. ayda ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı değerler aldığı tespit edilmiştir. Ortalama anormal getirilerin 7. ayda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı değerler aldığı tespit edilmiştir. AR, CAR ve BHAR değerlerinin ilk ay ve diğer ayların çoğunda negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Özellikle ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirilerin 14. aydan itibaren istikrarlı biçimde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı değerler aldığı göz önüne alındığında, H_0 hipotezinin kabul edilmesine ve 2010 yılında ikinci kez halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %53 - %63 aralığında zarar ettiği tespit edilmiştir.

- **2011 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2011 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.41.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.41: 2011 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	15	4,96	0,60	5,81	0,76	5,81	0,76	5,81	0,76
2. Ay	15	-10,91***	-3,37	-9,34*	-2,95	-3,52	-0,67	-6,85***	-2,55
3. Ay	15	1,06	0,39	0,79	0,40	-2,73	-0,50	-6,25**	-1,87
4. Ay	15	-3,95*	-1,59	-1,64	-0,81	-4,38	-0,86	-7,83***	-2,56
5. Ay	15	0,19	0,06	0,44	0,17	-3,94	-0,77	-8,00***	-2,37
6. Ay	15	1,50	0,25	2,79	0,52	-1,15	-0,16	-5,67	-1,05
7. Ay	15	-4,92*	-1,56	-3,85*	-1,53	-5,00	-0,76	-9,86**	-2,14
8. Ay	15	1,61	0,49	-0,07	-0,02	-5,06	-0,73	-10,66**	-1,84
9. Ay	15	-1,43	-0,60	-2,16	-1,16	-7,23	-0,98	-12,28**	-1,80
10. Ay	15	1,69	0,83	-0,49	-0,22	-7,72	-1,02	-13,15**	-1,85
11. Ay	15	4,03	0,89	2,55	0,67	-5,17	-0,56	-12,67**	-1,74
12. Ay	15	0,35	0,18	-2,94**	-1,98	-8,11	-0,91	-16,12**	-2,18
13. Ay	15	0,53	0,29	-3,15*	-1,61	-11,26	-1,26	-20,05***	-2,76
14. Ay	15	-5,34***	-3,07	-7,19***	-4,78	-18,46**	-2,00	-26,70***	-3,62
15. Ay	15	-3,61**	-1,91	-5,84***	-4,44	-24,30***	-2,69	-31,73***	-4,48
16. Ay	15	-1,47	-0,94	-4,54***	-2,76	-28,84***	-3,13	-36,22***	-4,68
17. Ay	15	1,78	0,95	-1,24	-0,72	-30,08***	-3,32	-37,79***	-4,74
18. Ay	15	-0,60	-0,48	-3,76**	-1,65	-33,84***	-3,71	-40,81***	-4,94
19. Ay	15	-3,21*	-1,52	-5,69***	-3,60	-39,53***	-4,07	-44,81***	-5,42
20. Ay	15	-0,49	-0,27	-2,96*	-1,51	-42,49***	-4,25	-47,21***	-5,73
21. Ay	15	0,88	0,39	-0,07	-0,03	-42,57***	-3,83	-45,90***	-4,92
22. Ay	15	-3,09*	-1,36	-4,10*	-1,51	-46,67***	-3,92	-47,93***	-4,70
23. Ay	15	0,09	0,05	-2,82*	-1,38	-49,49***	-4,04	-51,10***	-4,73
24. Ay	15	-0,24	-0,11	1,00	0,55	-48,50***	-4,01	-49,15***	-4,57
25. Ay	15	-3,81**	-1,68	-3,69**	-1,83	-52,19***	-4,57	-52,60***	-5,45
26. Ay	15	-0,81	-0,55	1,16	0,58	-51,03***	-4,18	-50,17***	-4,68
27. Ay	15	-1,35	-0,42	-0,10	-0,03	-51,13***	-4,05	-49,02***	-4,26
28. Ay	15	-1,76	-0,79	-0,55	-0,27	-51,68***	-4,01	-48,48***	-4,14
29. Ay	15	-2,21*	-1,30	-0,01	-0,01	-51,70***	-4,00	-47,14***	-4,11
30. Ay	15	-0,25	-0,17	0,02	0,01	-51,68***	-4,13	-47,45***	-4,39
31. Ay	15	-3,32*	-1,64	-3,89***	-2,50	-55,57***	-4,21	-49,86***	-4,50
32. Ay	15	-3,13	-1,07	-3,83*	-1,58	-59,41***	-4,30	-52,36***	-4,56
33. Ay	15	0,91	0,36	1,19	0,46	-58,21***	-4,19	-52,11***	-4,45
34. Ay	15	0,54	0,21	0,61	0,26	-57,61***	-4,14	-52,50***	-4,44
35. Ay	15	0,46	0,32	0,39	0,22	-57,22***	-3,94	-52,32***	-4,43
36. Ay	15	1,19	0,59	-0,35	-0,18	-57,58***	-3,96	-52,85***	-4,39

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.41.'deki bulgulara göre; 2011 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin ortalama bileşik getirisinin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2011 yılında ikinci kez halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %50'nin üzerinde zarar ettiği görülmüştür.

- **2012 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2012 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.42.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.42: 2012 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	11	-7,87**	-1,87	-12,21***	-3,15	-12,21***	-3,15	-12,21***	-3,15
2. Ay	11	1,38	0,53	-2,16	-0,72	-14,37***	-2,39	-14,21***	-2,56
3. Ay	11	-3,00**	-1,74	-5,84***	-3,62	-20,21***	-3,04	-19,87***	-3,33
4. Ay	11	-2,87*	-1,63	-6,69***	-3,73	-26,90***	-3,48	-26,12***	-3,86
5. Ay	11	-2,21	-0,52	-5,36*	-1,35	-32,26***	-3,54	-31,25***	-3,97
6. Ay	11	-2,73	-0,99	-5,07***	-3,11	-37,33***	-4,18	-37,13***	-4,73
7. Ay	11	-1,98	-1,01	-3,14**	-1,70	-40,47***	-4,46	-39,87***	-5,00
8. Ay	11	-0,18	-0,05	0,52	0,20	-39,95***	-4,06	-38,73***	-4,48
9. Ay	11	-1,08	-0,35	-0,39	-0,14	-40,33***	-3,80	-37,09***	-3,84
10. Ay	11	-4,68	-1,22	-5,56**	-1,78	-45,89***	-3,65	-39,75***	-3,42
11. Ay	11	-5,17*	-1,44	-6,71**	-2,05	-52,60***	-3,49	-43,12***	-3,24
12. Ay	11	-3,20	-1,04	-3,20	-1,04	-54,11***	-3,46	-44,13***	-3,53
13. Ay	11	-4,77*	-1,62	-0,53	-0,35	-54,64***	-3,40	-41,45***	-3,30
14. Ay	11	1,64	0,43	3,95	1,05	-50,69***	-3,33	-38,22***	-2,87
15. Ay	11	-2,96	-1,26	0,69	0,33	-49,99***	-3,14	-35,62***	-2,65
16. Ay	11	1,53	0,57	0,38	0,19	-49,61***	-3,01	-34,36***	-2,36
17. Ay	11	-0,08	-0,03	-2,19	-0,95	-51,80***	-2,90	-34,82**	-2,11
18. Ay	11	3,49	0,63	2,63	0,56	-49,18***	-2,95	-35,64**	-2,24
19. Ay	11	-2,35	-0,75	-3,22*	-1,36	-52,40***	-2,99	-38,42***	-2,60
20. Ay	11	-2,84	-1,01	-2,73*	-1,56	-55,13***	-3,10	-40,83***	-3,00
21. Ay	11	-1,92***	-2,48	-1,65**	-2,13	-56,78***	-3,17	-41,80***	-3,12
22. Ay	11	-0,76	-0,46	-2,61**	-2,01	-59,39***	-3,18	-42,97***	-2,97
23. Ay	11	7,28**	1,83	4,36*	1,38	-55,03***	-3,03	-42,14***	-2,73
24. Ay	11	1,63	0,88	-1,10	-0,66	-56,13***	-3,11	-44,58***	-2,92
25. Ay	11	4,62**	2,31	1,17	0,74	-54,96***	-2,84	-42,67***	-2,48
26. Ay	11	0,51	0,21	-1,36	-0,57	-56,32***	-2,70	-42,53**	-2,27
27. Ay	11	0,13	0,06	0,04	0,02	-56,28***	-2,60	-40,78**	-2,02
28. Ay	11	-0,89	-0,35	-0,18	-0,07	-56,45***	-2,59	-40,67**	-1,99
29. Ay	11	2,34	0,42	1,40	0,24	-55,06***	-2,29	-37,14**	-1,70
30. Ay	11	0,70	0,20	-0,46	-0,16	-55,51**	-2,15	-34,28*	-1,45
31. Ay	11	-2,99*	-1,32	-3,50**	-1,72	-59,01***	-2,32	-39,02**	-1,77
32. Ay	11	-0,95	-0,65	-1,30	-0,73	-60,31***	-2,37	-40,95**	-1,86
33. Ay	11	-2,19**	-1,69	0,71	0,43	-59,60***	-2,39	-39,37**	-1,80
34. Ay	11	-3,14**	-1,87	-2,13*	-1,32	-61,72***	-2,48	-40,11**	-1,80
35. Ay	11	5,32*	1,55	4,14	1,21	-57,58**	-2,29	-34,67*	-1,31
36. Ay	11	-2,07	-0,45	-0,58	-0,12	-58,16**	-2,17	-30,22	-1,02

Not: n: gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.42.'deki bulgulara göre; 2012 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin ortalama birikimli anormal getirilerinin ve ortalama bileşik getirisinin (son ay hariç) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2012 yılında ikinci kez halka arzı gerçekleştiren hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Ortalama ham getirilere göre 23, 25 ve 35. aylarda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler görülse de bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama kümülatif getirilere ve ortalama bileşik getirilere göre %30 - %58 aralığında zarar ettiği görülmüştür.

- **2013 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2013 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.43.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.43: 2013 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	11	-6,20*	-1,59	-2,27	-0,56	-2,27	-0,56	-2,27	-0,56
2. Ay	11	1,52	0,38	3,29	0,63	1,02	0,14	1,25	0,17
3. Ay	11	0,54	0,11	2,83	0,61	3,85	0,43	5,03	0,55
4. Ay	11	13,97***	3,36	10,34**	2,01	14,19*	1,40	15,96*	1,38
5. Ay	11	-0,55	-0,13	-1,72	-0,36	12,47*	1,30	13,34	1,23
6. Ay	11	-1,56	-0,43	-2,66	-0,74	9,81	0,93	10,98	0,89
7. Ay	11	3,52	0,91	2,54	0,79	12,35	1,03	15,82	1,01
8. Ay	11	-0,56	-0,34	-0,06	-0,04	12,29	1,06	16,37	1,01
9. Ay	11	-0,44	-0,12	-0,08	-0,02	12,21	0,88	21,25	0,91
10. Ay	11	-0,93	-0,34	-0,26	-0,10	11,95	0,76	25,53	0,86
11. Ay	11	4,31**	1,78	1,83	0,74	13,78	0,87	27,46	0,94
12. Ay	11	0,42	0,43	-3,24***	-3,03	10,53	0,65	24,81	0,83
13. Ay	11	-0,47	-0,22	-5,34***	-3,56	5,19	0,32	18,15	0,64
14. Ay	11	0,32	0,13	0,20	0,07	5,39	0,30	24,39	0,69
15. Ay	11	-1,58	-0,84	-0,26	-0,14	5,13	0,28	23,47	0,69
16. Ay	11	8,14*	1,60	6,69*	1,43	11,82	0,63	33,52	0,83
17. Ay	11	4,84	1,08	2,84	0,58	14,66	0,75	39,73	0,89
18. Ay	11	0,54	0,22	1,79	0,77	16,45	0,81	39,84	0,98
19. Ay	11	-0,51	-0,27	0,34	0,19	16,79	0,81	40,55	0,99
20. Ay	11	-4,74**	-2,19	-3,52*	-1,29	13,26	0,66	32,61	0,87
21. Ay	11	-2,59**	-1,69	-1,82	-0,82	11,44	0,58	26,92	0,81
22. Ay	11	-2,19	-0,71	-5,13*	-1,50	6,31	0,35	14,00	0,60
23. Ay	11	-0,38	-0,07	-0,46	-0,08	5,85	0,37	4,45	0,34
24. Ay	11	-1,83	-1,01	2,80*	1,64	8,65	0,55	6,63	0,52
25. Ay	11	-6,62*	-1,64	-4,53	-1,16	4,12	0,29	-1,14	-0,10
26. Ay	11	-0,84	-0,36	-1,35	-0,61	2,77	0,18	-0,73	-0,06
27. Ay	11	1,31	0,40	-2,01	-0,59	0,77	0,05	-2,20	-0,14
28. Ay	11	5,12**	1,66	2,78	0,76	3,55	0,22	-0,17	-0,01
29. Ay	11	-1,36	-0,56	2,94*	1,62	6,49	0,41	4,09	0,25
30. Ay	11	-2,89**	-1,74	-0,64	-0,27	5,86	0,37	2,89	0,18
31. Ay	11	-6,27*	-1,41	-8,43**	-2,17	-2,58	-0,18	-9,57	-0,81
32. Ay	11	-3,68*	-1,41	-5,03**	-1,65	-7,61	-0,61	-15,49*	-1,59
33. Ay	11	0,55	0,35	1,51	1,12	-6,10	-0,46	-13,92*	-1,41
34. Ay	11	6,54**	2,04	6,78**	2,00	0,69	0,04	-5,64	-0,42
35. Ay	11	6,76	1,09	7,46*	1,31	8,15	0,41	6,48	0,31
36. Ay	11	3,91**	1,71	1,66	0,68	9,81	0,47	11,47	0,46

Not: n: gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.43.'teki bulgulara göre; 2013 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin ortalama getirilerinin ilk ay negatif olmasına karşın 4, 11, 16, 28, 34 ve 36. aylarda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu nedenle H_0 hipotezinin reddedilmesine ve 2013 yılında ikinci kez halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için yüksek fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilebilir.

- **2014 yılında halka tekrar arz edilen hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2014 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.44.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.44: 2014 Yılında Halka Tekrar Arz Edilen Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	4	9,22	0,41	6,69	0,29	6,69	0,29	6,69	0,29
2. Ay	4	6,27	1,08	4,92	0,76	11,61	0,39	15,93	0,50
3. Ay	4	-3,35	-0,69	-6,22*	-1,44	5,39	0,21	5,15	0,21
4. Ay	4	-19,42	-1,22	-19,47*	-1,29	-14,08	-0,99	-25,06**	-1,92
5. Ay	4	-5,66	-0,75	-7,17	-0,83	-21,24*	-1,53	-28,43**	-1,69
6. Ay	4	4,12	0,89	1,79	0,42	-19,46*	-1,30	-29,52**	-1,76
7. Ay	4	-1,97	-0,72	-5,34**	-1,71	-24,79*	-1,57	-33,75**	-1,83
8. Ay	4	1,06	0,52	-0,07	-0,14	-24,86*	-1,57	-33,96**	-1,81
9. Ay	4	-2,06*	-1,28	-0,55	-0,67	-25,41**	-1,66	-33,42**	-1,92
10. Ay	4	-3,27	-1,26	-3,37*	-1,29	-28,78**	-1,89	-35,96**	-2,26
11. Ay	4	-3,48***	-2,41	-4,25***	-2,36	-33,03**	-2,20	-40,37***	-2,63
12. Ay	4	-1,67	-0,70	-3,18***	-2,58	-36,21***	-2,42	-42,73***	-2,93
13. Ay	4	1,27	0,27	2,78	0,56	-33,44**	-1,90	-38,09***	-2,32
14. Ay	4	-5,61**	-2,07	-1,54	-0,58	-34,98**	-1,88	-36,81**	-2,15
15. Ay	4	-3,10*	-1,45	-1,32	-1,23	-36,30**	-1,91	-36,37**	-2,31
16. Ay	4	-0,07	-0,02	0,01	0,00	-36,29**	-1,76	-35,12**	-1,96
17. Ay	4	2,51	0,57	2,18	1,20	-34,11**	-1,80	-35,89**	-1,97
18. Ay	4	2,42	0,51	2,45	0,75	-31,67**	-1,96	-34,54**	-2,08
19. Ay	4	11,18	0,75	14,97	1,03	-16,69	-0,84	-27,85**	-1,99
20. Ay	4	-9,67***	-3,03	-6,54*	-1,27	-23,24*	-1,33	-30,94**	-2,15
21. Ay	4	2,02	0,53	-1,98	-0,78	-25,22*	-1,48	-35,06***	-2,66
22. Ay	4	14,71	1,26	9,70	0,86	-15,52	-0,64	-33,02***	-2,48
23. Ay	4	6,20**	2,26	6,35*	1,64	-9,17	-0,34	-29,00**	-1,93
24. Ay	4	4,52	0,68	6,16*	1,50	-3,00	-0,11	-22,39*	-1,39
25. Ay	4	-2,91	-0,28	-1,34	-0,13	-4,35	-0,18	-19,33	-0,85
26. Ay	4	-4,02	-0,55	-5,93	-1,01	-10,27	-0,43	-20,27	-0,77
27. Ay	4	-6,88**	-1,70	-8,51**	-2,24	-18,78	-0,86	-26,71	-1,09
28. Ay	4	-8,01	-1,22	-6,62*	-1,40	-25,40*	-1,43	-37,50**	-2,26
29. Ay	4	-2,41	-0,45	-1,30	-0,27	-26,70**	-1,90	-40,84***	-3,32
30. Ay	4	-1,00	-0,60	-0,74	-0,51	-27,44**	-1,94	-40,39***	-3,15
31. Ay	4	17,05	0,67	16,06	0,68	-11,38	-0,38	-40,04***	-5,07
32. Ay	4	1,44	0,32	-2,69	-0,88	-14,07	-0,46	-44,23***	-5,73
33. Ay	4	3,66*	1,36	-0,75	-0,23	-14,82	-0,44	-47,01***	-5,39
34. Ay	4	1,25	0,25	-0,94	-0,34	-15,76	-0,48	-49,56***	-6,68
35. Ay	4	-3,78	-0,69	-6,29	-1,10	-22,05	-0,74	-55,53***	-8,83
36. Ay	4	-0,40	-0,19	-4,11***	-3,73	-26,16	-0,91	-60,48***	-9,64

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.44.'teki bulgulara göre; 2014 yılında ikinci kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerinin ortalama getirilerinin ilk iki ay pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız, 23. ve 33. aylarda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmasına karşılık, ortalama birikimli anormal getirilerin ve ortalama bileşik getirilerin genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu nedenle H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2014 yılında ikinci kez halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %60,48 oranında zarar ettiği görülmüştür.

Analizi daha detaylı hale getirebilmek ve herhangi bir detayı atlamamak açısından analiz, sektörel olarak da gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda 2010-2015 döneminde halka tekrar arz edilen ve Sanayi, Mali, Hizmetler, İnşaat ve Enerji sektörlerinde yer alan firmalar için ilk 36 aylık döneme ait fiyat performansları hesaplanmıştır.

7.4.3.2 Dönemsel halka arz edilen hisse senetlerinin sektör bazında ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları

- **2010-2014 Döneminde halka tekrar arz edilen sanayi sektörü firmalarına ait hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 - 2014 yılında tekrar halka arz edilen sanayi sektörü hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.45.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.45: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	22	3,14	0,48	1,13	0,18	1,13	0,18	1,13	0,18
2. Ay	22	7,58*	1,28	7,32*	1,27	8,45	1,07	6,88	0,88
3. Ay	22	0,99	0,32	0,01	0,00	8,46	1,05	6,60	0,81
4. Ay	22	1,25	0,28	-0,52	-0,13	7,95	1,07	4,10	0,49
5. Ay	22	-2,74	-0,86	-5,07*	-1,56	2,88	0,43	-2,87	-0,40
6. Ay	22	3,29	0,81	1,32	0,32	4,20	0,57	-2,60	-0,33
7. Ay	22	-0,31	-0,13	-0,75	-0,33	3,45	0,44	-2,37	-0,25
8. Ay	22	-2,46	-1,09	-1,28	-0,64	2,17	0,26	-2,51	-0,24
9. Ay	22	-0,45	-0,17	0,12	0,05	2,29	0,24	2,37	0,17
10. Ay	22	-0,45	-0,16	-0,70	-0,28	1,58	0,14	6,70	0,37
11. Ay	22	1,62	0,45	-0,40	-0,13	1,19	0,10	6,19	0,34
12. Ay	22	-3,31*	-1,54	-3,64***	-2,35	-2,45	-0,20	0,98	0,06
13. Ay	22	-0,91	-0,54	-1,94*	-1,54	-4,39	-0,36	-2,84	-0,17
14. Ay	22	-4,11*	-1,31	-3,96*	-1,27	-8,35	-0,69	-6,60	-0,34
15. Ay	22	-4,37***	-2,43	-2,29**	-1,83	-10,64	-0,87	-7,96	-0,42
16. Ay	22	4,10*	1,28	2,69	0,88	-7,95	-0,62	-3,69	-0,17
17. Ay	22	1,00	0,40	0,46	0,18	-7,49	-0,56	-0,97	-0,04
18. Ay	22	-2,21	-1,10	-3,05**	-2,32	-10,54	-0,80	-5,97	-0,26
19. Ay	22	1,66	0,45	0,54	0,16	-10,00	-0,72	-6,51	-0,28
20. Ay	22	-2,04	-1,14	-3,99***	-2,80	-13,98	-1,04	-12,63	-0,60
21. Ay	22	0,46	0,32	-0,61	-0,38	-14,59	-1,09	-15,60	-0,81
22. Ay	22	-1,22	-0,44	-1,74	-0,65	-16,33*	-1,28	-21,57*	-1,49
23. Ay	22	-2,46	-0,86	-2,15	-0,75	-18,49*	-1,61	-29,15***	-3,07
24. Ay	22	1,14	0,40	1,32	0,44	-17,16*	-1,48	-29,33***	-3,26
25. Ay	22	-2,24	-0,73	-3,75*	-1,41	-20,92**	-1,92	-33,61***	-3,85
26. Ay	22	-1,96	-1,13	-2,79*	-1,55	-23,71**	-2,22	-34,75***	-3,76
27. Ay	22	-1,98	-1,04	-2,96*	-1,58	-26,66***	-2,62	-36,40***	-3,75
28. Ay	22	0,25	0,13	-0,52	-0,29	-27,18***	-2,59	-37,44***	-3,78
29. Ay	22	-1,48	-1,11	-1,21	-1,13	-28,39***	-2,63	-38,24***	-3,89
30. Ay	22	-1,46	-1,00	-2,05**	-1,73	-30,44***	-2,77	-39,44***	-4,04
31. Ay	22	2,99	0,64	0,73	0,17	-29,71***	-2,46	-40,89***	-4,02
32. Ay	22	0,37	0,24	-1,30	-1,01	-31,01***	-2,52	-42,74***	-4,13
33. Ay	22	-0,94	-0,78	-0,53	-0,47	-31,54***	-2,51	-43,15***	-4,08
34. Ay	22	-1,32	-1,02	-0,54	-0,40	-32,07***	-2,55	-42,64***	-3,90
35. Ay	22	0,58	0,33	0,98	0,52	-31,10***	-2,45	-39,25***	-3,02
36. Ay	22	3,16***	2,42	2,72*	1,54	-28,38**	-2,26	-36,04***	-2,45

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarrı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.45.'teki bulgulara göre; 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arz edilen sanayi sektörü firmalarının hisse senetlerinin ortalama getirilerinin 2. ay pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı, sonraki aylarda dalgalı bir seyir gözlenmiştir. Bu durumda 2010 yılında tekrar halka arz edilen hisse senetlerini alıp, ikinci ayın sonunda satmak mantıklı olacaktır. Ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getirilere bakıldığında genelde negatif değerler aldığı ve bu değerlerin 21. aydan itibaren istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arzı gerçekleştiren sanayi sektörü hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %28 - %36 arasında zarar ettiği görülmüştür.

- **2010-2014 Döneminde halka tekrar arz edilen mali sektör firmalarına ait hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 - 2014 yılında tekrar halka arz edilen mali sektör hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.46.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.46: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Mali Sektörde Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	14	-6,75**	-2,08	-5,25*	-1,57	-5,25*	-1,57	-5,25*	-1,57
2. Ay	14	-6,85***	-2,67	-5,23***	-2,62	-10,49**	-2,11	-9,91**	-2,16
3. Ay	14	-1,28	-0,56	-2,18	-1,18	-12,67**	-2,17	-11,54**	-2,23
4. Ay	14	0,79	0,22	0,53	0,13	-12,14*	-1,59	-11,15**	-1,71
5. Ay	14	-2,74	-0,80	-1,11	-0,31	-13,25*	-1,35	-11,29*	-1,29
6. Ay	14	-1,15	-0,64	-0,93	-0,59	-14,18*	-1,34	-11,92	-1,26
7. Ay	14	-5,82***	-2,56	-3,62**	-1,99	-17,80**	-1,70	-14,69*	-1,63
8. Ay	14	2,69	1,18	-0,22	-0,12	-18,02**	-1,70	-15,46**	-1,66
9. Ay	14	0,01	0,00	-1,09	-0,78	-19,11**	-1,89	-16,61**	-1,98
10. Ay	14	-0,81	-0,31	-1,23	-0,50	-20,34**	-1,90	-17,66**	-2,05
11. Ay	14	-1,92	-0,64	-1,32	-0,51	-21,67**	-1,75	-17,51**	-1,78
12. Ay	14	1,89	0,90	0,51	0,23	-21,15**	-1,67	-17,75**	-1,71
13. Ay	14	-1,92	-0,97	-3,17**	-1,86	-24,32**	-1,94	-19,57**	-2,17
14. Ay	14	0,90	0,27	1,54	0,41	-22,78**	-1,98	-19,26***	-2,38
15. Ay	14	-1,91	-0,97	-2,45	-1,14	-25,22**	-2,28	-20,70***	-2,68
16. Ay	14	-0,95	-0,37	-2,18	-0,89	-27,40**	-2,21	-21,01***	-2,35
17. Ay	14	-0,54	-0,36	-4,79***	-2,98	-32,19***	-2,45	-25,48***	-2,67
18. Ay	14	4,94	1,22	1,98	0,49	-30,21***	-2,40	-25,50***	-2,44
19. Ay	14	-1,19	-0,69	-3,03**	-1,75	-33,24***	-2,41	-27,27***	-2,46
20. Ay	14	-5,50**	-2,24	-4,68**	-1,86	-37,91***	-2,69	-30,43***	-3,08
21. Ay	14	-1,07	-0,47	-1,98	-0,89	-39,90***	-2,68	-31,23***	-2,94
22. Ay	14	-2,54	-0,99	-4,78*	-1,62	-44,68***	-2,78	-33,73***	-2,72
23. Ay	14	5,70*	1,47	0,96	0,25	-43,72***	-2,65	-34,99***	-2,51
24. Ay	14	2,88	0,94	3,09*	1,29	-40,63***	-2,40	-32,53**	-2,31
25. Ay	14	-2,10**	-1,95	-0,33	-0,21	-40,96***	-2,41	-31,90**	-2,29
26. Ay	14	-0,06	-0,03	-0,46	-0,18	-41,43**	-2,23	-30,54**	-1,91
27. Ay	14	0,98	0,44	-0,34	-0,14	-41,77**	-2,09	-28,37*	-1,56
28. Ay	14	3,65**	1,72	1,97	1,00	-39,80**	-1,99	-28,09*	-1,50
29. Ay	14	-2,21	-1,00	0,31	0,19	-39,49**	-1,92	-25,12*	-1,32
30. Ay	14	-2,99**	-2,19	-2,72*	-1,43	-42,21**	-2,03	-27,58*	-1,49
31. Ay	14	-8,97***	-2,56	-8,97***	-2,56	-49,86***	-2,53	-36,27***	-2,36
32. Ay	14	-6,41**	-2,10	-5,69**	-1,85	-55,55***	-2,89	-40,98***	-2,82
33. Ay	14	-0,21	-0,14	0,76	0,56	-54,79***	-2,80	-39,11***	-2,69
34. Ay	14	5,26**	1,68	4,22*	1,43	-50,57***	-2,44	-35,32**	-2,26
35. Ay	14	1,99	1,20	1,01	0,48	-49,56**	-2,29	-34,91**	-2,12
36. Ay	14	-1,47	-0,36	-3,16	-0,80	-52,72**	-2,27	-35,28**	-1,95

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.46.'daki bulgulara göre; 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arz edilen mali sektör firmalarının hisse senetlerinin ortalama getirilerinin genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı görülmüştür. Özellikle birikimli anormal getiriler ile bileşik getirilerde 36 ay boyunca negatif ve istatistiki açıdan anlamlı getiriler görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %35 - %53 aralığında zarar ettiği görülmüştür.

- **2010-2014 Döneminde halka tekrar arz edilen hizmetler sektörü firmalarına ait hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 - 2014 yılında tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.47.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.47: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Hizmetler Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	6	-1,41	-0,27	-5,10	-0,67	-5,10	-0,67	-5,10	-0,67
2. Ay	6	-4,66**	-1,85	-7,85**	-1,82	-12,94**	-1,81	-12,98**	-1,84
3. Ay	6	-1,08	-0,51	-0,30	-0,07	-13,24**	-1,84	-12,83**	-1,80
4. Ay	6	2,83	0,46	1,52	0,23	-11,73*	-1,30	-12,17*	-1,45
5. Ay	6	-1,44	-0,33	-2,43	-0,83	-14,15*	-1,30	-14,26*	-1,39
6. Ay	6	5,69*	1,55	3,60	1,03	-10,56	-0,83	-11,57	-0,91
7. Ay	6	9,68**	2,03	5,30	1,25	-5,25	-0,33	-6,41	-0,37
8. Ay	6	-3,88**	-2,10	-1,47	-0,68	-6,72	-0,44	-8,27	-0,53
9. Ay	6	-3,90**	-2,07	-3,75**	-1,98	-10,48	-0,63	-12,53	-0,75
10. Ay	6	-3,58**	-2,20	-5,37*	-1,59	-15,84	-0,93	-18,87	-1,12
11. Ay	6	-7,10**	-1,82	-7,38***	-2,45	-23,22	-1,19	-26,21*	-1,37
12. Ay	6	-2,92	-0,95	-4,14***	-5,23	-27,36*	-1,44	-28,83**	-1,71
13. Ay	6	3,24	0,96	0,45	0,12	-26,92*	-1,38	-27,35*	-1,51
14. Ay	6	-4,38***	-2,99	-2,47	-1,05	-29,38*	-1,54	-28,19*	-1,62
15. Ay	6	-2,61	-1,26	-5,68***	-3,43	-35,07**	-1,74	-33,65**	-1,87
16. Ay	6	5,11**	2,29	1,73	0,77	-33,34**	-1,68	-34,14**	-1,77
17. Ay	6	6,67*	1,32	5,70**	2,02	-27,64*	-1,36	-29,69*	-1,50
18. Ay	6	1,36	0,36	3,93	0,73	-23,71	-1,04	-22,31	-1,03
19. Ay	6	-2,76	-1,00	-0,08	-0,03	-23,79	-1,02	-20,96	-0,99
20. Ay	6	-0,25	-0,08	0,41	0,11	-23,38	-1,05	-20,50	-0,99
21. Ay	6	-2,64**	-1,74	-2,85*	-1,40	-26,23	-1,22	-21,84	-1,19
22. Ay	6	2,26	0,92	-2,76	-0,95	-28,99*	-1,28	-24,61*	-1,28
23. Ay	6	-0,10	-0,06	1,39	0,46	-27,61	-1,11	-21,60	-0,99
24. Ay	6	-0,30	-0,19	0,63	0,20	-26,97	-0,97	-19,54	-0,78
25. Ay	6	-2,10	-0,35	-3,68	-0,75	-30,65	-1,09	-24,73	-0,98
26. Ay	6	1,44	0,56	0,40	0,18	-30,25	-1,07	-23,19	-0,91
27. Ay	6	-7,64*	-1,51	-8,37**	-1,96	-38,62*	-1,51	-33,91*	-1,52
28. Ay	6	-7,23*	-1,30	-7,59**	-1,72	-46,21**	-1,79	-42,40**	-2,11
29. Ay	6	-4,08	-1,11	-3,27	-0,89	-49,49**	-1,89	-46,06**	-2,27
30. Ay	6	2,36	1,10	0,54	0,21	-48,94**	-1,80	-47,19**	-2,18
31. Ay	6	-1,00	-0,41	-5,75**	-2,20	-54,69**	-1,97	-53,21**	-2,32
32. Ay	6	-0,27	-0,18	-1,93	-0,84	-56,62**	-2,01	-54,91**	-2,29
33. Ay	6	-3,85**	-1,80	0,54	0,22	-56,08**	-2,05	-52,54**	-2,31
34. Ay	6	-1,72	-0,37	-0,58	-0,12	-56,65**	-1,84	-50,57**	-1,83
35. Ay	6	12,20	1,03	11,00	0,96	-45,66	-1,23	-35,93	-0,84
36. Ay	6	1,73	0,49	-0,81	-0,39	-46,47	-1,20	-31,26	-0,64

Not: n: gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.47.'deki bulgulara göre; 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arz edilen hizmetler sektörü firmalarının hisse senetlerinin ortalama getirilerinin genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı görülse de 36. ay itibariyle hesaplanan negatif getiriler istatistiksel açıdan tam olarak teyit edilememiştir. Bu durumda yatırımcının hisse senedini dönemsel halka arzdan alıp 36 ay boyunca elinde tuttuğu varsayımıyla H_0 hipotezini kabul etmek ve 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arzı gerçekleşen hizmetler sektörü hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar vermek mümkün olmayacaktır. Bu hisse senetlerini alıp, 7. ayın sonunda satmak rasyonel bir yatırım kararı olabilecektir. Ancak bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcının ortalama %50'nin üzerinde zarar ettiği görülmektedir.

- **2010-2014 Döneminde halka tekrar arz edilen inşaat sektörü firmalarına ait hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 - 2014 yılında tekrar halka arz edilen inşaat sektörü hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile evam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.48.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.48: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve İnşaat Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	3	-22,25**	-1,90	-22,14*	-1,62	-22,14*	-1,62	-22,14**	-1,62
2. Ay	3	-8,85***	-5,45	-8,13***	-2,98	-30,28**	-2,03	-28,71*	-2,04
3. Ay	3	-5,15*	-1,35	-3,96	-1,01	-34,24***	-3,11	-31,71***	-2,86
4. Ay	3	3,08	0,89	-1,01	-1,03	-35,25***	-3,26	-32,89***	-3,23
5. Ay	3	3,76	0,36	3,97	0,52	-31,27**	-1,94	-29,30**	-2,18
6. Ay	3	-5,78**	-1,73	-8,24***	-3,02	-39,51***	-2,89	-36,82***	-3,22
7. Ay	3	6,36**	1,67	1,76	0,49	-37,75**	-2,19	-36,64***	-2,55
8. Ay	3	-0,19	-0,07	-0,17	-0,23	-37,92**	-2,26	-37,49***	-2,48
9. Ay	3	-5,71***	-2,94	-2,73*	-1,51	-40,65***	-2,68	-38,53***	-2,92
10. Ay	3	-4,49	-1,09	-1,72	-0,63	-42,37***	-2,73	-38,38***	-3,14
11. Ay	3	-4,88	-0,52	-3,76	-0,99	-46,13***	-2,70	-40,22***	-3,03
12. Ay	3	-2,25*	-1,44	-5,80***	-2,46	-51,94***	-3,15	-44,99***	-3,66
13. Ay	3	-3,84*	-1,38	-4,31**	-1,68	-56,25***	-3,72	-47,67***	-4,79
14. Ay	3	-4,67**	-2,20	-1,37	-1,18	-57,62***	-3,59	-46,82***	-4,42
15. Ay	3	-6,24***	-3,06	-1,58	-0,65	-59,20***	-3,26	-44,80***	-4,14
16. Ay	3	-0,36	-0,12	-0,66	-0,45	-59,85***	-3,26	-44,92***	-4,55
17. Ay	3	8,78*	1,36	1,57	0,39	-58,29***	-4,02	-48,65***	-5,47
18. Ay	3	5,44	0,87	5,67*	1,32	-52,62***	-5,11	-46,69***	-5,81
19. Ay	3	-1,57	-0,34	1,64	0,62	-50,98***	-4,70	-43,93***	-6,41
20. Ay	3	-3,64*	-1,57	1,30	0,46	-49,69***	-4,06	-41,10***	-5,22
21. Ay	3	-4,29	-1,18	-4,81	-1,16	-54,50***	-4,99	-44,16***	-5,99
22. Ay	3	5,37**	2,29	-2,40*	-1,41	-56,90***	-5,61	-49,01***	-6,32
23. Ay	3	9,70***	5,62	5,67***	4,47	-51,23***	-5,02	-48,12***	-5,34
24. Ay	3	-5,36**	-1,67	-1,25	-0,20	-52,48***	-3,83	-46,29***	-4,38
25. Ay	3	-4,59***	-5,78	-3,78**	-1,70	-56,26***	-3,99	-48,19***	-4,49
26. Ay	3	-2,95***	-4,24	-5,03***	-9,22	-61,28***	-4,29	-51,77***	-4,91
27. Ay	3	4,62**	1,98	-1,02	-0,80	-62,31***	-4,77	-55,01***	-5,73
28. Ay	3	1,65	0,86	-2,71	-0,84	-65,02***	-4,63	-58,89***	-5,45
29. Ay	3	-0,79	-0,18	2,86	1,08	-62,15***	-4,10	-55,44***	-4,71
30. Ay	3	-0,38	-0,11	-0,34	-0,55	-62,50***	-4,27	-56,10***	-4,44
31. Ay	3	1,32	0,31	0,16	0,04	-62,33***	-5,27	-56,94***	-5,12
32. Ay	3	3,16*	1,49	3,16*	1,49	-63,51***	-4,47	-60,48***	-4,25
33. Ay	3	-4,01	-0,81	-1,96	-0,94	-65,48***	-4,86	-59,14***	-5,20
34. Ay	3	0,44	0,12	0,32	0,14	-65,16***	-4,75	-59,01***	-5,31
35. Ay	3	0,67	0,27	2,58	0,98	-62,59***	-5,33	-56,95***	-5,26
36. Ay	3	0,34	0,12	-2,38	-0,93	-64,97***	-4,60	-59,72***	-4,74

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.48.'deki bulgulara göre; 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arz edilen inşaat sektörü firmalarının hisse senetlerinin ortalama getirilerinin genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı görülmüştür. Özellikle birikimli anormal getiriler ve bileşik getirilerde 36 ay boyunca negatif ve istatistiki açıdan anlamlı getiriler tespit edilmiştir. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arzı gerçekleşen inşaat sektörü hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini alıp, 7. ayın sonunda satmak rasyonel bir yatırım kararı olarak gözükse de bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcıların ortalama %60'ın üzerinde zarar ettiği görülmektedir.

- **2010-2014 Döneminde halka tekrar arz edilen enerji sektörü firmalarına ait hisse senetlerinin ilk otuz altı aylık dönemdeki fiyat performansları**

Analizin bu bölümünde; 2010 - 2014 yılında tekrar halka arz edilen enerji sektörü hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihteki fiyatı ile devam eden 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler için hisse senedi ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Çizelge 7.49.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.49: 2010 - 2014 Döneminde Halka Tekrar Arz Edilen ve Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalara Ait Hisse Senetlerinin İlk Otuz Altı Aylık Dönemdeki Fiyat Performansları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	5	-0,93	-0,11	-0,39	-0,05	-0,39	-0,05	-0,39	-0,05
2. Ay	5	-0,94	-0,22	-4,69	-0,92	-5,07	-0,92	-5,68	-1,10
3. Ay	5	2,52*	1,47	1,10	0,29	-3,97	-0,54	-4,56	-0,65
4. Ay	5	-2,71	-0,79	-2,25	-0,85	-6,22	-0,99	-7,62	-1,24
5. Ay	5	-1,73	-0,50	-4,90*	-1,60	-11,12**	-1,89	-13,08**	-2,16
6. Ay	5	-13,77**	-1,77	-8,13**	-1,96	-19,25***	-3,02	-20,88***	-3,15
7. Ay	5	-0,50	-0,17	-3,38***	-2,45	-22,63***	-3,14	-24,16***	-3,18
8. Ay	5	10,33*	1,30	10,24*	1,59	-12,39	-1,04	-14,96*	-1,31
9. Ay	5	-1,73	-0,70	1,08	0,33	-11,31	-0,75	-12,54	-0,89
10. Ay	5	-1,47	-0,44	-2,02	-0,91	-13,34	-0,79	-13,99	-0,88
11. Ay	5	1,11	0,42	1,15	0,48	-12,18	-0,71	-11,78	-0,75
12. Ay	5	5,98	1,16	-1,02	-0,28	-13,21	-0,90	-15,00	-0,99
13. Ay	5	-7,43**	-1,73	-2,79	-0,79	-15,99*	-1,33	-17,63*	-1,60
14. Ay	5	-4,88**	-1,90	-2,56	-0,78	-18,55*	-1,49	-18,79**	-1,77
15. Ay	5	-4,86*	-1,44	-2,03	-0,91	-20,57**	-1,66	-20,02**	-2,10
16. Ay	5	-0,40	-0,09	-1,67*	-1,47	-22,25**	-1,85	-21,86***	-2,33
17. Ay	5	4,32***	2,56	-1,72	-0,87	-23,97**	-2,14	-24,62***	-2,82
18. Ay	5	-3,05	-0,95	-4,85**	-1,85	-28,83***	-2,47	-28,77***	-3,12
19. Ay	5	-6,00**	-1,90	-5,47***	-2,91	-34,30***	-2,57	-32,13***	-3,11
20. Ay	5	-7,56***	-3,33	-6,45***	-4,03	-40,75***	-3,13	-36,61***	-3,87
21. Ay	5	-2,91**	-1,85	-3,56**	-1,80	-44,31***	-3,30	-39,09***	-4,15
22. Ay	5	4,58***	1,01	-0,76	-0,25	-45,07***	-3,35	-42,16***	-4,17
23. Ay	5	5,58**	1,72	-1,19	-0,40	-46,26***	-3,24	-45,56***	-4,21
24. Ay	5	-1,17	-0,55	-0,99	-0,47	-47,25***	-3,07	-45,16***	-4,09
25. Ay	5	-0,83	-0,26	-3,59	-1,06	-50,84***	-2,96	-48,34***	-4,15
26. Ay	5	-0,77	-0,38	-1,74	-0,72	-52,59***	-2,74	-49,22***	-3,79
27. Ay	5	7,29*	1,41	4,58*	1,36	-48,00**	-2,32	-46,49***	-2,87
28. Ay	5	-1,61	-0,55	3,30	0,77	-44,70**	-1,94	-38,89**	-2,19
29. Ay	5	10,41	0,93	10,83	0,92	-33,86	-1,16	-26,28	-1,06
30. Ay	5	7,32	1,19	7,83**	1,71	-26,03	-0,84	-15,65	-0,50
31. Ay	5	-4,02	-1,07	-5,93*	-1,36	-31,96	-1,13	-26,78	-1,12
32. Ay	5	-1,18	-0,46	-4,92*	-1,61	-36,88*	-1,39	-34,25*	-1,54
33. Ay	5	6,26	0,91	7,45	1,11	-29,43*	-1,32	-32,24*	-1,54
34. Ay	5	-3,84*	-1,43	-1,04	-0,41	-30,48*	-1,42	-33,19**	-1,76
35. Ay	5	-0,06	-0,03	0,52	0,30	-29,95*	-1,36	-32,47**	-1,65
36. Ay	5	-0,98	-0,33	1,45	0,58	-28,50*	-1,28	-30,72*	-1,52

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. t- testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.49.'daki bulgulara göre; 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arz edilen enerji sektörü firmalarının hisse senetlerinin ortalama getirilerinin genel olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 2010 - 2014 döneminde tekrar halka arzı gerçekleşen enerji sektörü hisse senetleri için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bu hisse senetlerini alıp, 3. ayın sonunda satmak rasyonel bir yatırım kararı olabilir. Ama bu hisse senetlerini halka arzın gerçekleştiği tarihte alıp, 36 ay elinde tutan bir yatırımcıların ortalama %30'un üzerinde zarar ettiği görülmektedir.

7.4.4 Benzer firma (peer group) analizi

Çalışmanın bu bölümünde, 2010-2015 döneminde dönemsel olarak (tekrar) halka hisse senedi arz eden firmalara ait hisse senetleriyle, bu firmalara emsal (peer, akran, eş büyüklükte), fakat dönemsel olarak halka arz gerçekleştirilmemiş firmalara ait hisse senetlerinin uzun vadeli yani 36 aylık fiyat performansları karşılaştırılacaktır. Böylece, firmaların dönemsel olarak halka arz işlemi yapmalarının, hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkileri ortaya çıkarılmaya çalışılacaktır. Bu amaçla örnekleme yer alan firmaların peer grubu oluşturulurken; örnekleme yer alan firmalarla aynı sektörlerde yer alan ve yakın aktif büyüklüğü ve PD/DD çarpanına sahip firmalar seçilmiştir. Bu kapsamda 20 firma belirlenmiş olup, bu firmalara ait bilgiler Ek 2.'de sunulmuştur.

Burada peer grupta yer alan hisse senetlerinin, halka arzının gerçekleştiği tarihten itibaren ilk 36 aylık süreçte sağladığı ortalama ham getiriler, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getiriler, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler hesaplanmıştır. Bu amaçla hisse senetlerinin ay sonu kapanış fiyatları ve yine ay sonu BIST Ulusal 100 endeksi kapanış değerleri kullanılmıştır. Analizin bu aşamasında kullanılan hipotezler;
 $H_0: \bar{R}; \overline{AR}; \overline{CAR}; \overline{BHAR} \leq 0$ Ortalama Getirilere Göre Düşük Fiyat Performansı Olgusu Geçerlidir
 $H_1: \bar{R}; \overline{AR}; \overline{CAR}; \overline{BHAR} > 0$ Ortalama Getirilere Göre Düşük Fiyat Performansı Olgusu Geçerli Değildir

biçimindedir. Bu hipotezleri sınavabilmek için yine ortalama getiriler ve standart sapmalar kullanılarak *t* istatistikleri hesaplanmış ve elde edilen bulgular Çizelge 7.50.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.50: Peer Grup Analizi Sonuçları

Dönem	n	\bar{R}	t- ist.	\overline{AR}	t- ist.	\overline{CAR}	t- ist.	\overline{BHAR}	t- ist.
1. Ay	20	-6,09**	-1,72	-7,16**	-1,92	-7,16**	-1,96	-7,16**	-1,92
2. Ay	20	-1,33	-0,80	-1,15	-0,55	-8,42**	-1,83	-7,77**	-1,72
3. Ay	20	-1,41	-0,77	-0,45	-0,33	-8,87**	-1,98	-8,22**	-1,88
4. Ay	20	3,88*	1,37	3,66*	1,39	-5,21	-0,95	-4,49	-0,82
5. Ay	20	2,91*	1,32	1,15	0,64	-4,06	-0,70	-3,35	-0,55
6. Ay	20	2,63**	1,97	-1,46	-1,05	-5,52	-0,82	-4,07	-0,54
7. Ay	20	2,17	1,20	-0,09	-0,05	-5,61	-0,87	-4,95	-0,71
8. Ay	20	2,74	1,07	3,20*	1,30	-2,41	-0,35	-2,37	-0,34
9. Ay	20	2,02	1,17	2,96*	1,50	0,55	0,07	1,17	0,15
10. Ay	20	-1,78	-0,59	-1,30	-0,48	-0,75	-0,11	-1,54	-0,23
11. Ay	20	0,43	0,15	-1,36	-0,61	-2,11	-0,32	-2,90	-0,41
12. Ay	20	0,89	0,66	-0,30	-0,19	-2,41	-0,33	-2,15	-0,26
13. Ay	20	0,42	0,23	-0,70	-0,39	-3,11	-0,38	-1,43	-0,15
14. Ay	20	-2,11**	-1,70	-1,76*	-1,30	-4,86	-0,56	-2,59	-0,27
15. Ay	20	-0,97	-0,70	-0,39	-0,29	-5,25	-0,55	-2,26	-0,21
16. Ay	20	3,20**	2,12	0,96	0,68	-4,29	-0,43	-0,31	-0,03
17. Ay	20	2,94**	1,78	1,61	1,03	-2,69	-0,29	0,13	0,01
18. Ay	20	0,10	0,05	0,73	0,37	-1,96	-0,23	0,14	0,01
19. Ay	20	-0,29	-0,21	0,70	0,58	-1,26	-0,14	1,72	0,15
20. Ay	20	1,56	0,69	1,76	0,84	0,50	0,06	4,36	0,38
21. Ay	20	0,76	0,78	-0,79	-0,76	-0,29	-0,03	2,85	0,24
22. Ay	20	1,05	0,72	0,71	0,51	0,42	0,04	4,39	0,34
23. Ay	20	2,53	1,26	1,76	0,97	2,18	0,23	7,02	0,49
24. Ay	20	2,52*	1,43	3,32**	1,85	5,50	0,54	11,34	0,77
25. Ay	20	0,22	0,19	-0,10	-0,10	5,40	0,51	11,70	0,79
26. Ay	20	-0,21	-0,11	-0,84	-0,45	4,56	0,41	11,40	0,77
27. Ay	20	0,71	0,61	-1,29	-1,08	3,27	0,29	10,08	0,67
28. Ay	20	0,06	0,05	-0,65	-0,53	2,62	0,24	9,45	0,61
29. Ay	20	-1,65*	-1,47	-1,88*	-1,55	0,75	0,07	6,92	0,47
30. Ay	20	-0,46	-0,52	-1,61*	-1,36	-0,86	-0,08	5,60	0,37
31. Ay	20	2,80***	2,58	0,96	0,75	0,10	0,01	6,49	0,43
32. Ay	20	1,75	1,09	0,67	0,44	0,78	0,07	7,32	0,47
33. Ay	20	-0,55	-0,47	0,95	0,83	1,72	0,15	8,97	0,59
34. Ay	20	2,09	1,05	1,50	0,78	3,22	0,26	11,48	0,72
35. Ay	20	2,05	1,16	0,94	0,54	4,16	0,32	12,82	0,77
36. Ay	20	1,84	1,15	0,54	0,37	4,70	0,35	14,68	0,81

Not: n; gözlem sayısıdır. *, ** ve ***; sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir. *t*-testi için gerekli kritik değerler Tarı (2012: 500)'den alınmış olup, %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1,282; 1,645 ve 2,326'dır.

Çizelge 7.50'deki sonuçlara göre; ortalama ham getiriler ve ortalama anormal getiriler ilk ay, ortalama birikimli anormal getiriler ve ortalama bileşik getiriler ise ilk üç ay negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durumda H_0 hipotezleri ilk 3 aylık dönem için %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve peer grupta yer alan firmalar için düşük fiyat performansı olgusunun geçerli olduğu belirlenmiştir. Ortalama ham getirilere bakıldığında; 4, 5, 6, 16, 17, 24 ve 31. aylarda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler görülmektedir. Ortalama anormal getirilerde ise 4, 8, 9 ve 24. aylarda pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler yaşanmıştır. Söz konusu bu aylarda ham getiriler ve anormal getirilere ait H_0 hipotezleri reddedilebilir ve o aylarda yüksek fiyat performansı durumunun yaşandığı söylenebilir. Ancak elde edilen bu sonuçlar, birikimli anormal getiriler ve bileşik getiriler tarafından desteklenmemektedir.

Ana örnekleme de yer alan dönemsel olarak halka arz işlemi gerçekleştiren firmalarla, peer grupta yer alıp, dönemsel halka arz yapmayan firmalara ait uzun dönem fiyat performansı analiz sonuçları Çizelge 7.51.'de karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Çizelge 7.51: 2010-2014 Döneminde Dönemsel Olarak Halka Arz Yapıp Yapmamanın Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları Üzerindeki Etkileri

Dönem	Ana Grup				Peer Grup			
	\bar{R}	\overline{AR}	\overline{CAR}	\overline{BHAR}	\bar{R}	\overline{AR}	\overline{CAR}	\overline{BHAR}
1. Ay	-2,10	-2,95	-2,95	-2,95	-6,09**	-7,16**	-7,16**	-7,16**
2. Ay	0,23	-0,14	-3,09	-3,60	-1,33	-1,15	-8,42**	-7,77**
3. Ay	-0,11	-0,77	-3,86	-4,22	-1,41	-0,45	-8,87**	-8,22**
4. Ay	1,03	-0,18	-4,05	-5,51	3,88*	3,66*	-5,21	-4,49
5. Ay	-2,09	-3,09**	-7,13*	-9,20**	2,91*	1,15	-4,06	-3,35
6. Ay	0,08	-0,55	-7,69*	-10,17**	2,63**	-1,46	-5,52	-4,07
7. Ay	-0,27	-0,94	-8,63**	-10,54**	2,17	-0,09	-5,61	-4,95
8. Ay	0,23	0,21	-8,41*	-10,17**	2,74	3,20*	-2,41	-2,37
9. Ay	-1,18	-0,76	-9,17*	-8,68	2,02	2,96*	0,55	1,17
10. Ay	-1,27	-1,60	-10,77*	-7,96	-1,78	-1,30	-0,75	-1,54
11. Ay	-0,86	-1,54	-12,32**	-8,91	0,43	-1,36	-2,11	-2,90
12. Ay	-0,82	-2,41***	-14,72**	-12,19*	0,89	-0,30	-2,41	-2,15
13. Ay	-1,52*	-2,22***	-16,95***	-14,64**	0,42	-0,70	-3,11	-1,43
14. Ay	-2,85**	-1,94	-18,89***	-16,37**	-2,11**	-1,76*	-4,86	-2,59
15. Ay	-3,63***	-2,67***	-21,56***	-18,03**	-0,97	-0,39	-5,25	-2,26
16. Ay	2,09	0,58	-20,99***	-16,49*	3,20**	0,96	-4,29	-0,31
17. Ay	2,05*	-0,53	-21,52***	-16,50*	2,94**	1,61	-2,69	0,13
18. Ay	0,59	-0,46	-21,98***	-18,12**	0,10	0,73	-1,96	0,14
19. Ay	-0,63	-1,07	-23,05***	-18,86**	-0,29	0,70	-1,26	1,72
20. Ay	-3,44***	-3,58***	-26,63***	-22,66**	1,56	1,76	0,50	4,36
21. Ay	-0,96	-1,81**	-28,44***	-24,79***	0,76	-0,79	-0,29	2,85
22. Ay	-0,19	-2,66**	-31,10***	-29,05***	1,05	0,71	0,42	4,39
23. Ay	1,64	-0,29	-31,39***	-32,66***	2,53	1,76	2,18	7,02
24. Ay	0,83	1,35	-30,04***	-31,65***	2,52*	3,32**	5,50	11,34
25. Ay	-2,18*	-2,77**	-32,81***	-34,41***	0,22	-0,10	5,40	11,70
26. Ay	-0,96	-1,78*	-34,60***	-34,65***	-0,21	-0,84	4,56	11,40
27. Ay	-0,51	-2,00*	-36,60***	-35,98***	0,71	-1,29	3,27	10,08
28. Ay	0,20	-0,42	-37,02***	-36,85***	0,06	-0,65	2,62	9,45
29. Ay	-0,77	0,42	-36,60***	-35,34***	-1,65*	-1,88*	0,75	6,92
30. Ay	-0,49	-0,83	-37,44***	-35,67***	-0,46	-1,61*	-0,86	5,60
31. Ay	-1,64	-3,10*	-40,53***	-40,63***	2,80***	0,96	0,10	6,49
32. Ay	-1,59*	-2,96***	-43,49***	-43,93***	1,75	0,67	0,78	7,32
33. Ay	-0,55	0,67	-42,82***	-43,02***	-0,55	0,95	1,72	8,97
34. Ay	0,33	0,79	-42,03***	-41,58***	2,09	1,50	3,22	11,48
35. Ay	2,31*	2,24*	-39,79***	-38,02***	2,05	0,94	4,16	12,82
36. Ay	1,11	0,22	-39,57***	-36,14***	1,84	0,54	4,70	14,68

Not: Bu Çizelge da yer sorunu nedeniyle *t* istatistiklerine yer verilmemiş, elde edilen bulguların istatistiksel olarak anlamlılık düzeyleri yıldızlarla ifade edilmiştir. Analizlerin detayları için Çizelge 37 ve Çizelge 48'e bakılabilir. *, ** ve ***, sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Çizelge 7.51.'deki sonuçlar karşılaştırmalı olarak incelendiğinde; iki gruba ait hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları arasında önemli ölçüde farklılıkların olduğu görülmektedir. İlk üç aylık dönemde her iki gruptaki firmaların hisse senetleri de zarar ederken, ana gruptakilere ait sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır. Beşinci, sekizinci ve dokuzuncu aylarda ana gruptaki şirketlere ait hisse senetleri yatırımcılarına zarar ettirirken, peer gruptakiler kar sağlamıştır. Ana grupta yer alan hisse senetlerinin ortalama birikimli getirileri ve ortalama bileşik getirileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, peer gruptakilerin getirileri dalgalı ve istatistiksel olarak anlamsız değerler almıştır. Genel olarak peer group firmalarının uzun dönem hisse senedi performansının dönemsel halka arzı yapmış örneklerde yer alan firmaların hisse senedi performansından çok yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, dönemsel halka arzlarda uzun dönem düşük fiyat performansı anomalisini desteklemektedir. Bütün bu nedenlerle; dönemsel olarak halka arz yapılmasının, hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının önemli bir belirleyicisi olduğuna karar verilmiştir.

7.4.5 Hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının belirleyicileri

Analizin bu aşamasında; önceki analizlerde hesaplanan AR ve CAR değerleri bağımlı değişken yapıp, konuyla ilgili erişilebilen diğer veriler de açıklayıcı değişken olarak kullanılarak regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Bu analizlerde kullanılan değişkenler ve sınan hipotezler:

Halka Arz Fiyatı ($LnHAF$): Hisse senetlerinin halka arz edildiği fiyatları göstermektedir. Halka arz fiyatı yüksek olan hisse senetlerinin fiyat performansının düşük olması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedinin dönemsel halka arz fiyatının, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

H_1 : Hisse senedinin dönemsel halka arz fiyatının, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

Halka Arz Adedi (HAA): İlgili hisse senedinin, 2010 - 2015 döneminde kaçınıcı kez dönemsel halka arz edildiğini göstermektedir. Bu durumda sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedinin dönemsel halka arz yinelenme adedinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

H_1 : Hisse senedinin dönemsel halka arz yinelenme adedinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

Oynaklık (Volatilité: V): Hisse senetlerinin fiyatlarındaki oynaklık, fiyat performansının en önemli belirleyicilerinden olup, bu çalışmada oynaklık (Ölmez, 2010) izlenerek, ilgili dönemdeki hisse senedi getirilerin standart sapması ile temsil edilmiştir. Hisse senetlerinin fiyatlarındaki oynaklığın artmasının, hisse senedinin fiyat performansını olumsuz etkileyeceği beklenmektedir. Bu durumda sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedinin fiyat oynaklığının, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

H_1 : Hisse senedinin fiyat oynaklığının, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

Aktif (Varlıklar) Toplamı (LnASSET): Dönemsel olarak halka arz edilen firmaların varlıklarının toplamı olup, bu amaçla firmaların, halka dönemsel arz tarihinden önceki son yıl açıklamış olduğu, sahip olunan toplam aktif değeri kullanılmıştır. Analiz sonucunda değişen varyans sorununu önleyebilmek amacıyla, bu değişkenin doğal logaritması alınarak analizlere dâhil edilmiştir. Firma büyüklüğü arttığında, fiyat belirsizliğinin ve düşük fiyatlamanın azalması beklendiği için, bu değişkene ait katsayının pozitif işaretli çıkması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedi ihraç eden işletmenin aktif büyüklüğünün, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

H_1 : Hisse senedi ihraç eden işletmenin aktif büyüklüğünün, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

Halka Arz Metodu (KHAM): Hisse senedinin halka arzında kullanılan yöntemlerin, hisse senedinin fiyat performansına olan etkilerini ortaya

çıkarmak amacıyla, halka arz metodu, kukla değişkenle analize dâhil edilmiştir. Bu amaçla iki farklı kukla değişken oluşturulmuş olup, K_{HAM1} 'de; bedelli sermaye artırımını 1, tahsisli sermaye artırımını 0 olarak, K_{HAM2} 'deyse; bedelli sermaye artırımını 0, tahsisli sermaye artırımını 1 olarak alınmıştır. Bedelli sermaye artırımını ile firma sağladığı fonu yeni yatırımların finansmanında kullanılabilmektedir. Bu durum, piyasada firmanın orta vadede düzelen likiditesi için olumlu karşılanmaktadır. Bununla birlikte bedelli sermaye artırımını, hisse senedi seyrilmesi nedeniyle hisse başına düşen karın azalması anlamına gelmesi ve firmanın ihtiyaç duyduğu yatırımları finanse edecek fonu üretilmediği algısının uyandırdığından dolayı piyasada olumsuz karşılanabilmektedir. Analiz sonucunda K_{HAM1} değişkeni için beklenti, bu değişkene ait katsayının negatif işaretli çıkacağı yönündedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedi ihracının bedelli sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilmesinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

H_1 : Hisse senedi ihracının bedelli sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilmesinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

K_{HAM2} değişkeni için beklenti ise bu değişkene ait katsayının kısa dönem için negatif uzun dönem için pozitif işaretli çıkacağı yönündedir. Tahsisli sermaye artırımını mevcut ortakların rüçhan haklarının yani ön alım haklarının kısıtlanması demek olduğundan kısa vadede hisse senedi üzerinde negatif bir etki oluşturması beklenebilir. Ancak uzun vadede özellikle stratejik bir yatırımcıya, yabancı veya kurumsal bir yatırımcıya yönelik yapılan tahsisli sermaye artırımını firmanın finansal pozisyonu ile ilgili pozitif bir sinyal olduğundan orta ve uzun vadede hisse senedi fiyat performansına olumlu bir katkı yapması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedi ihracının tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilmesinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

H_1 : Hisse senedi ihracının tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilmesinin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

İşlem Hacmi (LnIH): Dönemsel olarak halka arzın gerçekleştiği tarihte, hisse senedinin alım satımıyla oluşan toplam ciroyu ifade etmektedir. Analiz sonucunda değişen varyans sorununu önleyebilmek amacıyla, bu değişkenin

doğal logaritması alınarak analizlerde kullanılmıştır. İşlem hacmi yüksek olan hisse senetlerinin fiyat performanslarının da yüksek olacağı değerlendirildiği için, analiz sonucunda bu değişkenin katsayısının pozitif işaretili çıkması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Hisse senedi işlem hacminin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

H_1 : Hisse senedi işlem hacminin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatifdir.

Fark (FARK): İşletmenin dönemsel halka arz işlemi sonucunda elde ettiği fon miktarı ile bu işlemle hedeflediği miktar arasındaki farkı göstermektedir. Bu farkın pozitif ve yüksek olması, firmanın bu işlemle ulaşmak istediği hedefi aştığını ifade etmekte olup, dönemsel halka arzın başarisının bir göstergesidir. Bu durumun, hisse senetlerinin fiyat performansını olumlu yönde etkileyeceği değerlendirildiği için analiz sonucunda bu değişkenin katsayısının pozitif işaretili çıkması beklenmektedir. Bu değer negatif veya sıfır da olabildiği için logaritması alınmamıştır. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : İşletmenin dönemsel halka arz işlemi sonucunda elde ettiği fon miktarı ile bu işlemle hedeflediği miktar arasındaki farkın, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatifdir.

H_1 : İşletmenin dönemsel halka arz işlemi sonucunda elde ettiği fon miktarı ile bu işlemle hedeflediği miktar arasındaki farkın, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

Kaldıraç Oranı Değişimi (KOD): Kaldıraç oranı; işletmelerin borçlarının, toplam aktiflerine bölünmesiyle hesaplanmakta olup, varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Kaldıraç oranı değişimi ise dönemsel halka arz işlemi öncesi ve sonrası arasındaki kaldıraç oranları farkını gösteren, yüzde değerdir. Firmanın kaldıraç oranının artması, firmanın öz kaynaklarının azalması anlamına gelmektedir ki bu durum firmanın artan finansal kırılganlığına işaret etmektedir. Ancak artan kaldıraç aynı zamanda borcun vergi avantajından yararlanarak hisse başsına düşen karın artış göstermesi anlamına gelmektedir. Analiz sonucunda bu değişkene ait

katsayının işaretinin pozitif olması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin kaldıraç oranındaki artışın, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

H_1 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin kaldıraç oranındaki artışın, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

Sermaye Artırım Oranı (SAO): İşletmenin dönemsel halka arz ile sermayesini artırma % oranını göstermektedir. Bu oranın yüksek olması, firmanın sermaye yapısının güçlendiği anlamına geldiği için, analiz sonucunda bu değişkene ait katsayının pozitif olması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin sermaye artırım oranındaki yükselişin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

H_1 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin sermaye artırım oranındaki yükselişin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PD/DD): Hisse senetlerinin piyasa değeri ile muhasebe değerini karşılaştırmak için kullanılan bu oran, şirket değerlemesinde kullanılan önemli bir çarpandır. Basitçe; hisse senedi fiyatının, hisse senedi başına düşen özkaynak miktarına bölünmesiyle elde edilebilen bu oranın düşük olması; firmanın, piyasada olması gerekenden düşük değerlendirildiğini ima etmektedir. Yani PD/DD oranı düşük olan firmalara yatırım yapıldığında, yüksek getiri elde edilmesi beklenir. Bu nedenle analiz sonucunda bu değişkenin katsayısının negatif işaretli çıkması beklenmektedir. Burada sınanacak hipotezler:

H_0 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin piyasa değeri defter değeri oranındaki yükselişin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi pozitifdir.

H_1 : Dönemsel olarak hisse senedi ihraç eden işletmenin piyasa değeri defter değeri oranındaki yükselişin, bu hisse senedinin fiyat performansına etkisi negatiftir.

7.4.5.1 Hisse senetlerinin ilk gün fiyat performanslarının belirleyicileri

İlk gün analizinde CAR değerleri olmadığı için sadece AR üzerinden gidilmiştir. Benzer şekilde ilk gün analizinde bir zaman boyutu olmadığı için, zaman içinde değişimin bir ölçüsü olan volatilité değişkeni de analizlere dahil edilmemiştir. İlk gün analizinde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Ek 3.'te sunulmuştur. İlk gün analizinde kullanılan ekonometrik modeller aşağıdadır:

$$\text{Model (1): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 HAF_i + e_i \quad (7.17)$$

$$\text{Model (2): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 HAA_i + e_i \quad (7.18)$$

$$\text{Model (3): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_i + e_i \quad (7.19)$$

$$\text{Model (4): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1}_i + e_i \quad (7.20)$$

$$\text{Model (5): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 \beta_1 K_{HAM2}_i + e_i \quad (7.21)$$

$$\text{Model (6): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 LnIH_i + e_i \quad (7.22)$$

$$\text{Model (7): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 FARK_i + e_i \quad (7.23)$$

$$\text{Model (8): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 KOD_i + e_i \quad (7.24)$$

$$\text{Model (9): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 SAO_i + e_i \quad (7.25)$$

$$\text{Model (10): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_i + e_i \quad (7.26)$$

Burada hipotezleri tek tek sınavabilmek için modeller tek açıklayıcı değişkenli olarak kurulmuştur. Analizin bu aşamasında zaman boyutu olmadığı için bu modeller cross-section (yatay kesti) analizi yöntemiyle tahmin edilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde yer alan analizler Eviews 9.0 programı yardımıyla gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular Çizelge 7.52.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.52: İlk Gün Fiyat Performansı Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişken	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)	Model (9)	Model (10)
HAF	0.05* [1.61]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HAA	-	8.43* [2.20]	-	-	-	-	-	-	-	-
LnASSET	-	-	-1.08 [-0.43]	-	-	-	-	-	-	-
K _{HAM1}	-	-	-	19.59** [2.90]	-	-	-	-	-	-
K _{HAM2}	-	-	-	-	19.59** [-2.90]	-	-	-	-	-
LnIH	-	-	-	-	-	0.65** [-2.64]	-	-	-	-
FARK	-	-	-	-	-	-	0.0005* [1.41]	-	-	-
KOD	-	-	-	-	-	-	-	0.07* [1.62]	-	-
SAO	-	-	-	-	-	-	-	-	0.007** [4.66]	-
PD/DD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.07** [-3.74]
Sabit Terim	-2.33* [-1.76]	-2.69 [0.55]	27.49 [0.62]	-10.98** [-1.67]	8.61*** [5.45]	8.42** [2.58]	-3.40** [-3.28]	0.42 [0.58]	-1.20** [-1.82]	2.19* [1.50]
R^2	0.03	0.05	0.07	0.09	0.09	0.08	0.03	0.03	0.22	0.25
\bar{R}^2	0.02	0.04	0.05	0.08	0.08	0.07	0.01	0.02	0.21	0.24
F	2.60 (0.11)	4.88 (0.03)	0.60 (0.43)	8.46 (0.00)	8.46 (0.00)	6.99 (0.00)	2.00 (0.16)	2.63 (0.10)	21.75 (0.00)	22.50 (0.00)
DW	2.00	2.01	2.13	2.11	2.11	2.39	1.97	2.16	2.27	2.27
χ^2_{BPG}	15.38 (0.00)	0.43 (0.50)	0.08 (0.76)	0.05 (0.80)	0.09 (0.76)	5.81 (0.01)	0.16 (0.68)	2.89 (0.08)	0.12 (0.72)	0.08 (0.77)

Not: *, ** ve ***; ilgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, t istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir. χ^2_{BPG} ; Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyans testi ne ait ki-kare test istatistiğidir ve parantez içindekiler de bu teste ait olasılık değerleridir.

R^2 ; Modelin belirlilik katsayısı olup, modelin genel olarak bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin yüzde kaçını açıklayabildiğini ölçmektedir. Yatay kesit analizlerinde R^2 genellikle düşük çıkmaktadır (Gujarati,2003:260) ve bu bir sorun teşkil etmemektedir. \bar{R}^2 ; düzeltilmiş R^2 , R^2 nin, modelde yer alan parametre sayısı ve zaman boyutu da dikkate alınarak düzeltilmiş halidir ve yorumu R^2 ile aynıdır. Bu çalışmada Model (9) ve Model (10) haricindekilerin

R2 değerleri biraz dūřuk olmakla birlikte, bu durumun yatay kesit analizlerinin doğasından kaynakladığı göz önünde bulundurulduğunda bir sorun teşkil etmeyeceği görölmektedir. F istatistiği; modelde yer alan bağımsız değişkenlerin topluca bağımlı değişkeni anlamlı bir şekilde açıklayıp açıklayamadığını ölçmeye yarar. Bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması beklenir. Bu çalışmada Model (1), (3), (7), (8) haricindekilerde F istatistiklerinin olasılık değeri bu şartı sağlamaktadır. Yani modeller güvenilirlerdir.

DW (Durbin-Watson) test istatistiği, modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığını inceler. Basitçe DW istatistiği 2 civarında olduğunda ilgili modelde otokorelasyon sorununun olmadığına karar verilir. Bu analizlerdeki modellerde otokorelasyon sorununun olmadığı görölmektedir. Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyans testi ne ait ki-kare test istatistiğidir ve parantez içindekiler de bu teste ait olasılık değerleridir. Bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması, ilgili modelde değişen varyans sorununun olmadığını göstermektedir. Model (1) ve Model (6) haricindeki modellerde değişen varyans sorunu yoktur. Genel olarak bulgulara bakıldığında tahmin sonuçlarının güvenilir olduğu söylenebilir.

Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının pozitif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işleminin artmasının, firmaların hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansına olan etkisinin pozitif olduğuna karar verilmiştir. Bu durumun, firmanın önceki halka arzlardan dolayı piyasada tanınırlığının ve firmaya olan güvenin artmış olmasından kaynaklanmış olabileceği değerlendirilmektedir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi reddedilememiş, ancak büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının negatif olduğu gözlenmiştir. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1

anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımı yöntemiyle yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir. Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir.

7.4.5.2 Hisse senetlerinin ilk üç günlük fiyat performanslarının belirleyicileri

Bu analizde bağımlı değişken olarak AR ve CAR değerleri kullanılmıştır. Bu analizde de zaman boyutu çok kısa olduğu için, zaman içinde değişimin bir ölçüsü olan volatilité değişkeni analizlere dahil edilmemiştir. İlk üç gün analizinde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Ek 4.'te sunulmuştur. İlk üç gün analizinde kullanılan ve AR'ın bağımlı değişken olduğu ekonometrik modeller aşağıdadır. Yine hipotezleri tek tek sınavabilmek için modeller tek açıklayıcı değişkenli olarak kurulmuştur.

$$\text{Model (1): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 HAF_i + e_i \quad (7.27)$$

$$\text{Model (2): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 HAA_i + e_i \quad (7.28)$$

$$\text{Model (3): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_i + e_i \quad (7.29)$$

$$\text{Model (4): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1}_i + e_i \quad (7.30)$$

$$\text{Model (5): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2}_i + e_i \quad (7.31)$$

$$\text{Model (6): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 LnIH_i + e_i \quad (7.32)$$

$$\text{Model (7): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 FARK_i + e_i \quad (7.33)$$

$$\text{Model (8): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 KOD_i + e_i \quad (7.34)$$

$$\text{Model (9): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 SAO_i + e_i \quad (7.35)$$

$$\text{Model (10): } AR_i = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_i + e_i \quad (7.36)$$

CAR'ın bağımlı değişken olduğu ekonometrik modeller ise:

$$\text{Model (1): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 HAF_i + e_i \quad (7.37)$$

$$\text{Model (2): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 HAA_i + e_i \quad (7.38)$$

$$\text{Model (3): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_i + e_i \quad (7.39)$$

$$\text{Model (4): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1}_i + e_i \quad (7.40)$$

$$\text{Model (5): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2}_i + e_i \quad (7.41)$$

$$\text{Model (6): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 LnIH_i + e_i \quad (7.42)$$

$$\text{Model (7): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 FARK_i + e_i \quad (7.43)$$

$$\text{Model (8): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 KOD_i + e_i \quad (7.44)$$

$$\text{Model (9): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 SAO_i + e_i \quad (7.45)$$

$$\text{Model (10): } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_i + e_i \quad (7.46)$$

Analizin bu aşamasında zaman boyutu olmadığı için bu modeller cross-section (yatay kesti) analizi yöntemiyle tahmin edilmiş ve bağımlı değişkenin AR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.53.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.53: İlk Üç Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR)

Değişken	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)	Model (9)	Model (10)
HAF	-0.88*** [-3.02]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HAA	-	-8.89*** [-2.66]	-	-	-	-	-	-	-	-
LnASSET	-	-	0.02* * [-1.71]	-	-	-	-	-	-	-
K _{HAM1}	-	-	-	16.43* * [1.33]	-	-	-	-	-	-
K _{HAM2}	-	-	-	-	-16.43* [-1.33]	-	-	-	-	-
LnIH	-	-	-	-	-	0.55** * [-3.36]	-	-	-	-
FARK	-	-	-	-	-	-	0.0001* * [1.45]	-	-	-
KOD	-	-	-	-	-	-	-	0.06* * [2.03]	-	-
SAO	-	-	-	-	-	-	-	-	0.007** * [8.38]	-
PD/DD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01** * [-4.40]
Sabit Terim	16.11** * [13.35]	22.88** * [5.39]	0.44* * [1.73]	-1.68 [-0.13]	14.75** * [12.78]	7.25** * [3.35]	- 0.77** * [-2.34]	0.48 [1.01]	-1.02*** [-2.88]	-0.63** [-1.77]
R ²	0.10	0.18	0.08	0.02	0.02	0.12	0.02	0.05	0.47	0.20
\bar{R}^2	0.09	0.15	0.05	0.009	0.009	0.11	0.01	0.03	0.47	0.19
F İstatistiği	9.15 (0.00)	7.07 (0.01)	2.95 (0.09)	1.78 (0.18)	1.78 (0.18)	11.30 (0.00)	2.11 (0.14)	4.15 (0.04)	70.31 (0.00)	19.42 (0.00)
DW	1.42	2.10	2.04	1.58	1.58	2.27	2.00	2.13	2.13	1.87
χ^2_{BPG}	0.01 (0.91)	10.63 (0.00)	3.38 (0.06)	6.03 (0.01)	0.33 (0.56)	5.73 (0.01)	0.007 (0.93)	5.24 (0.02)	5.60 (0.01)	0.55 (0.45)

Not: *, ** ve ***; İlgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, t istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir. χ^2_{BPG} ; Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyans testi ne ait ki-kare test istatistiğidir ve parantez içindekiler de bu teste ait olasılık değerleridir.

Çizelge 7.53'teki bulgulara göre; 4, 5, 7 ve 8. modellerde açıklıcılık düzeylerinin (R^2) düşük olduğu, ancak bunun Gujarati (2003:258-260)'a göre bir sorun oluşturmayacağı görülmektedir. F istatistiklerine ait olasılık değerlerinin 0.05'ten küçük olması, ilgili modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerin, bağımlı değişkeni anlamlı biçimde etkilediğini göstermektedir ki bu çalışmada 3, 4, 5 ve 7. Model haricindeki modellerde bu durum geçerlidir. DW istatistiğinin 2 civarında olması, ilgili modelde ardışık içsel bağıntı

(otokorelasyon) sorunun olmadığını gösterir ki bu modellerin tamamında bu durum geçerlidir. Model (2), Model (4), Model (6), Model (8) ve Model (9)'da değişen varyans sorununa işaret eden bulgular mevcuttur. Ama genel olarak değerlendirildiğinde bu modeller güvenilirlerdir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirlerdir.

Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansına olan etkisinin negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımını yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir.

Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir. Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık

düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Bağımlı değişkenin CAR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.54.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.54: İlk Üç Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

Değişken	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)	Model (9)	Model (10)
HAF	-1.86*** [-3.08]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HAA	-	-10.93* [-1.43]	-	-	-	-	-	-	-	-
LnASSET	-	-	-0.08* [-1.53]	-	-	-	-	-	-	-
K _{HAM1}	-	-	-	31.00* [2.01]	-	-	-	-	-	-
K _{HAM2}	-	-	-	-	-31.00** [-2.01]	-	-	-	-	-
LnIH	-	-	-	-	-	-1.21*** [-3.42]	-	-	-	-
FARK	-	-	-	-	-	-	0.0003** [10.26]	-	-	-
KOD	-	-	-	-	-	-	-	0.12* [1.89]	-	-
SAO	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01** [7.29]	-
PD/DD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.04** [5.37]
Sabit Terim	31.98** [12.92]	35.99** [3.81]	2.16* [1.86]	-6.16 [-0.40]	24.83** [9.27]	15.80** [3.41]	-3.64*** [-4.03]	1.00 [0.97]	- 2.01** *	-1.74** [-2.25]
R^2	0.11	0.06	0.09	0.04	0.04	0.13	0.57	0.04	0.40	0.27
\bar{R}^2	0.09	0.03	0.08	0.03	0.03	0.12	0.57	0.03	0.40	0.26
F	9.53	2.04	0.31	4.05	4.05	11.70	105.33	3.59	53.19	28.89
İstatistik i	(0.00)	(0.16)	(0.58)	(0.04)	(0.04)	(0.00)	(0.00)	(0.06)	(0.00)	(0.00)
DW	1.49	1.48	1.81	1.86	1.86	2.38	1.99	2.19	2.26	1.90
χ^2_{BPG}	0.07 (0.77)	12.05 (0.00)	4.60 (0.03)	0.46 (0.49)	0.01 (0.88)	5.81 (0.01)	0.00 (0.95)	5.08 (0.02)	3.07 (0.07)	3.10 (0.07)

Not: *, ** ve ***; ilgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, t istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir. χ^2_{BPG} ; Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyans testi ne ait ki-kare test istatistiğidir ve parantez içindekiler de bu teste ait olasılık değerleridir.

Çizelge 7.54'teki bulgulara göre; 4, 5, ve 8. modellerde açıklayıcılık düzeylerinin (R^2) düşük olduğu, ancak bunun Gujarati (2003:258-260)'a göre

bir sorun oluşturmayacağı görülmektedir. F istatistiklerine ait olasılık değerlerinin 0.05'ten küçük olması, ilgili modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerin, bağımlı değişkeni anlamlı biçimde etkilediğini göstermektedir ki bu çalışmada 2., 3. ve 8. Model haricindeki modellerde bu durum geçerlidir. DW istatistiğinin 2 civarında olması, ilgili modelde ardışık içsel bağıntı (otokorelasyon) sorunun olmadığını gösterir ki bu modellerin tamamında bu durum geçerlidir. Model (2), Model (3), Model (6) ve Model (8)'de değişen varyans sorununa işaret eden bulgular mevcuttur. Ama genel olarak değerlendirildiğinde bu modeller güvenilirdir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirdir.

Çizelge 7.54.'teki bulgulara göre Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansına olan etkisinin negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş, büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının negatif olduğu gözlenmiştir. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımını yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir. Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat

performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir.

7.4.5.3 Hisse senetlerinin ilk yedi günlük fiyat performanslarının belirleyicileri

Bu analizde bağımlı değişken olarak AR ve CAR değerleri kullanılmıştır. Bu analizde zaman boyutu yeterli olduğu için, zaman içinde değişimin bir ölçüsü olan volatilité değişkeni de analizlere dahil edilmiştir. Volatilité değişkeni; AR'ın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellerde AR'a ait standart sapma (V_{AR}), CAR'ın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellerde ise CAR'a ait standart sapma (V_{CAR}) olarak kullanılmıştır. İlk yedi gün analizinde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Ek 5.'te sunulmuştur. İlk yedi gün analizinde kullanılan ekonometrik modeller aşağıdadır. Yine hipotezleri tek tek sınavabilmek için modeller tek açıklayıcı değişkenli olarak kurulmuştur.

$$\text{Model (1): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAF_{it} + e_{it} \quad (7.47)$$

$$\text{Model (2): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAA_{it} + e_{it} \quad (7.48)$$

$$\text{Model (3): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_{it} + e_{it} \quad (7.49)$$

$$\text{Model (4): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1it} + e_{it} \quad (7.50)$$

$$\text{Model (5): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2it} + e_{it} \quad (7.51)$$

$$\text{Model (6): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnIH_{it} + e_{it} \quad (7.52)$$

$$\text{Model (7): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FARK_{it} + e_{it} \quad (7.53)$$

$$\text{Model (8): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 KOD_{it} + e_{it} \quad (7.54)$$

$$\text{Model (9): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SAO_{it} + e_{it} \quad (7.55)$$

$$\text{Model (10): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_{it} + e_{it} \quad (7.56)$$

$$\text{Model (11): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 V_AR_{it} + e_{it} \quad (7.57)$$

CAR'ın bağımlı değişken olduğu ekonometrik modeller ise:

$$\text{Model (1): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAF_{it} + e_{it} \quad (7.58)$$

$$\text{Model (2): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAA_{it} + e_{it} \quad (7.59)$$

$$\text{Model (3): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_{it} + e_{it} \quad (7.60)$$

$$\text{Model (4): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1it} + e_{it} \quad (7.61)$$

$$\text{Model (5): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2it} + e_{it} \quad (7.62)$$

$$\text{Model (6): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnIH_{it} + e_{it} \quad (7.63)$$

$$\text{Model (7): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FARK_{it} + e_{it} \quad (7.64)$$

$$\text{Model (8): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 KOD_{it} + e_{it} \quad (7.65)$$

$$\text{Model (9): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SAO_{it} + e_{it} \quad (7.66)$$

$$\text{Model (10): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_{it} + e_{it} \quad (7.67)$$

$$\text{Model (11): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 V_CAR_{it} + e_{it} \quad (7.68)$$

Analizin bu aşamasında zaman boyutu olduğu için bu modeller panel veri analizi yöntemiyle tahmin edilmiştir. Bu kapsamda önce serilerin durağanlık derecelerini ortaya çıkarabilmek için panel birim kök testi, sonra her bir modelde yer alan seriler arasında etkileşimin varlığını görebilmek açısından panel nedensellik testi, daha sonra serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini belirleyebilmek için panel eşbütünlük testi ve en son olarak da panel regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir.

Bu kapsamda ilk olarak panel birim testi yapılmış ve serilerin durağan olup olmadığı test edilmiştir.

Panel veri analizlerinde regresyon modellerinde yer alan serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi önem taşımaktadır. Çünkü sonraki aşamalarda kullanılacak nedensellik testi, eşbütünlük testi ve regresyon analizi tahmincilerinin seçimi buna göre yapılacaktır.

Bu çalışmada serilerin durağanlığı Im, Pesaran ve Shin (2003) (*IPS*) testiyle incelenmiştir. Bu testler aşağıdaki gibi bir modeli baz almaktadır:

$$\Delta Y_{i,t} = \delta_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \beta_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + X'_{i,t} \theta + \varepsilon_{i,t} \quad (7.69)$$

Burada p_i ; optimum gecikme uzunluğunu, $X'_{i,t}$; herhangi bir sabit etki veya bireysel trend bileşeni içeren dışsal değişkenleri ifade etmektedir.

Panel birim kök testlerinde, serinin t zamanındaki değerinin, $t-1$ dönemindeki değerinden ne ölçüde etkilendiği belirlenmeye çalışılmaktadır. Im, Pesaran ve Shin (2003) testinde birim kök parametresi olan δ_i 'lerin paneli oluşturan seriler arasında farklılık gösterebileceği kabul edilmiştir. Bu testin hipotezleri:

$H_0: |\delta_i| = 1$ yani paneli oluşturan seri durağan değildir.

$H_1: |\delta_i| < 1$ yani paneli oluşturan seri durağandır

Çalışmada *IPS* panel birim kök testi yapılmış ve elde edilen sonuçlar, Çizelge 7.55.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.55: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzye Değerleri		Birinci Farkları	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
AR	-1.62*	0.05	-10.77***	0.00
CAR	1.33	0.90	-4.79***	0.00
HAF	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
HAA	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
LnASSET	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
K _{HAM1}	Kukla değişkenlere birim kök testi yapılamamaktadır. Ancak seri 0 ve 1 şeklinde iki değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
K _{HAM2}	Kukla değişkenlere birim kök testi yapılamamaktadır. Ancak seri 0 ve 1 şeklinde iki değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
LnIH	0.19	0.57	-9.96***	0.00
FARK	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
KOD	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
SAO	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
PD/DD	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzye değerlerinde durağandır.			
V_AR	-0.87	0.19	-8.27***	0.00
V_CAR	3.13	0.99	-2.12**	0.01

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığı belirtmektedir. Serilerin düzye değerleri için yapılan testte sabit terimli ve trendli model, birinci farkları için yapılan testte ise sabitli model kullanılmıştır. İdeal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Çizelge 7.55'teki bulgulara göre; AR serisi %10 anlamlılık düzeyinde durağan olmakla birlikte, genel olarak serilerin hepsi düzye değerlerinde %1 veya %5 önem düzeyinde durağan olmayıp, birinci farkları alındığında durağan hale gelmiştir. Bu tür serilere $I(1)$ denir. Demek ki yedi günlük süreçte bile seriler

önemli ölçüde dalgalanmalar içermiştir. Bu durumda bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak regresyon analizleri sahte regresyon problemi içerebilecektir. O nedenle regresyon analizine geçmeden önce eşbütünleşme testinin de yapılması gereği doğmuştur.

Birim kök testlerinde durağan olmadığı tespit edilen seriler arasında etkileşimin varlığını ölçmek amacıyla panel nedensellik testi yapılmıştır.

Analize dâhil edilen seriler arasında bir etkileşimin var olup olmaması, kurulan regresyon modellerin doğruluğu açısından önemlidir (Göçer,2015:194-196). Bu nedenle ekonometrik modeller kurulmadan, seriler arasındaki nedensellik ilişkilerinin test edilmesinde fayda vardır. Bu çalışmada seriler arasında nedensellik ilişkilerinin varlığı; Granger (1969) tabanlı panel nedensellik testiyle incelenmiştir. Bu test, aşağıdaki denklem sistemi yardımıyla gerçekleştirilmektedir.

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^p \gamma_i Y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \beta_i X_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (7.70)$$

$$X_{it} = \theta_i + \sum_{k=1}^p \delta_i X_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \varphi_i Y_{i,t-k} \quad (7.71)$$

Burada p ; ideal (optimum) gecikme uzunluğudur. Denklem (71), X 'ten Y 'ye; Denklem (70) ise Y 'den X 'e doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını sınamaktadır. Granger (1969) nedensellik testinin hipotezleri:

$H_0: \beta_i = 0$ X 'ten Y 'ye doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur.

$H_0: \beta_i \neq 0$ X 'ten Y 'ye doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

Çalışmada Granger (1969) panel nedensellik testi yapılmış ve ulaşılan sonuçlar Çizelge 7.56.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.56: Panel Nedensellik Testi Sonuçları

<i>Model</i>	<i>H₀ Hipotezi</i>	<i>F-istatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
Model 6	<i>LnIH</i> → <i>AR</i>	6.46**	0.01
Model 11	<i>V_AR</i> → <i>AR</i>	0.00	0.99
Model 6	<i>LnIH</i> → <i>CAR</i>	2.68*	0.06
Model 11	<i>V_CAR</i> → <i>CAR</i>	0.67	0.41

Not: * ve ** sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden, ikinci değişkene doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. İdeal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Çizelge 7.56'daki sonuçlara göre; işlem hacmi ile anormal getiriler arasında %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi tespit edilirken, volatilité ile anormal getiriler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Düzeyde durağan olmayan serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini belirleyebilmek amacıyla panel eş bütünleşme testi uygulanmıştır.

Engle ve Granger (1987), durağan olmayan serilerle yapılacak analizlerin sahte regresyon problemi içerebileceğini ifade etmiş, ancak düzeyde durağan olmayan bu serilerin düzey değerleri ile yapılacak eşbütünleşme tahmini sonucunda elde edilen hata terimi serisinin durağan olması halinde, yapılacak regresyonun güvenilir olacağını belirtmiştir. Yani; düzeyde durağan olmayan seriler arasında eşbütünleşme çıkarsa, yapılacak eşbütünleşme katsayısı tahmin sonuçları güvenilir olacaktır, sahte regresyon problemi içermeyecektir (Tarı,2012:415).

Bu çalışmada seriler arasında eşbütünleşmenin varlığı, Pedroni (2004) testi ile incelenmiştir. Pedroni (2004) panel birim kök testi aşağıdaki denkleme dayanmaktadır:

$$y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_{1i} x_{1i,t} + \beta_{2i} x_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} x_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7.72)$$

Burada $t = 1, \dots, T; i = 1, \dots, N; m = 1, \dots, M$ şeklindedir. Bu testte y ve x 'in düzeyde durağan olmayıp, birinci farkları alındığında durağan hale gelen seriler olması gerekmektedir. Pedroni (2004) testi, Engle ve Granger (1987)

testinin mantığına dayanmaktadır. Yani x ve y serileri düzeyde durağan değilken, bu serilerle yapılacak regresyon analizinden elde edilen hata terimi serisinin durağan olup olmadığı sınıanmaktadır. Hata terimi serisi durağan olduğunda, serilerin eşbütünleşik olduğuna karar verilmektedir. Bunun için hata terimleri serisi AR(1) sürecine uygun biçimde açılarak yazıldığında;

$$\varepsilon_{it} = \rho_i \varepsilon_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (7.73)$$

Bu modelde otokorelasyon sorunuyla karşılaşılabileceği için modele bağımlı değişkenin farkının gecikmeli değerleri de açıklayıcı değişken olarak eklendiğinde;

$$\varepsilon_{it} = \rho_i \varepsilon_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \psi_{ij} \Delta \varepsilon_{i,t-j} + v_{i,t} \quad (7.74)$$

elde edilir. Pedroni panel eşbütünleşme testinin hipotezleri:

$H_0: |\rho_i| = 1$ yani seriler arasında eşbütünleşme yoktur

$H_1: |\rho_i| < 1$ yani seriler arasında eşbütünleşme vardır

şeklindedir. Pedroni (2004), paneli oluşturan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test edebilmek için, yedi farklı test istatistiği geliştirmiştir. Çalışmada Pedroni (2004) panel eşbütünleşme testi, her bir model için ayrı ayrı gerçekleştirilmiş ve elde edilen sonuçları Çizelge 7.57-7.60'de sunulmuştur.

Çizelge 7.57: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları
(Bağımlı Değişken AR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel ν istatistiği</i>	-1.40	0.91	-1.77	0.96
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-2.68***	0.00	-2.13**	0.01
<i>Panel t istatistiği</i>	-20.45***	0.00	-17.30***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-9.03***	0.00	-9.30***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	2.03	0.97	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-22.33***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-10.31***	0.00	-	-

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.57.'deki sonuçlara göre; işlem hacmi ile anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.58: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları
(Bağımlı Değişken AR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel ν istatistiği</i>	-0.17	0.57	-1.18	0.88
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-2.49***	0.00	-2.33***	0.00
<i>Panel t istatistiği</i>	-12.89***	0.00	-15.49***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-3.41***	0.00	-5.87***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	2.02	0.97	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-17.37***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-5.21***	0.00	-	-

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.58.'deki sonuçlara göre; volatilité ile anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünlük ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.59: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünlük Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel v istatistiği</i>	0.42	0.33	-0.87	0.81
<i>Panel ρ istatistiği</i>	1.39	0.91	1.37	0.91
<i>Panel t istatistiği</i>	-6.55***	0.00	-4.72***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-2.82***	0.00	-3.44***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	5.04	1.00	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-4.90***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-3.19***	0.00	-	-

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünlük ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.59'daki sonuçlara göre; işlem hacmi ile birikimli anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünlük ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.60: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel ν istatistiği</i>	0.96	0.16	-1.10	0.86
<i>Panel ρ istatistiği</i>	0.71	0.76	-0.35	0.35
<i>Panel t istatistiği</i>	-5.50***	0.00	-11.27***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-9.33***	0.00	-12.78***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	4.15	1.00	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-12.64***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-29.74***	0.00	-	-

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.60.'daki sonuçlara göre; işlem hacmi ile birikimli anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Düzye de durağan olmayan serilerin panel eş bütünleşme testi sonrasında uzun dönemde birlikte hareket ettikleri yani aralarında eş bütünleşme olduğu tespit edildiği için panel eş bütünleşme testi sonrasında modellerin tahmin edildiği regresyon analizine geçilecektir.

Analizin bu aşamasında regresyon analizleri, seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkilerinin varlığını göz önünde bulunduran ve kullandığı öncül ve gecikme değerleriyle tahmindeki otokorelasyon, değişen varyans ve içsellik sorunlarını önleyen Panel Dinamik En Küçük Kareler yöntemi (Panel Dynamic Ordinary Least Squares: PDOLS) yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişkenin AR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.61'de sunulmuştur.

Çizelge 7.61: İlk Yedi Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR)

Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11
<i>HAF</i>	0.21* [1.45]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>HAA</i>	-	0.24** [1.75]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>LnASSET</i>	-	-	0.016** [1.95]	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM1}</i>	-	-	-	0.29** [1.77]	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM2}</i>	-	-	-	-	-0.29** [-1.77]	-	-	-	-	-	-
<i>LnIH</i>	-	-	-	-	-	0.04*** [2.62]	-	-	-	-	-
<i>FARK</i>	-	-	-	-	-	-	-0.45*** [-3.80]	-	-	-	-
<i>KOD</i>	-	-	-	-	-	-	-	0.02** [1.65]	-	-	-
<i>SAO</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0.005*** [12.24]	-	-
<i>PD/DD</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.004* [-1.61]	-
<i>V_AR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.02* [-1.43]
<i>R²</i>	0.13	0.46	0.33	0.10	0.10	0.07	0.12	0.04	0.23	0.03	0.06
<i>R̄²</i>	0.13	0.46	0.33	0.09	0.09	0.07	0.12	0.04	0.23	0.03	0.06

Not: *, ** ve ***, ilgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, *t* istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir.

Çizelge 7.61'deki bulgulara göre; 6, 8, 10 ve 11. modellerde açıklayıcılık düzeylerinin (R^2) düşük olduğu, ancak bunun Gujarati (2003:258-260)'a göre bir sorun oluşturmayacağı görülmektedir. PDOLS yönteminde F testi ve DW testlerine yer verilmemektedir. Bu yöntemde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey - West yöntemiyle giderilmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirdir.

Çizelge 7.61'deki bulgulara göre Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarının pozitif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansına olan etkisinin pozitif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 önem düzeyinde reddedilmiş ve büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının pozitif olduğu görülmüştür. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir. Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırımı oranının yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.

Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (11) için yapılan analizde ise H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senedi fiyatlarında yaşanan oynaklığın, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Bağımlı değişkenin CAR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.62.'de sunulmuştur.



Çizelge 7.62: İlk Yedi Günlük Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

<i>Bağımsız Değişken</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>	<i>Model 7</i>	<i>Model 8</i>	<i>Model 9</i>	<i>Model 10</i>	<i>Model 11</i>
<i>HAF</i>	-0.02 [-1.11]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>HAA</i>	-	0.16* [1.57]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>LnASSET</i>	-	-	0.009* [1.37]	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM1}</i>	-	-	-	0.84** [1.76]	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM2}</i>	-	-	-	-	-0.84** [-1.76]	-	-	-	-	-	-
<i>LnIH</i>	-	-	-	-	-	3.23*** [5.78]	-	-	-	-	-
<i>FARK</i>	-	-	-	-	-	-	-2.19*** [-4.75]	-	-	-	-
<i>KOD</i>	-	-	-	-	-	-	-	0.15** [2.23]	-	-	-
<i>SAO</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0.001*** [12.62]	-	-
<i>PD/DD</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.06*** [-6.27]	-
<i>V_CAR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.02*** [2.38]
<i>R²</i>	0.19	0.66	0.11	0.10	0.10	0.82	0.27	0.02	0.40	0.14	0.31
<i>\bar{R}^2</i>	0.19	0.66	0.11	0.09	0.09	0.79	0.27	0.02	0.40	0.14	0.31

Not: *, ** ve ***, ilgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, *t* istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir.

Çizelge 7.62'deki bulgulara göre; 8. modelde açıklayıcılık düzeyinin (R^2) düşük olduğu, ancak bunun Gujarati (2003:258-260)'a göre bir sorun oluşturmayacağı görülmektedir. PDOLS yönteminde F testi ve DW testlerine yer verilmemektedir. Bu yöntemde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey - West yöntemiyle giderilmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirdir.

Çizelge 7.62.'deki bulgulara göre Model (1) için yapılan analizde; t istatistiği anlamsız çıktığı için H_0 hipotezi reddedilememiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansına olan etkisinin pozitif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 önem düzeyinde reddedilmiş ve büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının pozitif olduğu görülmüştür. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımını yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımını yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir. Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde,

ilgili hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (11) için yapılan analizde ise H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve hisse senedi fiyatlarında yaşanan oynaklığın, hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.

7.4.6 Hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının belirleyicileri

Bu analizde bağımlı değişken olarak AR ve CAR değerleri kullanılmıştır. Bu analizde de zaman boyutu yeterli olduğu için, zaman içinde değişimin bir ölçüsü olan volatilité değişkeni analizlere dahil edilmiştir. Volatilité değişkeni; AR'ın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellerde AR'a ait standart sapma (V_AR), CAR'ın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellerde ise CAR'a ait standart sapma (V_CAR) olarak kullanılmıştır. İlk 36 aylık analizde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Ek 6.'da sunulmuştur. İlk 36 aylık analizde kullanılan ekonometrik modeller aşağıdadır. Yine hipotezleri tek tek sınavabilmek için modeller tek açıklayıcı değişkenli olarak kurulmuştur.

$$\text{Model (1): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAF_{it} + e_{it} \quad (7.75)$$

$$\text{Model (2): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAA_{it} + e_{it} \quad (7.76)$$

$$\text{Model (3): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_{it} + e_{it} \quad (7.77)$$

$$\text{Model (4): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1it} + e_{it} \quad (7.78)$$

$$\text{Model (5): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2it} + e_{it} \quad (7.79)$$

$$\text{Model (6): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnIH_{it} + e_{it} \quad (7.80)$$

$$\text{Model (7): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FARK_{it} + e_{it} \quad (7.81)$$

$$\text{Model (8): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 KOD_{it} + e_{it} \quad (7.82)$$

$$\text{Model (9): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SAO_{it} + e_{it} \quad (7.83)$$

$$\text{Model (10): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_{it} + e_{it} \quad (7.84)$$

$$\text{Model (11): } AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 V_AR_{it} + e_{it} \quad (7.85)$$

CAR'ın bağımlı değişken olduğu ekonometrik modeller ise:

$$\text{Model (1): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAF_{it} + e_{it} \quad (7.86)$$

$$\text{Model (2): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAA_{it} + e_{it} \quad (7.87)$$

$$\text{Model (3): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnASSET_{it} + e_{it} \quad (7.88)$$

$$\text{Model (4): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM1it} + e_{it} \quad (7.89)$$

$$\text{Model (5): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 K_{HAM2it} + e_{it} \quad (7.90)$$

$$\text{Model (6): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnIH_{it} + e_{it} \quad (7.91)$$

$$\text{Model (7): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FARK_{it} + e_{it} \quad (7.92)$$

$$\text{Model (8): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 KOD_{it} + e_{it} \quad (7.93)$$

$$\text{Model (9): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SAO_{it} + e_{it} \quad (7.94)$$

$$\text{Model (10): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD/DD_{it} + e_{it} \quad (7.95)$$

$$\text{Model (11): } CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 V_CAR_{it} + e_{it} \quad (7.96)$$

Analizin bu aşamasında zaman boyutu yeterli olduğu için bu modeller yine panel veri analizi yöntemiyle tahmin edilmiştir. Bu kapsamda önce serilerin durağanlık derecelerini ortaya çıkarabilmek için panel birim kök testi, sonra her bir modelde yer alan seriler arasında etkileşimin varlığını görebilmek açısından panel nedensellik testi, daha sonra serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini belirleyebilmek için panel eşbütünleşme testi ve en son olarak da panel regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir.

Bu kapsamda ilk olarak panel birim testi yapılmış ve serileri durağan olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışmada serilerin durağanlığı yine *IPS* yöntemiyle test edilmiş ve elde edilen sonuçlar, Çizelge 7.63.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.63: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

<i>Değişken</i>	<i>Düzey Değerleri</i>		<i>Birinci Farkları</i>	
	<i>Test İstatistiği</i>	Olasılık Değeri	<i>Test İstatistiği</i>	Olasılık Değeri
<i>AR</i>	-1.12	0.13	-45.27***	0.00
<i>CAR</i>	0.25	0.60	-27.99***	0.00
<i>HAF</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>HAA</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			

Çizelge 7.63: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

<i>Değişken</i>	<i>Düzey Değerleri</i>		<i>Birinci Farkları</i>	
	<i>Test İstatistiği</i>	Olasılık Değeri	<i>Test İstatistiği</i>	Olasılık Değeri
<i>LnASSET</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>K_{HAM1}</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>K_{HAM2}</i>	Kukla değişkenlere birim kök testi yapılamamaktadır. Ancak seri 0 ve 1 şeklinde iki değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>LnIH</i>	-1.27	0.10	-17.95***	0.00
<i>FARK</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>KOD</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>SAO</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>PD/DD</i>	Analiz dönemi boyunca aynı değerleri aldığı için birim kök testi yapılamamaktadır, ancak seri sabit değerlerden oluştuğu için düzey değerlerinde durağandır.			
<i>V_AR</i>	1.40	0.92	-22.59***	0.00
<i>V_CAR</i>	2.62	0.99	-30.09***	0.00

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığı belirtmektedir. Serilerin düzey değerleri için yapılan testte sabit terimli ve trendli model, birinci farkları için yapılan testte ise sabitli model kullanılmıştır. İdeal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Çizelge 7.63.'teki bulgulara göre; bütün seriler düzeyinde durağan olmayıp, %1 anlamlılık düzeyinde birinci farkta durağandır. Yani $I(1)$ 'dir. Demek ki 36 aylık süreçte seriler önemli ölçüde dalgalanmalar içermiştir. Bu durumda bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak regresyon analizleri sahte regresyon problemi içerebilecektir. O nedenle regresyon analizine geçmeden önce eşbütünleşme testinin de yapılması gerekmektedir.

Birim kök testlerinde durağan olmadığı tespit edilen seriler arasında etkileşimin varlığını ölçmek amacıyla panel nedensellik testi yapılmıştır.

Çalışmada seriler arasında nedensellik ilişkilerinin varlığı Granger (1969) panel nedensellik testi ile incelenmiş ve ulaşılan sonuçlar Çizelge 7.64.'te sunulmuştur.

Çizelge 7.64: Panel Nedensellik Testi Sonuçları

<i>Model</i>	<i>H₀ Hipotezi</i>	<i>F-istatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
Model 6	<i>LnIH → AR</i>	3.29**	0.03
Model 11	<i>V_AR → AR</i>	1.69	0.18
Model 6	<i>LnIH → CAR</i>	4.32**	0.01
Model 11	<i>V_CAR → CAR</i>	1.12	0.12

Not: **; Birinci değişkenden ikinci değişkene doğru %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. İdeal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Çizelge 7.64'teki sonuçlara göre; işlem hacmi ile anormal getiriler arasında ve birikimli anormal getiriler arasında %5 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkileri tespit edilirken, volatilité ile anormal getiriler ve birikimli anormal getiriler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Düzeyde durağan olmayan serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini belirleyebilmek amacıyla panel eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Çalışmanın bu aşamasında da seriler arasında eşbütünleşme ilişkilerinin varlığı, her bir model için ayrı ayrı Pedroni (2004) yöntemiyle araştırılmış ve elde edilen sonuçları Çizelge 7.65.-7.68.'de sunulmuştur.

Çizelge 7.65: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel v istatistiği</i>	0.47	0.31	-1.25	0.89
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-9.92***	0.00	-11.76***	0.00
<i>Panel t istatistiği</i>	-9.26***	0.00	-11.04***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-9.01***	0.00	-10.88***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	-7.14***	0.00	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-9.05***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-8.47***	0.00	-	-

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.65.'teki sonuçlara göre; işlem hacmi ile anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde

birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.66: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel ν istatistiği</i>	4.36***	0.00	-1.13	0.87
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-28.75***	0.00	-25.34***	0.00
<i>Panel t istatistiği</i>	-26.60***	0.00	-24.16***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-26.58***	0.00	-24.69***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	-22.45***	0.97	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-31.92***	0.00	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-29.86***	0.00	-	-

Not: ***, %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.66.'daki sonuçlara göre; volatilité ile anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.67: Model (6) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel v istatistiği</i>	0.003	0.49	-1.35	0.91
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-2.49***	0.00	-2.19**	0.01
<i>Panel t istatistiği</i>	-3.45***	0.00	-3.29***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-3.66***	0.00	-3.83***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	0.25	0.60	-	-
<i>Grup t istatistiği</i>	-1.89***	0.02	-	-
<i>Grup ADF istatistiği</i>	-2.47***	0.00	-	-

Not: ** ve ***; sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.67.'deki sonuçlara göre; işlem hacmi ile birikimli anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Çizelge 7.68: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	<i>Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>Panel v istatistiği</i>	2.73***	0.00	2.59	0.00
<i>Panel ρ istatistiği</i>	-2.49***	0.76	-3.00***	0.00
<i>Panel t istatistiği</i>	-2.98***	0.00	-3.25***	0.00
<i>Panel ADF istatistiği</i>	-3.39***	0.00	-3.83***	0.00
<i>Grup ρ istatistiği</i>	-0.30	0.37	-	-

Çizelge 7.68: Model (11) İçin Yapılan Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları
(Bağımlı Değişken CAR)

	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Ağırlıklandırılmış Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Grup <i>t</i> istatistiği	-1.70**	0.04	-	-
Grup <i>ADF</i> istatistiği	-3.15***	0.00	-	-

Not: ** ve ***, sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Çizelge 7.68.'deki sonuçlara göre; işlem hacmi ile birikimli anormal getiriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir ve bu serilerin düzey değerleriyle yapılacak model tahminleri, sahte regresyon problemi içermeyecektir.

Düzeyde durağan olmayan serilerin panel eş bütünleşme testi sonrasında uzun dönemde birlikte hareket ettikleri yani aralarında eş bütünleşme olduğu tespit edildiği için panel eş bütünleşme testi sonrasında modellerin tahmin edildiği regresyon analizine geçilecektir.

Analizin bu aşamasında regresyon analizleri, PDOLS yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişkenin AR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.69.'da sunulmuştur.

Çizelge 7.69: İlk 36 Aylık Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken AR)

Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11
<i>HAF</i>	-0.84*** [-3.30]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>HAA</i>	-	-1.08*** [-3.89]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>LnASSET</i>	-	-	-0.05*** [-3.77]	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM1}</i>	-	-	-	-0.87*** [-2.90]	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM2}</i>	-	-	-	-	0.87*** [2.90]	-	-	-	-	-	-
<i>LnIH</i>	-	-	-	-	-	0.48* [1.56]	-	-	-	-	-
<i>FARK</i>	-	-	-	-	-	-	-0.45* [-1.48]	-	-	-	-
<i>KOD</i>	-	-	-	-	-	-	-	0.02* [1.27]	-	-	-
<i>SAO</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.04*** [-2.94]	-	-
<i>PD/DD</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.002*** [-2.43]	-
<i>V_AR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.09*** [-3.60]
<i>R²</i>	0.10	0.06	0.36	0.10	0.10	0.21	0.09	0.08	0.48	0.05	0.10
<i>R̄²</i>	0.10	0.06	0.36	0.09	0.09	0.15	0.09	0.08	0.48	0.05	0.10

Not: * ve ***; ilgili parametrenin sırasıyla %10 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, *t* istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir

Çizelge 7.69.'daki bulgulara göre; 2, 8 ve 10. modelin açıklayıcılık düzeyi (R^2) düşüktür. Ancak Gujarati (2003:258-260)'a göre bu durum bir sorun oluşturmayacaktır. PDOLS yönteminde F testi ve DW testleri rapor edilmemektedir. Ancak bu yöntemde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey - West yöntemiyle giderilmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirdir.

Çizelge 7.69.'daki bulgulara göre Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansına olan etkisinin negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 önem düzeyinde reddedilememiş ve büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının negatif olduğu görülmüştür. Bu sonuç, günlük hayattan da bildiğimiz bir durumdur. Büyük firmaların hisse senetleri genellikle ani çöküş veya yükseliş göstermeyip, bu hisse senetlerinin fiyatlarında çoğunlukla küçük hareketler gözlenmektedir. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir.

Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun, firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir.

Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat

performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (11) için yapılan analizde ise H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senedi fiyatlarında yaşanan oynaklığın, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Bağımlı değişkenin CAR olduğu modellere ilişkin sonuçlar Çizelge 7.70.'te sunulmuştur.



Çizelge 7.70: İlk 36 Aylık Fiyat Performansı Analizi Sonuçları (Bağımlı Değişken CAR)

<i>Değişken</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>	<i>Model 4</i>	<i>Model 5</i>	<i>Model 6</i>	<i>Model 7</i>	<i>Model 8</i>	<i>Model 9</i>	<i>Model 10</i>	<i>Model 11</i>
<i>HAF</i>	-3.29*** [-6.68]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>HAA</i>	-	-23.37*** [-18.25]	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>LnASSET</i>	-	-	-1.25*** [-9.90]	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM1}</i>	-	-	-	-17.97*** [-6.76]	-	-	-	-	-	-	-
<i>K_{HAM2}</i>	-	-	-	-	17.97*** [6.76]	-	-	-	-	-	-
<i>LnIH</i>	-	-	-	-	-	10.46*** [6.19]	-	-	-	-	-
<i>FARK</i>	-	-	-	-	-	-	-1.03** [-1.75]	-	-	-	-
<i>KOD</i>	-	-	-	-	-	-	-	0.77*** [3.82]	-	-	-
<i>SAO</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.01*** [-6.95]	-	-
<i>PD/DD</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.38*** [-3.92]	-
<i>V_CAR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.49*** [-10.88]
<i>R²</i>	0.09	0.17	0.03	0.09	0.09	0.76	0.19	0.16	0.18	0.16	0.37
<i>\bar{R}^2</i>	0.09	0.17	0.03	0.09	0.09	0.73	0.19	0.16	0.18	0.16	0.37

Not: *, ** ve ***; ilgili parametrenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindekiler, *t* istatistikleri, normal parantez içindekiler olasılık değeridir.

Çizelge 7.70.'deki bulgulara göre; 1, 3, 4 ve 5. modelin açıklayıcılık düzeyinin (R^2) düşüktür. Ancak Gujarati (2003:258-260)'a göre bu durum bir sorun oluşturmayacaktır. PDOLS yönteminde F testi ve DW testleri rapor edilmemektedir. Ancak bu yöntemde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey - West yöntemiyle giderilmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar genel olarak güvenilirdir.

Çizelge 7.70.'deki bulgulara göre Model (1) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve halka arz fiyatı yüksek olan firmalara ait hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (2) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemi adedinin artmasının, firmaların hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansına olan etkisinin negatif olduğuna karar verilmiştir. Model (3) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 önem düzeyinde reddedilememiş ve büyük firmalara ait hisse senetlerinin fiyat performansının negatif olduğu görülmüştür. Bu sonuç, günlük hayattan da bildiğimiz bir durumdur. Büyük firmaların hisse senetleri genellikle ani çöküş veya yükseliş göstermeyip, küçük hareketlerin gözlendiği bilinmektedir. Model (4) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin bedelli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumsuz karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını negatif etkilediği belirlenmiştir.

Model (5) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve dönemsel halka arz işlemlerinin tahsisli sermaye artırımı yöntemi ile yapılmasının, piyasada olumlu karşılandığı ve bu durumun firmanın hisse senedinin fiyat performansını pozitif etkilediği belirlenmiştir.

Model (6) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve hisse senediyle ilgili gerçekleşen işlem hacminin yüksek olmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (7) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (8) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda kaldıraç oranının artmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumlu

yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (9) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememiş ve firmanın, dönemsel hisse senedi arzı sonucunda sermaye artırım oranının yüksek olmasının, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (10) için yapılan analizde; H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve firmanın, piyasa değerinin defter değerine oranının yükselmesinin, teorik beklentiyle uyumlu bir şekilde, ilgili hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Model (11) için yapılan analizde ise H_0 hipotezi %1 reddedilmiş ve hisse senedi fiyatlarında yaşanan oynaklığın, hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz yönde etkilediği ortaya çıkmıştır.

7.5 Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Anomalileri ve Belirleyici Faktörlerine İlişkin Yapılan Analizlerin Sonuçları

Yapılan analiz sonucunda kısa dönem düşük fiyatlama olgusunun Borsa İstanbul'da incelenen örneklem ve analiz dönemi için tam olarak teyit edilemediği sonucuna varılmıştır. Düşük fiyatlama olgusunun yapılan analizlerde sadece ihraçtan sonraki ilk 7 günlük dönem için yapılan testlerde ve ortalama anormal getiri için söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Hisseyi ihraçtan alan yatırımcının ortalama anormal getirisi %0,77 olarak hesaplanmıştır ve bu değer istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu bilgiye dayanarak düşük fiyatlama olgusunun varlığı kabul edilebilir ancak ilk gün ve ilk 3 gün getirilerinde yatırımcının artık getiri elde ettiği bulgusuna rastlanmamıştır. Yapılan analizlerde yatırımcının ilk gün getirisinin negatif olduğu tespit edilmiş, 3. gün sonu itibariyle kümülatif ve bileşik anormal getirinin pozitif olduğu ancak istatistiki açıdan anlamsız olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle ilk gün ve ilk 3 günlük dönemde yatırımcıların dönemsel halka arzlardan hisse senedi alarak anormal getiri elde edeceği olgusu tam olarak teyit edilememiş olmaktadır. Bu durumda yatırımcıların hisse senedini dönemsel ihraçtan alarak kar elde edebilmesi için hisse senetlerini ihraç tarihinden itibaren 7 gün boyunca elinde tutması gerekecektir.

Çalışmaya yıl bazlı bakıldığında ise; sadece 2015 ve 2011 yıllarında düşük fiyatlama olgusuna rastlandığı belirtilebilir. 2015 yılındaki ihraçlarda hisse senetlerini ihraçtan alan yatırımcının ilk gün için yapılan testte ortalama anormal getirisi, ilk 3 günlük dönem için yapılan testte kümülatif anormal getirisi ve 7 günlük dönem için yapılan testte ise ortalama anormal getirisinin pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Bir başka ifadeyle 2015 yılındaki ihraçlarda kısa dönemin tüm zaman dilimlerinde düşük fiyatlama olgusuna rastlanıldığı ifade edilebilir. Hisseyi ihraçtan alan yatırımcının 7. gün sonu itibariyle piyasadan %2,64 daha fazla getiri elde edeceği tespit edilmiştir. 2011 yılı için yapılan analizde sadece ihraçtan sonraki ilk 7 günlük dönemde yatırımcının ortalama anormal getiri elde ettiği tespit edilmiştir. 2011 yılında gerçekleştirilen dönemsel halka arzdan hisse senedi alan yatırımcının 7. gün sonu itibariyle piyasadan yaklaşık %2 daha fazla getiri elde ettiği tespit edilmiştir. 2010 ve 2012 yıllarında yapılan dönemsel halka arzlarda ise yüksek fiyatlama olgusu teyit edilmiş bu halka arzlardan hisse senedi alan yatırımcının ilk 7 günlük sürenin sonunda negatif getiri elde ettiği belirlenmiştir. 2013 yılında yapılan dönemsel halka arzlar için düşük fiyatlama olgusu tam olarak teyit edilememiştir.

Çalışmaya sektör bazlı bakıldığında ise; analiz dönemi boyunca yapılan analizlerde uluslararası literatüre uyumlu bir şekilde, sanayi sektöründe yer alan 34 dönemsel halka arzda tüm dönemler için düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir. Sanayi sektörü haricinde analizde dikkate alınan diğer tüm sektörlerde düşük fiyatlama olgusuna rastlanmamıştır. Hatta inşaat sektöründeki halka arzlarda ilk 7 günlük getirilere, enerji sektöründeki halka arzlarda ilk gün ve ilk 3 günlük getirilere ve hizmetler sektöründeki halka arzlarda ilk gün getirilere bakıldığında yüksek değerlendirme olgusunun varlığı tespit edilmiştir. Bu sektörlerde yer alan dönemsel halka arzlardan hisse senedi alan yatırımcının 7. gün sonu itibariyle negatif getiri elde edeceği tespit edilmiştir. Mali sektörde ise düşük fiyatlama olgusu istatistiki açıdan tam olarak teyit edilememiştir.

Çalışmada ayrıca dönemsel halka arzda görülen kısa dönem fiyat anomalilerinin belirleyici faktörleri de analiz edilmiştir. Fiyat performans belirleyicisi olarak; halka arz fiyatı, halka arz adedi, oynaklık, aktif toplamı, halka arz metodu, işlem hacmi, fark (halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki fark), kaldıraç oranı değişimi, sermaye artırım oranı, piyasa değer/defter değeri oranı değişkenleri kullanılmıştır.

Kısa dönem fiyat belirleyicileri analiz edildiğinde ;

İlk gün fiyat performansın belirleyicileri analizinde; halka arz fiyatının yüksek olmasının, dönemsel hisse senedi arzından elde ettiği gelir ile bu işlemdeki hedeflediği gelir arasındaki farkın artmasının, dönemsel halka arz gerçekleştirme adedinin, kaldıraç oranının, sermaye artırım oranının ve bedelli sermaye artırım yöntemi değişkenlerinin hisse senetlerinin ihraç sonrası ilk günlük fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Bununla birlikte piyasa değer/ defter değeri oranının yükselmesinin, şirket büyüklüğünün, işlem hacminin yüksek olmasının ve tahsisli sermaye artırım yöntemi değişkenlerinin hisse senetlerinin ihraç sonrası ilk günlük fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

İlk üç günlük fiyat performansın belirleyicileri analizinde bağımlı değişken olarak anormal getirinin (AR) alındığı takdirde; halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın, firma kaldıraç oranının artış göstermesinin ve sermaye artırım oranının yüksek olmasının hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Halka arz fiyatının, halka arz işlem adedinin, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın tahsisli sermaye artırım yöntemiyle yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının ve piyasa değeri / defter değeri oranının yükselmesinin hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

İlk üç günlük fiyat performansın belirleyicileri analizinde bağımlı değişken olarak kümülatif anormal getirinin (CAR) alındığı takdirde; halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın, firma kaldıraç oranının artış göstermesinin ve sermaye artırım oranının yüksek olmasının hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Halka arz fiyatının, halka arz işlem adedinin, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın tahsisli sermaye artırım yöntemiyle yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının ve piyasa değeri / defter değeri oranının yükselmesinin hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

İlk yedi günlük fiyat performansın belirleyicileri analizinde bağımlı değişken olarak anormal getirinin (AR) alındığı takdirde; halka arz fiyatının yüksek olmasının, halka arz işlem adedinin artmasının, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının, firma kaldıraç oranının artış göstermesinin ve sermaye artırım oranının yüksek olmasının hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Halka arzın tahsisli sermaye artırım yöntemiyle yapılmasının, halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın artış göstermesinin, piyasa değeri/ defter değeri oranının yükselmesinin ve hisse senedi fiyatından yaşanan oynaklığın (volatilite) hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

İlk yedi günlük fiyat performansın belirleyicileri analizinde bağımlı değişken olarak kümülatif anormal getirinin (CAR) alındığı takdirde; Halka arz işlem adedinin artmasının, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının, firma kaldıraç oranının artış göstermesinin, sermaye artırım oranının yüksek olmasının ve hisse senedi fiyatında yaşanan oynaklığın (volatilite) hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Halka arzın tahsisli sermaye artırım yöntemiyle yapılmasının, halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın artış göstermesinin, piyasa değeri/ defter değeri oranının yükselmesinin hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların kısa dönem hisse senedi fiyat performansı üzerindeki faktörlerin etkisi aşağıda yer alan Çizelge 7.71.'de özetlenmiştir.

Çizelge 7.71: Hisse Senedi Kısa Dönem Fiyat Belirleyicileri

Değişken	İlk Gün	İlk 3 Gün - AR	İlk 3 Gün - CAR	İlk 7 Gün - AR	İlk 7 Gün - CAR
HF	+	-	-	+	YOK
HAA	+	-	-	+	+
VOLATİLİTE	YOK	YOK	YOK	-	+
ATOP	-	-	-	+	+
BEDELLİ	+	+	+	+	+
TAHSİSLİ	-	-	-	-	-
İH	-	-	-	+	+
FARK	+	+	+	-	-
KOD	+	+	+	+	+
SAO	+	+	+	+	+
PD / DD	-	-	-	-	-

Çalışmanın bu bölümünde uzun dönemde gözlemlenen düşük performans anomalisi ve belirleyici faktörlerine ilişkin yapılan analize ait test sonuçları yorumlanmıştır.

Çalışmada uzun dönem düşük performans anomalisinin varlığı da ayrıca incelenmiştir. Bu amaçla dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların hisse senetlerinin ihraçtan sonraki üç yıllık fiyat performansı, piyasa getirisi ve benzer firmaların getirisi ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Yapılan analiz sonucunda Borsa İstanbul'da uzun dönem düşük performans anomalisi teyit edilmiştir. Tüm yıllar ve sektör bazında yapılan dönemsel halka arzlarında düşük performans anomalisine rastlanmıştır. Dönemsel halka arzdan hisse senedi alan yatırımcının halka arzı takip eden 3 yıllık sürenin sonucunda elde ettiği getirinin; çalışmada piyasa getirisi olarak dikkate alınan Bist 100 Ulusal Endeks getirisinden ve aktif büyüklüğü ile PD / DD çarpanına göre örneklemdaki firmalarla eşleşen ancak dönemsel halka arzı gerçekleştirmemiş benzer firmaların düzeltilmiş getirisinden çok daha düşük kaldığı tespit edilmiştir. Piyasaya ve benzer firmalara göre hesaplanan düzeltilmiş getiriler, Borsa İstanbul'da analiz dönemi olan 2010 – 2015 döneminde uzun dönem düşük fiyatlandırma anomalisinin varlığını teyit etmektedir.

Uzun dönem fiyat belirleyicileri analiz edildiğinde ;

Bağımlı değişken olarak anormal getirinin (AR) kullanıldığı analizde uzun dönem fiyat belirleyicileri olarak; halka arzın tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının ve firma kaldıraç oranının artış göstermesinin hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Halka arz fiyatının, halka arz işlem adedinin artmasının, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, sermaye artırım oranının yüksek olmasının ve hisse senedi fiyatında yaşanan oynaklığın (volatilite), halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın artış göstermesinin ve piyasa değeri/ defter değeri oranının yükselmesinin hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Bağımlı değişken olarak kümülatif anormal getirinin (CAR) kullanıldığı analizde uzun dönem fiyat belirleyicileri olarak; halka arzın tahsisli sermaye artırımını yöntemiyle yapılmasının, işlem hacminin yüksek olmasının ve firma kaldıraç oranının artış göstermesinin hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumlu etkilediği tespit edilmiştir.

Halka arz fiyatının, halka arz işlem adedinin artmasının, firma aktif büyüklüğünün, halka arzın bedelli sermaye yöntemi ile yapılmasının, sermaye artırım oranının yüksek olmasının ve hisse senedi fiyatında yaşanan oynaklığın (volatilite), halka arzdan elde edilen gelir ile firmanın bu işlemde hedeflediği gelir arasındaki farkın artış göstermesinin ve piyasa değeri/ defter değeri oranının yükselmesinin hisse senedinin uzun dönem fiyat performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların uzun dönem hisse senedi fiyat performansı üzerindeki faktörlerin etkisi aşağıda yer alan Çizelge 7.72.'de özetlenmiştir.

Çizelge 7.72: Hisse Senedi Uzun Dönem Fiyat Belirleyicileri

Değişken	Uzun Dönem - AR	Uzun Dönem - CAR
HF	-	-
HAA	-	-
VOLATİLİTE	-	-
ATOP	-	-
BEDELLİ	-	-
TAHSİSLİ	+	+
İH	+	+
FARK	-	-
KOD	+	+
SAO	-	-
PD / DD	-	-

Kısa dönemli sonuçların aksine uzun dönemde değişkenlerin büyük çoğunluğunun hisse senedi fiyat performansı üzerinde negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. Tahsisli sermaye artırım yöntemi, işlem hacmi, kaldıraç oranındaki artış haricinde geriye kalan 8 değişkenin hisse senedi fiyatı üzerinde uzun dönemde negatif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

8. SONUÇ, GENEL DEĞERLENDİRME, ÖNERİLER

8.1 Sonuç ve Genel Değerlendirme

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmek ve büyüebilmek için finansman ihtiyacı söz konusu olabilmektedir. Firmalar söz konusu bu finansman ihtiyaçlarını otofinansman, kredi kullanma ya da sermaye artırımını yoluyla karşılamaktadırlar. Halka açık firmalar sermaye piyasasında hisse senedi ihraç ederek fon toplayabilmektedirler. Eğer firmalar hisse senetlerini ilk kez halka satıyor yani ihraç ediyorsa bu işlem ilk halka arz olarak, ilk halka arzdan sonraki dönemlerde hisse senetlerini tekrar halka satıyor ise dönemsel halka arz olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası literatürde ve bu çalışmada dönemsel halka arz kavramı, firmaların ilk halka arzdan sonraki dönemlerde gerçekleştirdiği halka arz olarak tanımlanmış olup, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlandığı tahsisli sermaye artırımını ve mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanmadığı bedelli sermaye artırımını olarak ele alınmıştır.

Bu çalışmada dönemsel halka arzı gerçekleştiren firmaların hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansı ve bu performansa etki eden faktörlerin analizi gerçekleştirilmiştir. Dönemsel halka arzlarda görülen fiyat anomalileri ulusal ve uluslararası literatürde genel olarak, kısa dönem düşük fiyatlama (underpricing) ve uzun dönem düşük performans (underperformance) adı altında incelenmiştir. Önceki literatürle uyumlu olarak bu çalışmada da incelemeye alınan ana problem düşük fiyatlama ve düşük performans anomalilerinin varlığı ve söz konusu anomalilerin belirleyicilerinin analizi olmuştur. Bu amaçla hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören 58 firmanın 2010 – 2015 döneminde gerçekleştirmiş olduğu toplam 79 dönemsel halka arzdan oluşan bir örneklem analize dahil edilmiştir.

Kısa ve uzun dönem fiyat performansının belirlenmesinde, hisse senetlerinin piyasa getirisi üzerinden düzeltilmiş getirileri hesaplanmıştır. Düzeltilmiş getirilere ilişkin yapılan t-testleri sonucunda analize alınan hisse senetlerinde söz konusu fiyat anomalilerinin varlığı sorgulanmıştır.

Yapılan analiz sonucunda kısa dönem düşük fiyatlama anomalisi sadece 2011 ve 2015 yıllarında yapılan dönemsel halka arzların ilk 7 günlük getirilerinde tespit edilmiştir.

Diğer yıllar ve kısa dönem dilimlerinde (ilk gün ve ilk 3 gün) düşük fiyatlama olgusuna rastlanmamıştır.

Çalışmadaki analizlerden de anlaşılacağı gibi düşük fiyatlama çalışmada kullanılan tüm kısa dönemler için geçerli değildir. Kısa dönem olarak tanımlanan ilk gün, ilk üç gün ve ilk yedi gün için yapılan testlerin her birinde farklı sonuçlar alınabilmektedir. Diğer bir ifadeyle kısa dönemin herhangi bir zaman diliminde düşük fiyatlama teyit edilirken diğer zaman dilimlerinde ise tam olarak teyit edilememektedir. Ayrıca kısa dönem olarak ele alınan sürenin ilk 7 günden fazla süreyi kapsamaması durumunda hisse senedinin fiyatını etkileyen başka faktörler de söz konusu olabilmektedir. Örneğin kısa dönem olarak tanımlanan zaman dilimlerinin arasına ilk 15 günün alınması dahilinde, ihraç tarihinden 15. güne kadar hisse senedi fiyatını etkileyebilecek firma, faaliyette bulunulan sektör ve ülke ile ilgili herhangi bir gelişmenin ortaya çıkması daha olası olacaktır. Bu durumda hisse senedi fiyatı üzerinde sadece dönemsel arzın değil başka faktörlerin de etkisi söz konusu olabilecektir. Sonuç olarak kısa dönem düşük fiyatlama olgusu aslında seçilen dönemin bir fonksiyonudur.

Dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren firmaların kısa dönem hisse senedi fiyat performanslarının yıldan yıla değişkenlik göstermesi aslında dönemsel halka arzlar ile genel makro ekonomik konjonktür arasındaki ilişkinin varlığını göstermesi açısından önemli olarak görülebilir. Bu çalışmada hesaplanan anormal getirilerin üzerinde, firma ve halka arzla ilgili mikro faktörlerin etkileri incelenmiş olup, makro faktörlerin analize dahil edilmesi ile daha detaylı bir çalışma elde edilmiş olacaktır. Dönemsel halka arzlar ile makro ekonomik konjonktür arasındaki ilişkinin varlığı, firmaların dönemsel halka arzları zamanlayarak (market timing) ekonominin iyi olduğu dönemleri seçmesi anlamına gelen fırsat penceresi (opportunity window) olgusunun Borsa İstanbul için geçerli olduğunu ortaya koyacaktır.

Dönemsel halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama anomalisinin yıl bazında sadece 2011 ve 2015 yıllarında ve sektör bazında ise sadece sanayi sektöründe teyit edilmiştir. Bu durumun, firmaların ilk halka arzdan sonraki dönemlerde gerçekleştirecekleri dönemsel halka arzlarda elde edilecek geliri maksimize edebilmek amacıyla ilk halka arzları düşük fiyatlamalarıyla ilgili olduğu da düşünülebilir. Özellikle bazı sektörlerde tespit edilen yüksek değerlendirme olgusu, bu sektörlerde yer alan firmaların ilk halka arzlarını düşük fiyatlayarak ileriki dönemlerde gerçekleştirecekleri dönemsel halka arzları daha yüksek fiyatlayabilme amacının bir sonucu olduğu

düşünülmektedir. Örnekleme yer alan firmaların ilk halka arzdaki fiyat performanslarının analize katılmasıyla birlikte bu yargı test edilmiş olacaktır.

Dönemsel hisse senedini ihraçtan almak isteyen yatırımcıların kısa dönemde piyasanın üzerinde getiri elde edebilmesi amacıyla, sanayi sektörü firmalarının hisse senetlerini seçmeleri makul bir karar olacaktır. Ayrıca dönemsel halka arzın yapılacağı yılın ve ihraçtan alınan hisse senetlerinin elde tutma süresinin de iyi dikkate alınması gerekecektir.

Analiz sonuçlarına göre uzun dönem düşük performans anomalisi analiz dönemindeki tüm yıllar ve örnekleme alınan tüm sektörler için doğrulanmıştır. Hisse senedini dönemsel ihraç tarihinden alan yatırımcıların, piyasa ortalamasına göre ve örnekleme yer alan dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş firmalarla aktif büyüklüğü ve PD / DD çarpanına göre eşleşen benzer firmaların getirilerine göre daha düşük getiri elde edeceği tespit edilmiştir. Yatırımcıların 2010 – 2015 döneminde dönemsel ihraç edilen hisse senetlerini alıp 3 yıl ellerinde tutmaları dahilinde kümülatif anormal getirileri yaklaşık - %40 olarak gerçekleşecektir.

Dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş hisse senetlerinin uzun dönemdeki düşük performansları dikkate alındığında, Ngatuni, Capstaff ve Marshall (2007) İngiltere’de yaptıkları çalışmada teyit ettikleri düşük performans anomalisi sonucunda yaptıkları yoruma benzer bir şekilde, yatırımcıların orta ve uzun vadedeki yatırım tercihlerinde bu hisse senetlerini portföye almamaları gerektiği düşünülebilir. Söz konusu hisse senetleri yerine dönemsel hisse senedi ihracı yapmamış benzer firmalar başta olmak üzere diğer firmaların hisse senetleri daha yüksek getiri sağladığından hisse senedi piyasasında alternatif yatırım seçeneği olarak görülebilir.

Çalışmada ayrıca dönemsel halka arzı yapılmış hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları üzerinde etkili olan faktörler incelenmiş ve bu kapsamda 10 faktör bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Söz konusu bu değişkenler; Halka Arz Fiyatı, Halka Arz Adedi, Volatilité, Aktif Toplamı, Halka Arz Metodu, İşlem Hacmi, Fark, Kaldıraç Oranı Değişimi, Sermaye Artırım Oranı ve PD / DD çarpanı olarak analizde yer almaktadır.

Kaldıraç oranı değişkeni, analiz sonuçlarına bakıldığında hisse senetlerinin hem kısa hem de uzun dönem fiyat performansını olumlu etkileyen tek değişkenin olduğu tespit edilmiştir. Firma kaldıraç oranı arttıkça firma hisse senetlerinin dönemsel halka arz

sonrası kısa ve uzun dönem fiyat performansı da artış göstermektedir. Kaldıraç oranının firma için borcun vergi avantajı olması sayesinde hisse başına düşen karın artmasından dolayı, kaldıraç oranındaki artışın çalışmada beklentilere ve uluslararası literatüre paralel bir şekilde hisse senedi performansı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Halka arz metodu değişkeni, tahsisli sermaye artırımını ve bedelli sermaye artırımını şeklinde analize dahil edilmiştir.

Tahsisli sermaye artırım yöntemi, tüm kısa dönem zaman dilimleri için yapılan analizlerde hisse senedi fiyat performansı üzerinde negatif etkiye sahiptir ancak uzun dönem hisse senedi fiyat performansına etkisi pozitif olarak belirlenmiştir. Kısa dönemde tahsisli sermaye artırımına verilen negatif tepkinin, firmanın tahsisli sermaye artırımını yöntemini seçmesiyle birlikte mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamasından ve artırılan sermaye nedeniyle azalan kaldıraç oranı sonucunda hisse başına düşen karın azalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Ancak özellikle tahsisli sermaye artırımını, belli yatırımcı gruplarının firmaya olan özel ilgilerini ifade ettiğinden dolayı piyasanın firma ile ilgili orta ve uzun vadeli projeksiyonlarının iyimser olmasını sağladığı ve sonuç olarak tahsisli sermaye artırımının uzun vadede hisse senedi fiyat performansını olumlu etkilediği düşünülmektedir. Tahsisli sermaye artırımında mevcut ve potansiyel yatırımcılar için sermaye artırımının yapılması sermaye ihtiyacı veya yetersizliğine işaret etmez bilakis firmanın stratejik bir bakış açısıyla diğer bir ifadeyle uzun vadeli amaçlar doğrultusunda yeni bir ortak veya ortaklar kazandığını ifade etmektedir. Söz konusu bu piyasa algısı nedeniyle, tahsisli sermaye artırımını sonucunda firmanın kaldıraç oranının düşmesine rağmen hisse senedi fiyat performansı uzun vadede pozitif olarak gerçekleşmektedir.

Bedelli sermaye artırım yöntemi, tahsisli sermaye artırımındaki durumun tam aksine hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını pozitif ancak uzun dönem fiyat performansını ise negatif etkilemektedir. Bedelli sermaye artırımını, firmanın mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamadığından ve firmaya olan nakit girişini ifade ettiğinden dolayı kısa dönem olarak tanımlanan tüm zaman dilimlerindeki hisse senedi performansına pozitif etki yaptığı tespit edilmiştir. Ancak tahsisli sermaye artırımını yöntemindeki durumun tam aksine firmanın bedelli sermaye artırımına gitmesinin, firmaya olan özel bir ilgiyi ifade etmemektedir. Ayrıca Welch (1989)'in çalışmasında ortaya atılmış olduğu Sinyal Hipotezi'nde de belirttiği gibi firmanın mevcut

operasyonlarını veya yeni yatırımlarını finanse etmede güçlük çektiğine yönelik piyasaya iletilmiş bir sinyal görevi görebileceğinden dolayı yatırımcıların firma ile ilgili orta ve uzun vade projeksiyonlarının kötümser olmasına ve sonuç olarak firmanın hisse senedi performansının negatif olmasına yol açtığı düşünülmektedir.

Firma aktif büyüklüğü, dönemsel halka arz sonrası ilk 7 günlük zaman dilimi haricindeki kısa dönem diye tanımlanan diğer tüm zaman dilimlerinde ve uzun dönemde hisse senedi fiyat performansını negatif etkilediği tespit edilmiştir. Aktif büyüklüğü daha yüksek olan firmaların hisse senedi fiyat performansının düşük çıkmasında, söz konusu bu firmaların hisse senedi fiyat değişimlerinin diğer firmalara nazaran daha düşük olması neden olarak gösterilebilir. Bu firmaların hisse senetleri daha az volatil olduğundan bu firmaların hisse senetlerinin uzun dönem getirisi de diğer firmalara göre daha az kalmaktadır.

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) değişkeni, dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştiren firmaların hem kısa hem de uzun dönem hisse senedi fiyat performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Bu durum literatürdeki önceki çalışmalarla da uyumludur. PD / DD çarpanının yüksek olması yatırımcılar arasında firma hisse senedinin aşırı değerlendirildiği (overvalued) şeklinde bir algıya neden olabilir. Bu durumda yatırımcılar, PD / DD çarpanı yüksek olan firmanın dönemsel halka arzı gerçekleştirmesi durumunda firmanın sermaye ve likidite ihtiyacı içinde olduğunu, hisse senetlerinin aktif değerinin çok üzerinde değerlendirildiğini düşünebilir ve bu hisse senetlerini yatırım portföylerinden çıkarmak isteyebilirler. Yatırımcıların gösterdiği söz konusu bu reaksiyon, firmanın hisse senedi fiyat performansı üzerinde bir baskı oluşturarak ve hisse senedinin kısa ve uzun dönem fiyat performansının negatif olarak gerçekleşmesine neden olabilmektedir.

Halka arz fiyatı, kısa vadede ilk gün getirisinde pozitif ancak ilk üç günlük, ilk yedi günlük getirilerde ve uzun vadede ise negatif bir etkiye sahiptir. Bu durumun halka arz fiyatının yüksek olmasının yatırımcılar üzerinde hisse senedinin aşırı değerlendirildiği, pahalı olduğu algısına yol açtığından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu nedenle hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesi durumunda hisse senetlerine olan talep azalabilmektedir. Birçok firma özellikle ilk ve dönemsel halka arzlarda yatırımcılara hisse senedinin sulandırılması konusunda (halka arz sonrası bedelsiz sermaye artırımının yapılması gibi) bir takım taahhütler vermektedir.

Diğer faktörlerin hisse senedi fiyat performansı üzerindeki etkisi seçilen zaman dilimine göre değişkenlik göstermektedir.

8.2 Öneriler

Çalışmanın sonucunda elde edilen analiz bulgularına göre yatırımcılar ve bu konuda çalışma yürüten akademisyenler için birtakım öneriler geliştirilebilir.

Yatırımcılar için analiz sonuçları değerlendirildiğinde; analiz döneminde yatırımcıların dönemsel hisse senedi ihracı gerçekleştirmiş firmaların hisse senetlerini ihraçtan almaları durumunda, kısa dönemde piyasaya göre daha fazla getiri elde etmesi kısmen mümkün görünmektedir. Analiz dönemi içerisinde hisse senetlerinin fiyat performanslarının yıldan yıla değişkenlik göstermesi, hisse senetleri fiyatı üzerinde ilgili yıldaki makro ekonomik durumun da etkili olduğunu gösterdiği düşünülebilir. Ancak çalışmada hisse senedi fiyat performansı üzerinde etkili olduğu düşünülen mikro faktörler analize dahil edildiğinden makro ekonominin olası etkisi tam olarak teyit edilmemiş olmaktadır. Kısa dönemde yüksek getiri elde etmek; işlem yapılan yılın, sektörün ve alınan hisse senetlerinin elde tutma sürelerinin bir fonksiyonu olduğu belirtilebilir. Dönemsel halka arzların ihracından yüksek getiri elde etmek için ilk olarak işlem yapılmak istenen yılın makro ekonomik gidişat açısından olumlu bir seyir izlediğini tespit etmek gerekecektir. Literatürde yapılan önceki çalışmalara paralel olarak bu çalışmada da düşük fiyatlama özellikle sanayi sektörü için teyit edilmiş olmaktadır. Bunun sonucu olarak yatırımcıların dönemsel halka arzlar için kısa dönem yatırım tercihlerinde sanayi sektörü firmalarını seçmeleri yüksek getiri elde etmeleri olasılığını artıracaktır. Son olarak satın alınan hisse senetlerinin elde tutulması süresine bakıldığında bu çalışmada ülkemiz için elde tutma süresinin ihraçtan sonraki ilk 7 gün olduğu tespit edilmiştir. Yatırımcıların dönemsel halka arz yapmış firmaların hisse senetlerini ihraçtan satın alarak kısa vadede yüksek / aşırı diğer bir ifadeyle anormal getiri elde edebilmeleri için yukarıda izah edildiği gibi 3 aşamalı bir değerlendirme yapması gerekmektedir.

- İşlem yapılmak istenen yılın makro ekonomik açıdan olumlu bir görünüme sahip olması,
- Satın alınacak hisse senedinin sanayi sektörüne ait olması,
- Alınan hisse senedinin 7 gün boyunca elde tutulması

Yatırımcıların yukarıda belirtilen koşulları yerine getirmeleri durumunda dönemsel halka arzdan hisse senedi olarak kısa vadede yüksek getiri elde etmesi mümkün olacaktır. Bu çalışma elde tutma süresi ihraçtan sonraki 7 gün olarak tespit edilmiş olsa da ihraç dönemindeki piyasa volatilitesine de bağlı olarak yatırımcıya yüksek getiri sağlayacak elde tutma süresi değişebilecektir. Ancak özellikle ilk 2 koşulun aynı anda sağlanmış olması yatırımcının yüksek getiri elde etmesi için kritik önem taşımaktadır.

Uzun dönemde ise yatırımcının piyasaya göre ve dönemsel halka arzı yapmamış benzer firmalara göre daha düşük getiri elde edeceği tespit edilmiştir. Bu nedenle yatırımcıların dönemsel hisse senedi arzı gerçekleştirmiş firmaların hisse senetlerini uzun dönem yatırım portföy tercihlerinde düşünmemeleri gerekmektedir. Yatırımcıların dönemsel hisse senedi arzı yapmış firmaların hisse senetlerini almaları durumunda uzun dönemde zarar edeceği tespit edildiğinden dolayı hisse senedi yatırımlarında dönemsel halka arzı gerçekleştirmemiş firmaların hisse senetlerinden oluşan bir portföye sahip olmaları gerektiği düşünülmektedir.

Analiz sonuçları bu alanda çalışma yürüten araştırmacılar için değerlendirildiğinde; araştırmacıların bu çalışmanın kapsamını genişletici nitelikteki çalışma yapmaları litetarüte katkı sağlaması açısından olumlu görünmektedir. Çalışmada dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş firmaların hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları üzerinde etkili olan mikro faktörler analiz edilmiştir. Hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan makro parametreler analiz edilmemiştir. Bu çalışmada yapılan mikro analizlere ilaveten, konu ile ilgilenen araştırmacıların yapacağı makro faktörlere ilişkin analizler daha kapsamlı ve yönlendirici sonuçların elde edilmesini sağlayacaktır.



KAYNAKLAR

- ABRAHAM, R., HARRINGTON, C.** (2011). Seasoned Equity Offerings: Characteristic of Firms. *International Journal of Business, Humanities And Technology*, 1 (3). 27-33.
- ABRAHAMSON, M., RIDDER, D. A., RASBRANT, J.,** (2011). Information Asymmetries Among European Investors: Evidence From Swedish IPOs. 13th Annual SNEE (Swedish Network for European Economic Research), Conference May 17-20.
- AFŞAR, A.** (2007). Finansal Gelişme İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği Muhasebe ve Finansman Dergisi, 36.188-198.
- AGGARWAL, R., LEAL, R., HERNANDEZ, F.** (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings In Latin America. *Financial Management*, 22 (1). 42 - 53.
- AKBABA, C.** (2012). Valuing And Pricing Initial Public Offerings In Istanbul Stock Exchange For The Period of 2008 – 2012. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- AKBULUT, R.** (2004). Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Yapılarını Etkileyen Faktörler ve Sektörle Finansal Yapı Arasındaki İlişkiyi Ölçmeye Yönelik Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- AKIN O., ESER E. D.** (2014). İşletme Sermayesi Yönetimi. Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Uygulama. Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 16 (27). 45-55.
- AKRON, S.** (2013). Market Reaction Implications of The Composition of SEO Packages On The Tel Aviv Stock Exchange. *Emerging Markets Finance & Trade*, 49 (1). 77-93.
- ALBAYRAK A. S., AKBULUT R.** (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. *Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (7). 55 – 83.
- ALLEN, D.E., SOUCIK, V.** (2008). Long Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings Fact Or An Illusion. *Journal Mathematics and Computers in Simulation*, 78 (2/3). 146 - 154.
- ALLEN, F., FAULHABER, G. R.** (1989). Signaling By Underpricing In The IPO Market. *Journal of Financial Economics*, (23). 303 - 323.
- ALTAN, M., ARKAN, F.** (2011). Relationship Between Firm Value and Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business & Economic Research*, 9 (9). 61 – 66.
- ALTIN, H.** (2010). İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Analizi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ALTIN, M., HOTAMIŞ, T. N.** (2008). Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000–2006). Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. (14). 150-185.
- ALTINKILIÇ, O., HANSEN, R. S.** (2003). Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers. *Journal of Financial Economics*, 69 (2). 285 - 323.

- ALVAREZ, S., GONZALEZ, V. M.** (2005). Signalling And The Long-run Performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (1/2). 325 - 350.
- AMPENBERGER, M., SCHMID, T., ACHLEITNER, A.K., KASERER, C.** (2013). Capital Structure Decisions In Family Firms : Empirical Evidence From A Bank - Based Economy. *Review Of Managerial Science*, 7 (3). 247 – 275.
- Apak S.**, (1995). Sermaye Piyasaları ve Borsa. Eskişehir : Bilim Teknik Yayınevi.
- ARAS G., MÜSLÜMOV A.** (1997). Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü. *Borsa İstanbul Dergisi*, 8 (29). 1-5.
- ASQUITH, P., MULLINS, D. W.** (1986). Equity Issues And Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, (15). 61 - 89.
- AUSSENEGG, W.** (1997). Short And Long Run Performance of Initial Public Offerings In The Austrian Stock Market. Working Paper, Vienna University of Technology.
- AYDEN, T., KARAN B., M.** (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performansının Ölçülmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2 (3). 87 - 96.
- Aydın, N., Başar M., Coşkun M.**, (2015). Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık.
- AYRIÇAY, Y., TÜRK, V. E.** (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi : BİST'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64). 53 -70.
- Baraçlı H., İme M.**, (2013). Kurumsal İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul : Alfa Yayıncılık.
- BARON, D. P., HOLMSTRÖM, B.** (1980). The Investment Banking Contract For New Issues Under Asymmetric Information : Delegation And The Incentive Problem. *The Journal of Finance*, 35 (5). 1115 - 1138.
- BARON, D. P.** (1982). A Model of The Demand of Investment Banking Advising And Distribution Services For New Issues. *Journal of Finance*, 37 (4). 955 -976.
- BARYEH, L., YAARI, V., DADALT, P.** (2012). Insider Trading And Earning Management's Influence On Seasoned Equity Offerings (SEOs) ?. *Journal of Finance & Accountancy*, 10.
- BARYEH, L.** (2013). Regulation Full Disclosure (FD) and Seasoned Equity Offering (SEO) Firms. *Journal of Academic & Business Ethics*, (7). 1-8.
- BASTI, E., KUZEY, C., DELEN, D.** (2015). Analyzing Initial Public Offerings' Short - Term Performance Using Decision Trees and SVMs. *Journal of Elsevier Decision Support Systems*, (73).15-27.
- BAŞPINAR, A.** (2008). Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BAYER, Ş. O.** (2008). Announcement Effect In Seasoned Equity Offerings In İstanbul Stock Exchange. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- BAYLESS, M., CHAPLINSKY, S.** (1996). Is There a Window of Opportunity For Seasoned Equity Issuance ?. *The Journal of Finance*, 51 (1). 253 - 278.
- BEKÇİ, İ., ÖZBOYACI, M., NEGİZ, M.** (2010). Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2 (2). 33- 52.
- BENVENISTE, L. M., SPINDT, P. A.** (1989). How Investment Banker Determine The Offer Price And Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, 24 (2). 343 - 361.

- BESSLER, W., THIES, S.** (2006). Initial Public Offerings, Subsequent Equity Offerings And Long - Run Performance: Evidence From IPOs In Germany. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1 (3). 1-37.
- Bhat, S.** (2007). *Financial Management Principles and Practice*. New Delhi : Excel Books.
- BİLDİK, R., YILMAZ, M.K.** (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange. *BBDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2 (2). 49 - 75.
- BILINSKI, P., LIU, W., STRONG, N.** (2012). Does Liquidity Risk Explain Low Firm Performance Following Seasoned Equity Offerings. *Journal of Banking and Finance*, 36 (10). 2.770-2.785.
- BİRGİLİ, E., DÜZER, M.** (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46). 74-83.
- BOUZOUITA, N., GAJEWSKI, J-F., GRESSE, C.** (2015). Liquidity Benefits From IPO Underpricing: Ownership Dispersion or Information Effect. *Financial Management Association International*, 44 (4). 785 – 810.
- BOWEN, R. M., CHEN, X., CHENG, Q.** (2008). Analyst Coverage And The Cost of Raising Equity Capital : Evidence From Underpricing of Seasoned Equity Offerings. *Contemporary Accounting Research - The Canadian Academic Accounting Association*, 25 (3). 641 - 946.
- BOZKURT, Ü., ARIKAN, T., DOĞUKANLI, H.,** (2001). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul : Literatür Yayıncılık.
- BRAV, A., GOMPERS, P. A.** (1997). Myth Or Reality ? The Long - Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence From Venture And Nonventure Capital - Backed Companies. *The Journal of Finance*, 52 (5). 1791 – 1821.
- Brigham E.,F., HOUSTON J. F.,** (2010). *Fundamentals of Financial Management*. Florida : South-Western Cengage Learning.
- BURCA, N.** (2008). Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BURTON M, NESİBA R, BROWN B.,** (2015). *An Introduction to Financial Markets and Institutions*, Newyork : Routledge Editions.
- CARLSON, M., FISHER, A., GIAMMARINO R.** (2007). SEOs, Real Options and Risk Dynamics: Empirical Evidence. Working Paper, The University of Colombia.
- CARTER, R. B., DARK, F. H., SINGH A. K.** (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, And The Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, 53 (1). 285 - 311.
- CHEN, H-C, WU, S-C.** (2015). Who Makes The Choice On IPO Underwriter Methods? Issuers vs. Underwriters. *Financial Management Association International*, 44 (4). 753 - 783.
- CHEN, S-L, LIN, C- Y, LIN, Y-M** (2013). Ownership Structure, Idiosyncratic Risk and Financing Policy. *Journal of International Finance Studies*, vol 13 (2). 51-62.
- CHISHOLM, A. M.,** (2003). *An Introduction Capital Markets: Products, Strategies and Participants*. Wiley Finance.
- ÇİHANGİR, M., KANDİL, 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.

- CLARKE, J., DUNBAR, C., KAHLE, K. M.** (2001). Long - Run Performance And Insider Trading in Completed And Canceled Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36 (4). 415-430.
- COLEMAN, S., COTEI C., FARHAT, J.** (2016). The Debt - Equity Financing Decisions of U.S. Startup Firms. *Journal of Economics and Finance*, 38 (3). 105-126.
- CORWIN, S. A.** (2003). The Determinants of Underpricing For Seasoned Equity Offers. *Journal of Finance*, 58 (5). 2249 - 2279.
- ÇAKIR, H., AKKOÇ, S.** (2015). İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansları: Borsa İstanbul'da Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (4). 159 - 170.
- ÇEŞTEPE, H., YILDIRIM, E.** (2016). Türkiye'de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12-26.
- ÇIKRIKÇI, M.**, (2005). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar*. Trabzon : Akademi Yayıncılık.
- DAWSON, M.S.** (1987). Secondary Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14 (1). 65 - 76.
- DEMPERE, J. M.** (2012). Factors That Impact Underpricing of Seasoned Equity Offerings. *Review of Business*, 33 (1). 65-82.
- DENG, X., HRNJIC, E., ONG, S. E.** (2014). Investor Sentiment And The SEO Pricing Process : Evidence From REITs. *Journal of Real Estate Literature*, 20 (2). 85-109.
- DENIS, D. J., SARIN, A.** (2001). Is The Market Surprised By Poor Earnings Realizations Following Seasoned Equity Offerings?. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (2). 169-193.
- DIETRICH, J.** (2012). Variables Influencing the Severity of IPO Underpricing, An Empirical Analysis of the German Market. Hamburg, Diplomica Verlag GmbH.
- DRIFILED, N., MAHAMBARE, V., PAL, S.** (2007). How Does Ownership Structure Affect Capital Structure And Firm Value? : Recent Evidence From East Asia. *Economics of Transition*, 15 (3). 535 - 573.
- DRAHO, J.**, (2004). *The IPO Decision, Why and How Companies Go Public*. İngiltere : Edward Elgar Publishing.
- DUBOIS, M., JEANNERET, P.** (2000). The Long - Run Performance of Seasoned Equity Offerings With Rights. 1-37.
- DURUKAN, M.B.** (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case Study of the Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28 (2). 18 - 38.
- ECKBO, B. E., MASULIS, R. W.** (1995). Seasoned Equity Offerings : A Survey. *Series of Handbooks In Operations Research and Management Science*, (9). 1017 - 1072.
- ECKBO, B. E., MASULIS, R. W., NORLI, Q.** (2000). Seasoned Public Offerings : Resolution of The New Issues Puzzle. *Journal of Financial Economics*, 56 (2). 251 - 291.
- ELLİALTIOĞLU, N.** (2017). *Foreks Piyasaları ve Türkiye'de Yasal Düzenlemeler Sonrası Uygulama Değişikliklerinin Analizi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Başkent Üniversitesi, Ankara.
- ELMAS, B., AMANIANGANEH, M.** (2013). BİST'de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlamaya Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi: 1995 - 2010 Dönemi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 15 (2). 217-241.
- ELSAS, R., FLANNERY, M. J., GARFINKEL, J. A.** (2014). Financing Major Investments : Information About Capital Structure Decisions. *Review of Finance*, 18(4). 1341-1386.

- ENGLE, R. F., GRANGER C.W.J.** (1987). Co – Integration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing. *Journal of Econometric Society*, 55 (2). 251 – 276.
- EREN, M.** (2001). İMKB’de Sermaye Artırımı Yapan Şirketlerin Uzun Dönemli Performanslarının İncelenmesi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Ankara.
- GAO, X., RITTER, J.R.** (2010). The Marketing of Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Financial Economics*, 97 (1). 33 - 52.
- GERARD, B, NANDA, V.** (1993). Trading And Manipulation Around Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance*, 48 (1). 213 - 245.
- GOODWIN, K. R.** (2013). Discounting And Underpricing of REIT Seasoned Equity Offers. *Journal of Real Estate Research*, 35 (2). 153-172.
- Göçer, İ.**, (2015). *Ekonometri*. İzmir : Lider Yayınları.
- Gökalp, N. K.**, (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz Yöntem ve Uygulamalar Analizi*. İstanbul : Beta Yayıncılık.
- GÖKKAYA, S., HIGHFIELD, M. J.** (2014). Sales of Secondary Shares In SEOs : A Comparison Across Top Managers, Other Insiders And Outsiders. *Financial Management Association International*, 43 (4). 757-794.
- GÖKKAYA, V.** (2014). Türkiye’de İlk Halka Arz Getirilerinin Değişkenliği. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi. Ankara.
- GRANGER, C.W.J.** (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Journal of Econometric Society*, (37). 424-438.
- GUJARATI, D.N.** (2004). *Basic Econometrics*, Fourth Edition McGraw Hill.
- GURUSAMY, S.**, (2009). *Capital Markets McGraw-Hill*, 2nd Edition.
- GÜLŞEN, A. Z., ÜLKÜTAŞ Ö.** (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi : İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Zonguldak, 8 (15). 49-60.
- HAMER, M.**, (2007). *Empirical Evidence on IPO - Underpricing*, Phd Thesis, Germany.
- HARJOTO, M., GAREN, J.** (2003). Why Do IPO Firms Conduct Primary Seasoned Equity Offerings?. *The Financial Review*, 38 (1). 103 - 125.
- HARRIS, S.** (2004). The Long-Term Performance of UK Stocks After Making Rights Issues. *Journal of Asset Management*, 4 (5). 308 - 317.
- HE, Y., WANG, J., WEI, J. K.C.** (2013). Information Asymmetry Before and After SEOs and SEO Underpricing. *Research Centre for International Economics Working Paper*, City University of Hong Kong.
- HE, Y., WANG, J., WEI, J. K.C.** (2014). A Comprehensive Study of Liquidity Before and After SEOs and SEO Underpricing. *Journal of Financial Markets*, (20). 61-78.
- HEJAZI, R., SALEHI, M., HAGHBIN, Z.** (2010). A Study of The Anomalies of Initial Public Offerings On The Tehran Stock Exchange. *International Review of Accounting, Banking And Finance*, 2 (3). 46 - 60.
- HENRICSON, T.** (2012). Underpricing In The Swedish IPO Market, Can Investors Earn Abnormal Returns By Investing In IPOs?. *Master Thesis*, Jönköping International Business School.
- HESS, A. C., FROST, P. A.** (1982). Tests For Price Effects of New Issues On Seasoned Securities. *The Journal of Finance*, 37 (1). 11 - 25.
- HOVAKIMIAN, A, HU, H.** (2016). The Impact of Reference Point Prices On Seasoned Equity Offerings. *SSRN Electronic Journal*, 1 – 12.

- HUANG, C - W, HO, P - H, LIN, C, YEN, J – F.** (2014). Firm Age, Idiosyncratic Risk And Long - Run SEO Underperformance. *International Review of Economics & Finance*, (34). 246-266.
- HUANG, Z.**, (2012). Seasoned Equity Offerings In China. Phd Thesis, SOAS University of London.
- IBBOTSON, R. G.** (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2 (3). 235 - 272.
- IBBOTSON, R. G. JAFFE, J. F.** (1975). Hot Issue Markets. *The Journal of Finance*, 30 (4). 1027 - 1042.
- IBBOTSON, R. G., SINDELAR, J. L., RITTER, J. R.** (1988). Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2). 37 - 45.
- IBBOTSON, R. G., RITTER, J. R.** (1988). Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2). 37 - 45.
- IM, K.S., PESARAN, M.H., SHIN, Y.**(2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panel. *Journal of Econometrics*, (115). 53-74.
- ISLAM, M. S. UDDIN, M. M., AHMAD, S.** (2002). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings In Bangladesh. *Journal of Business Studies*, 23 (2). 1-42.
- JARNECIC, E., YUBO, L.** (2013). Equity Issues And The Impact of Lead Manager Affiliation On Broker Market Share And Trading Volume. *Global Conference On Business & Finance Proceedings*, (8).
- JEANNERET, P.** (2005). Use of The Proceeds And Long - Term Performance of French SEO Firms. *European Financial Management*, 11 (1). 99 – 122.
- JEGADEESH, N., WEINSTEIN, M., WELCH, I.** (1993). An Empirical Investigation of IPO Returns And Subsequent Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 34 (2). 153 - 175.
- JIANG, Y., STOHS, M., XIE, X.** (2013). Do Firms Time Seasoned Equity Offerings? Evidence from SEOs Issued Shortly after IPOs.
- JO, H., KIM, Y.** (2008). Ethics And Disclosure : A Study of The Financial Performance of Firms In The Seasoned Equity Offerings Market. *Journal of Business Ethics*, 80 (4). 855-878.
- JO, H., KIM, Y. SHIN, D.** (2012). Underwriter Syndication and Corporate Governance. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 38 (1). 61-86.
- JOHNSON, D. J., SERRANO, J. M., THOMPSON, R. G.** (1996). Seasoned Equity Offerings For New Investment and The Information Content of Insider Traders. *The Journal of Financial Research*, 19 (1). 91 – 103.
- KADERLİ, Y., SEZGİN, D.** (2008). Düşük Fiyatlanmış Halka Arz Firma Kalitesinin Bir Göstergesi mi ?. *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 107 - 114.
- KANBEROĞLU, Z., KARA, O.** (2016). Finansal Sektör Gelişimi ve Sürdürülebilir Kalkınma İlişkisi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 309-318.
- KANDİL, İ. E.** (2009). Halka İlk Hisse Arzı ve Dönemsel Hisse Senedi Arzının Yatırımcı Açısından Analizi. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Harran Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şanlıurfa.*
- KAO, J. L., WU, D., YANG, Z.** (2009). Regulations, Earnings Management and Post - IPO Performance: The Chinese Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33 (1). 63 - 76.
- KARABIYIK L., Anbar A.**, (2015). Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi. Bursa : Ekin Yayıncılık.

- KARSLI M.**, (2004). Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. Bursa : Alfa Yayıncılık.
- KAYKUSUZ M.**, (2012). Yöneticiler İçin Finansal Yönetim ve Finansal Piyasalar. İstanbul : Ekin Yayıncılık.
- KENDİRLİ, S., KONAK F.** (2014). Kurumsal Yönetişim Açısından İşletme Sermayesi Yönetimi ve İşletmelere Etkileri: Çorum Ölçeğinde Bir Araştırma. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 28 (4).113 – 129.
- KIM, D., PALIA, D., SAUNDERS, A.** (2008). The Impact of Commercial Banks On Underwriting Spreads: Evidence From Three Decades. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 43 (4). 975-1000.
- KIM, E. H., PURNANANDAM, A.** (2013). Seasoned Equity Offerings, Corporate Governance And Investments. Review of Finance, 18 (3). 1023-1057.
- KIM, J-B., KRINSKY, I., LEE, J.** (1995). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea. Pasific-Basin Finance Journal, (3). 429 – 448.
- KIRKULAK, B.** (2010). Uzun Dönemli Al-Ve-Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama. Ege Akademik Bakış, 10 (2). 465 - 486.
- KIYMAZ, H.** (1997). İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi. İMKB Dergisi, 1 (2). 69 - 90.
- KIYMAZ, H.** (1997). İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Setörü 1990-1995 Uygulaması. İMKB Dergisi, 1 (2). 69.90.
- KORKMAZ, T., Ceylan A.**, (2015). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa : Ekin Yayıncılık.
- KURTARAN, A.T.** (2012). Türkiye’de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- KÜÇÜKÇAYLI, F.** (2013). Halka Arzın Firma Mali Performansı Üzerine Etkisi : Türkiye Örneği. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Isparta.
- KÜÇÜKKOCAOĞLU, G., ALAGÖZ, A.** (2009). İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24 (2). 65 - 86.
- LAURENT, S.** (2000). Capital Structure Decision : The Use of Preference Shares and Convertible Debt In The UK. European Financial Management Association, 1-39.
- LEE, P. J., TAYLOR, S. L., WALTER, T. S.** (1996). Australian IPO Pricing In The Short And Long Run. Journal of Financial Economics, 20 (7). 1189 - 1210.
- LEVIS, M.** (1993). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980 – 1988. Financial Management Association International, 22 (1). 28 – 41.
- LEWIS, C. M., TAN, Y.** (2016). Debt - Equity Choices, R & D Investments and Market Timing. Journal of Financial Economics, (119). 599 - 610.
- LIN, H., Ling E.** (2013). An International Look at the Lawsuit Avoidance Hypothesis of IPO Underpricing. Journal of Corporate Finance, 9 (13). 1-55.
- LJUNGQVIST, A.** (2004). IPO Underpricing : A Survey. Handbook in Corporate Finance, New York University Department of Finance.
- LO, L..Y.** (2011). The Impact of Corporate Transparency on Seasoned Equity Offerings. International Journal of The Academic Business World, 5 (2). 77-85.
- LOGUE, D.E.** (1973). On The Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 8 (1). 91 - 103.

- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R.** (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 1 (1). 23 - 51.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R.** (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 52 (5). 1823 - 1850.
- LOUGHRAN, T.** (1997). Book-to-Market across Firm Size, Exchange, and Seasonality: Is There an Effect?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (3). 249 - 268.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R., RYDQVIST, K.** (2015). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific - Basin Finance Journal*, (2). 165 - 199.
- LOWRY, M., SHU, S.** (2002). Litigation Risk and IPO Underpricing. *Journal of Finance Economics*, 65 (3). 309-335.
- LYANDRES, E., LE, S., LU, Z.** (2008). The New Issues Puzzle: Testing The Investment-Based Explanation. *Review of Financial Studies*, 21 (6). 2825-2855.
- MACKAY, P., PHILIPS, G. M.** (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure. *The Review of Financial Studies*, 18 (4). 1433 - 1466.
- MASULIS, R. W.** (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value : Some Estimates. *The Journal of Finance American Finance Association*, 38 (1). 107-126.
- MASULIS, R. W., KORWAR, A. N.** (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2). 91 – 118.
- MCDONALD, J, FISHER, A.K.** (1972). New Issue Stock Price Behaviour. *Journal of Finance*, 27 (1). 97 - 102.
- Mcguigan M., Kretlow R.,** (2008). *Contemporary Financial Management*.USA.
- MCLEAN, R.D., PALAZZO, B.** (2016). Precautionary Finance : Evidence From The Timing and Size of Debt And Equity Issues. Working Paper, 1 – 49.
- MERCAN, M., PEKER, O.** (2013). Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi : Ekonometrik Bir Analizi. *Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8 (1). 93 – 120.
- MIGLO, A., WU, C.** (2014). Asymmetric Information and IPO Size of Newly Listed Chinese Companies. MPRA Paper, 1.
- MILLER, E. M.** (1977). Risk, Uncertainty And Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, 32 (4). 1151 - 1168.
- MILLER,, H. M., ROCK, K.** (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of American Finance Association*, 40 (4).1031 – 1051.
- MODIGLIANI, F., MILLER, H., M.** (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3). 261 -297.
- MUSCARELLA, C. J., VETSUYPENS, M. R.** (1989). A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, 24 (1). 125-135.
- MYERS, S. C., MAJLUF, N. S.** (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2). 187 – 221.
- NGATUNI, P., CAPSTAFF, J., MARSHALL, A.** (2007). Long - Term Performance Following Rights Issues and Open Offers In The UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (1/2). 33 - 64.
- NGO, D.A., VARELA, O.** (2012). Earnings Smoothing and The Underpricing of Seasoned Equity Offerings (SEOs). *Managerial Finance*, 38 (9). 833 - 859.
- OTLU, F., ÖLMEZ, S.** (2011). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Uzun Dönem Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB'de Bir Uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2 (2). 14-44.
- ÖLMEZ, S.** (2010). Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul

- Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÖZER, B.** (1999). Price Performance of Initial Public Offerings In Turkey. Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, (128).
- ÖZER, L.** (2006). Short And Long Term Anomalies In Initial Public Offerings. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Pandey, I.M.**, (2005). Financial Management, New Delhi.
- PARSON, J. E., RAVIV, A.** (1985). Underpricing of Seasoned Issues. Journal of Financial Economics, 14 (3). 377 - 397.
- PEDRONI, P.** (2004). Panel Cointegration; Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. Econometric Theory, (20) 597-625.
- PESARAN, M.H.** (2007). A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross-Section Dependence. Journal of Applied Econometrics, (22). 265 – 312.
- POLAT, S.** (2009). İnitil Public Offering (IPO) Performance: A Case Study From İstanbul Stock Exchange Market. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Işık Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- PURNANANDAM, A. K., SWAMINATHAN, B.** (2005). Do Stock Prices Underact To SEO Announcements ? Evidence From SEO Valuation.
- RITTER, J. R.** (1984). The Hot Issue Market of 1980. Journal of Business, 57 (2). 15 - 240.
- RITTER, J. R.** (1991) The Long - Run Performance of Initial Public Offerings. Journal of Finance, 46 (1). 3 - 27.
- RITTER, J.R, WELCH, I.** (2002). A Review of IPO Activity, Pricing And Allocations The Journal of Finance, 57 (4). 1795-1828.
- ROBB, A. M., ROBINSON, D. T.** (2012). The Capital Structure Decision of New Firms. The Review of Financial Studies, 27 (1). 153-179.
- ROCK, K.** (1986). Why New Issues Are Underpriced. Journal of Financial Economics, (15). 187 - 212.
- RUBALCAVA, A.** (2012). Valuation Effects of the Sarbanes-oxley Act : Evidence From Seasoned Equity Offerings by Canadian Cross-Listed Firms. Midwest Finance Association 2012 Annual Meeting Paper, 1-16.
- RUBALCAVA, A.** (2015). Impact of the Sarbanes-oxley Act on Seasoned Equity Offerings by Canadian Cross-Listed Firms : Evidence From Bought Deals vs. Firm Commitment. International Journal of Business and Finance Research, 9 (1). 63-71.
- RUUTU, K.** (2010). Ownership Structure And Choice of Issue Method In Seasoned Equity Offerings. Master Thesis, Helsinki School of Economics Accounting And Finance Department.
- SAYMAN, Y.** (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- SCHADLER, F. P., MANUEL, T. L.** (1994). Underwriter Chocie And Annoucement Effects For Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial And Strategic Decisions, 7 (2). 53-65.
- SCHOLES, M. S.** (1972). The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. The Journal of Business, 45 (2). 179 - 211.

- SEAL, J. K., MATHARU, J. S.** (2012). Long Run Performance of Initial Public Offerings and Seasoned Equity Offerings in India. Working Paper, Indian Institute of Foreign Trade.
- SEVİM, Ş., AKKOÇ, S.** (2006). İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (16). 107 – 124.
- SHAHID, H., XIA, X., MAHMOOD, F., USMAN, M.** (2010). Behaviour of Information Asymmetry During SEOs Issue Process: Evidence From China. Asian Journal of Management Research.
- SHAHID, H., XIA, X., MAHMOOD, F., USMAN, M.** (2012). Do Accounting Based Regulations Reduce Information Asymmetry Problem?: Evidence From China. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business, (4).
- SHAW, C., D.** (1971). The Performance of Primary Common Stock Offerings: A Canadian Comparison. The Journal Finance, 26 (5). 1101-1113.
- SHEN, Y.** (2006). Seasoned Equity Offerings : Evidence From P.R. China. Master Thesis, Concordia University, Montreal Canada.
- SHILLER, R. J.** (1990). Speculative Prices And Poplar Models. The Journal of Economic Perspectives, 4 (2). 55 - 65.
- SHU, P-G., CHIANG, S-J.** (2014). Firm Size, Timing And Earnings Management of Seasoned Equity Offerings. International Review of Economics & Finance, (29). 177-194.
- SIU, D. T.L., FAFF, R. W.** (2013). Liquidity Management Around Seasoned Equity Offerings. Journal of Finance & Financial Services, 1 - 30.
- SPIESS, D. K., GRAVES, J. A.** (1995). Underperformance In Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics, 38 (3). 243 - 267.
- STHELE, R., EHRHARDT, O., PRZYBOROWSKY, R.** (2000). Long-run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity. European Financial Management, 6 (2). 173 – 196.
- STIGLER, G.J.** (1964). Public Regulation of the Securities Markets. Journal of Business, 37 (2). 117 – 142.
- SUNER, K.** (1995). Effect of Right Issues on Stock Prices in The İstanbul Stock Exchange. MBA Thesis, Koc University Graduate School of Business, İstanbul.
- Tarı, R.,** (2012). Ekonometri. Kocaeli : Umuttepe Yayınları.
- TEKER, S., TEKİT, Ö.** (2003). The Performance of Ipos In İstanbul Stock Exchange In Year 2000. Doğu Üniversitesi Dergisi, 4 (1). 117 - 128.
- TEOH, S. H., WELCH, I., WONG, T.J.** (1998). Earnings Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics, (50). 63 - 99.
- TEOH, S. H., WONG, T.J., RAO G. R.** (1998). Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?. Review of Accounting Studies, (3). 175 - 208.
- TERZİ, S.** (2011). Finansal Rasyolar Yardımıyla Finansal Başarısızlık Tahmini: Gıda Sektöründe Ampirik Bir Araştırma. Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, 15 (1). 1 – 18.
- TINIÇ, S. M.** (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. The Journal of Finance American Finance Association, 43 (4). 789-822.
- TÜKEL, A.** (2010). Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, (12). 102-121.

- UZUN, E.** (2009). İMKB'de Fiyat Aralığı İle Talep Toplama ve Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemleri İle İhraç Edilen Hisselerin Halka Arz Sonrası Getiri Performansı. İMKB Dergisi, 11 (43).
- 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., ERSOY, E.** (2008). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 23 (2) .243 - 258.
- ÜNLÜ, U., YILDIZ, B., YALAMA, A.** (2009). İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Getirilerinin Tahmini : Yapay Sinir Ağları İle İMKB İçin Ampirik Bir Çalışma. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Dergisi, (10). 29 - 47.
- VIROLAINEN, M.** (2009). Macro And Micro Determinants Of Seasoned Equity Offerings And Issuer Stock Market Performance. Master Thesis, Helsinki School of Economics Accounting And Finance Department.
- WALKER, M. D., YOST, K., ZHAO, J.** (2016). Credibility And Multiple SEOs : What Happens When Firms Return To The Capital Market?. Journal of Financial Management Association International, 45 (3). 675-703.
- WELCH, I.** (1992). Sequential Sales, Learning, And Cascades. The Journal of Finance, 47 (2). 695 – 732.
- WELCH, I.** (1989). Seasoned Equity Offerings, Imitation Costs And The Underpricing of Initial Public Offerings. The Journal of Finance, 44 (2). 421 - 449.
- WU, C., KWORK, C. C. K.** (2007). Long – Run Performance of Global Versus Domestic Initial Public Offerings. Journal of Banking & Finance, (31). 609 -627.
- XIANG, E, TIAN, G. Y., LIU, Z.** (2014). Do Mutual Funds Have Information Advantage ? Evidence From Seasoned Equity Offerings In China. International Review of Financial Analysis, (31). 70-79.
- YALÇINER, K.** (2006). Düşük Fiyatlama Olgusu İle Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi:1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 7 (2). 145 – 158.
- YENER, E, KARAKUŞ, R.** (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerinde Bir Uygulama. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 14 (2). 75 - 98.
- YI, J – H.** (1992). A Re Examination of The Long - Run Performance of Initial Public Offerings. Summer Research Paper, Southern California University.
- YILDIRIM, D., DURSUN, A.** (2016). Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. 30 (1). 189 - 202.
- YÜKSELTÜRK, O.** (2006). İşletmelerde Karı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Karı Yüksek Gösterme Eğilimleri. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.



EKLER

Ek 1: Analize Dahil Edilen İşletmeler

Sıra No	İşletmenin Borsadaki Kısa Adı	Tekrar Halka Arz Tarihi	Sıra No	İşletmenin Borsadaki Kısa Adı	Tekrar Halka Arz Tarihi
1	ACSEL	7.04.2015	41	GEREL	26.11.2015
2	AFYON	23.06.2015	42	GOZDE	29.04.2014
3	AKENR	14.04.2010	43	IHLAS	16.05.2011
4	AKENR	17.12.2012	44	IZTAR	1.07.2014
5	AKSEN	24.12.2012	45	IZTAR	3.11.2014
6	ALYAG	2.08.2012	46	IZFAS	28.08.2014
7	AEFES	26.03.2012	47	KARSN	14.09.2011
8	ARSAN	8.06.2010	48	KARSN	17.07.2013
9	ASLAN	11.03.2011	49	KERVT	1.10.2015
10	ATLAS	16.08.2013	50	KRSTL	12.08.2010
11	BAGFS	9.10.2012	51	MAKTK	28.05.2010
12	BAGFS	9.09.2014	52	MAKTK	26.07.2013
13	BALAT	15.04.2013	53	METRO	4.01.2011
14	BALAT	27.10.2015	54	MIPAZ	6.12.2011
15	BJKAS	22.03.2013	55	MIPAZ	26.09.2013
16	BISAS	4.04.2011	56	NTHOL	19.04.2011
17	BISAS	3.08.2012	57	OSMEN	15.08.2013
18	YYAPI	13.07.2010	58	OSMEN	6.07.2015
19	YYAPI	6.07.2012	59	PIMAS	8.11.2013
20	BOYP	22.06.2015	60	RAYSG	20.09.2010
21	BURVA	13.12.2013	61	RAYSG	28.10.2011
22	KERVN	8.05.2012	62	RHEAG	29.06.2011
23	CEMAS	10.11.2011	63	RHEAG	4.10.2011
24	DAGHL	4.06.2013	64	RHEAG	29.12.2011
25	DEVA	8.06.2011	65	SAYAS	28.01.2014
26	EDIP	28.09.2010	66	TACTR	25.12.2013
27	EDIP	3.12.2013	67	TACTR	6.02.2014

Ek 1: Analize Dahil Edilen İşletmeler

Sıra No	İşletmenin Borsadaki Kısa Adı	Tekrar Halka Arz Tarihi	Sıra No	İşletmenin Borsadaki Kısa Adı	Tekrar Halka Arz Tarihi
28	EGGUB	2.11.2012	68	KIPA	13.09.2011
29	EGCYH	4.01.2011	69	KIPA	15.04.2014
30	EMKEL	17.02.2011	70	TEKTU	2.09.2010
31	EMNIS	20.03.2013	71	TSPOR	8.01.2015
32	FINBN	25.10.2010	72	TRNSK	14.11.2012
33	FINBN	1.11.2011	73	TBORG	26.06.2012
34	FRIGO	19.09.2012	74	VKGYO	5.05.2014
35	GSRAY	19.06.2012	75	VKFYO	13.11.2014
36	GDKGS	3.12.2013	76	VANGD	6.06.2014
37	GYHOL	2.10.2015	77	YATAS	15.08.2011
38	GEREL	10.02.2011	78	ZOREN	16.05.2012
39	GEREL	3.07.2012	79	ZOREN	10.11.2015
40	GEREL	8.01.2015			

Ek 2: Peer Grup Analizine Dahil Edilen İşletmeler

Sıra No	Firma Adı	Sektör
1	SEKURO	Ambalaj
2	AKBNK	Banka
3	ISGYS	Finansal Kuruluşlar
4	ISYO	Finansal Kuruluşlar
5	INFO	Finansal Kuruluşlar
6	TRGYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
7	AVOD	Gıda
8	GUBRF	Gübre
9	CCOLA	İçecekler / Meşrubat
10	EPLAS	Kimya
11	EGEEN	Makine
12	KATMR	Makine
13	PRIZMA	Matbaa
14	TIRE	Mobilya
15	OTKAR	Otomotiv
16	TKNSA	Perakende
17	FENER	Spor
18	MNDRS	Tekstil
19	AYCES	Turizm
20	DURDO	Yayıncılık

Ek 3: İlk Gün Fiyat Performansı Analizinde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	<i>AR</i>	<i>LNIH</i>	<i>PD/DD</i>	<i>HAA</i>	<i>FARK</i>	<i>HAF</i>	<i>KOD</i>	<i>SAO</i>	<i>KHAM</i>	<i>LNASSET</i>
Ortalama	-0.03	12.83	5.97	1.32	61444098	3.37	-5.77	159.47	0.89	18.73
Medyan	-0.62	13.18	2.54	1.00	99518.08	1.00	-1.36	66.77	1.00	18.57
En Fazla	21.65	17.26	110.70	4.00	3140000000	50.00	34.82	3233.33	1.00	24.51
En Az	-17.52	2.54	-86.85	1.00	-13486050	0.34	-57.81	3.46	0.00	14.90
Standart Sapma	6.09	2.67	22.68	0.59	366000000	8.10	14.07	386.99	0.32	1.99
Çarpıklık	1.26	-1.11	1.91	2.07	7.78	4.30	-1.10	6.65	-2.43	0.63
Basıklık	7.06	5.08	16.34	7.80	64.94	21.75	5.50	52.09	6.91	3.18
Jarque-Bera Test İstatistiği	75.14	30.61	633.98	132.03	13425.09	1400.64	36.46	8514.44	128.00	5.28
Jarque-Bera Testi Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07
Toplam	-2.17	1013.83	471.35	104.00	4850000000	265.85	-455.61	12597.75	70.00	1479.78
Sapmaların Kareleri Toplamı	2897.52	555.99	40116.14	27.09	10500000000000000000	5111.74	15435.71	11681666.00	7.97	307.64
Gözlem Sayısı	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79

Ek 4: İlk Üç Günlük Fiyat Performansı Analizinde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	AR	CAR	HAA	FARK	HAF	KHAM	KOD	LNASSET	LNIH	PD_DD	SAO
Ortalama	0.12	0.26	1.32	61444098	3.37	0.87	-5.77	18.73	12.76	5.97	159.47
Medyan	-0.43	-0.55	1.00	99518	1.00	1.00	-1.36	18.57	12.96	2.54	66.77
En Fazla	21.19	42.22	4.00	3140000000	50.00	1.00	34.82	24.51	17.36	110.70	3233.33
En Az	-7.48	-22.96	1.00	-13486050	0.34	0.00	-57.81	14.90	2.60	-86.85	3.46
Standart Sapma	4.02	8.63	0.59	366000000	8.10	0.33	14.07	1.99	2.57	22.68	386.99
Çarpıklık	3.57	2.70	2.07	7.78	4.30	-2.25	-1.10	0.63	-1.11	1.91	6.65
Basıklık	19.47	15.11	7.80	64.94	21.75	6.04	5.50	3.18	5.20	16.34	52.09
Jarque-Bera Test İstatistiği	1060.96	578.68	132.03	13425.09	1400.64	96.94	36.46	5.28	32.22	633.98	8514.44
Jarque-Bera Testi Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
Toplam	9	20	104	4850000000	266	69	-456	1480	1008	471	12598
Sapmaların Kareleri Toplamı	1263	5814	27	10500000000000000000000000	5112	9	15436	308	517	40116	11681666
Gözlem Sayısı	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79

Ek 5: İlk Yedi Günlük Fiyat Performansı Analizinde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	AR	CAR	FARK	HAA	HAF	KHAM	KOD	LNASS ET	LNIIH	PD DD	SAO	V_AR	V_CA R
Ortalama	0.29	0.68	61444098	1.32	3.37	0.87	-5.77	18.73	12.81	5.97	159.47	4.94	14.83
Medyan	-0.43	-0.96	99518.08	1.00	1.00	1.00	-1.36	18.57	13.14	2.54	66.77	4.66	16.16
En Fazla	23.11	146.67	3140000000	4.00	50.00	1.00	34.82	24.51	17.98	110.70	3233.3 3	6.09	22.44
En Az	-20.98	-46.50	-13486050	1.00	0.34	0.00	-57.81	14.90	0.00	-86.85	3.46	4.21	6.09
Standart Sapma	4.97	15.76	364000000	0.59	8.05	0.33	13.99	1.98	2.75	22.55	384.89	0.66	5.55
Çarpıklık	1.34	4.65	7.78	2.07	4.30	-2.25	-1.10	0.63	-1.28	1.91	6.65	0.69	-0.25
Basıklık	10.11	35.85	64.94	7.80	21.75	6.04	5.50	3.18	5.78	16.34	52.09	1.95	1.68
Jarque-Bera Test İstatistiği	1331.2 1	26862.0 8	93975.63	924. 18	9804.4 8	678. 61	255.24	36.95	328.5 8	4437.8 5	59601. 07	69.60	45.75
Jarque-Bera Testi Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Toplam	159.96	375.90	34000000000	728. 00	1860.9 6	483. 00	- 3189.2 4	10358.4 5	7082. 43	3299.4 2	88184. 26	2734. 33	8201.9 0
Sapmaların Kareleri Toplamı	13637. 36	137165. 40	7320000000000000	189. 62	35782. 17	61.1 4	10805 0	2153.46	4169. 28	28081 3	817716 64	241.4 1	17016. 98
Gözlem Sayısı	553	553	553	553	553	553	553	553	553	553	553	553	553

Ek 6: İlk 36 Aylık Fiyat Performansı Analizinde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	AR	CAR	HAA	HAF	KHA M	KOD	LNASS ET	LNİH	SAO	VAR	VCAR
Ortalama	-1.10	-23.57	1.04	2.27	0.9	-3.12	18.80	12.83	200.76	10.55	50.26
Medyan	-2.00	-19.26	1	1.00	1	-0.56	18.75	12.98	79.01	9.89	53.65
En Fazla	102.06	176.63	2	25.15	1	34.82	24.19	17.89	3233.3	23.26	69.22
En Az	-64.43	-177.35	1	0.74	0	-42.66	15.60	3.04	3.46	6.13	23.26
Standart Sapma	11.12	52.68	0.20	4.58	0.30	12.41	1.81	2.15	468.87	3.59	11.27
Çarpıklık	1.84	0.01	4.69	4.36	-2.67	-0.64	0.57	-0.60	5.52	1.68	-0.71
Basıklık	18.75	3.86	23.04	20.97	8.11	5.45	3.29	3.83	35.26	6.18	2.62
Jarque-Bera Test İstatistiği	19619.68	56.15	36737.63	29926.91	4092.59	573.02	102.46	159.45	87163.36	1602.36	161.12
Jarque-Bera Testi Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Toplam	-	-	1872	4092.8	1620	-	33835.6	23091.	361374	18984.	90463.
	1978.58	42431.69		2		5620.045	9	25	.6	63	68
Sapmaların Kareleri Toplamı	22255	499314	69.12	37765.	162	277084	5891.42	8291.6	3.95E+	23229.	22833
Gözlem Sayısı	5.3	0	24	1800	1800	.8	7	73	08	02	0.8
	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800





ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri : Ankara
Doğum Tarihi : 22.12.1983
Medeni Durumu : Bekar
Adres : Plajyolu Sokak. No : 16 / 10. Ambarlı Mah. Avcılar – İstanbul
E - Posta : mustafaozyesill@gmail.com

Eğitim Durumu

- Lisans : Yıldız Teknik Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü – 2008 – 3,78 / 4.
- Y.Lisans : İstanbul Kültür Üniversitesi, SBE, İşletme Yönetimi – 2012 – 3,10 / 4.

Yabancı Dil

- İngilizce (Yökdil – 96,25 / 100)
- Arapça

Profesyonel İş Deneyimi

- Gübre Fabrikaları T.A.Ş – Bütçe Raporlama ve Yatırımcı İlişkileri Kıdemli Uzmanı (2008-2013)
- İttifak Holding – Yatırımcı İlişkileri Müdürü – (2013 – 2014)
- Nuh Çimento - Bütçe Raporlama ve Yatırımcı İlişkileri Şefi – (2014 – 2015)
- Bayraktar Kardeşler İnşaat – IR Coordinator – (2015)
- Omega Yapı ve İnşaat A.Ş. – Fon Yöneticisi – (2015 – Devam - Danışmanlık)

Sahip Olunan Lisans / Sertifikalar

*SPK Faaliyetleri Düzey 3

*Kurumsal Yönetim Derecelendirme

*G.Menkul Değerleme

* Kredi Derecelendirme

*Türev Araçları

Diğer

Microsoft Office : İleri Düzey (Excel Makro Yazabilme)

Uyumsoft ERP : İleri Düzey

Qlikview Raporlama Yazilimi : İleri Düzey

Metastock Teknik Analiz Prog : İleri Düzey