

Borsa İstanbul' da 2013-2018 Yılları Arasında İlk Kez Halka Arz Edilen Payların Kısa Dönem Fiyat Performanslarının İncelenmesi (Research of Short-Run Price Performance of Initial Public Offering Shares between 2013-2018 in Borsa İstanbul)

Göksenin YAŞAR^a Burak TERİM^b Cevdet KAYALI^c

^a Bilim Uzmanı. gokseninyasar@gmail.com

^b Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Manisa, Türkiye. burak.terim@cbu.edu.tr

^c İzmir Demokrasi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, İzmir, Türkiye. calptekin.kayali@idu.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz Yüksek Fiyatlamaya Kısa Dönem Fiyat Performansı BİAŞ Gönderilme Tarihi 29 Eylül 2020 Revizyon Tarihi 8 Aralık 2020 Kabul Tarihi 15 Aralık 2020 Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	Amaç – Bu çalışmanın amacı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2013 yılında yapılan düzenleme sonrası, sermayenin tabana yayılmasını ve anonim ortaklıkların önemli bir finansman olanağına kavuşmasını sağlayan halka arzlarda, halka arz edilen şirket hisse senetleri için düşük fiyatlamaya olgusunun varlığının incelenmesidir. Yöntem – Bu çalışmada halka arz edilen hisse senetlerinin ele alınan periyotlardaki dönem sonu ve dönem başı fiyatları incelenerek performans analizi yapılmış ve literatürdeki diğer çalışmalarla karşılaştırılmıştır. Hisse senetlerinin fiyat performansları, piyasayı etkileyen makro faktörlerden arındırılarak hesaplanmaya çalışılmıştır. Fiyat performansları ölçülürken ham getiriler ve düzeltilmiş artırı getirileri de göz önünde bulundurularak BIST 100 endeksi verilerinden yararlanılmıştır. Bulgular – Sermaye piyasası kurulu tarafından 2013 yılında yapılan halka arz düzenlemesi sonrasında, 2013-2018 yılları arasında Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)' de ilk defa halka arz olunan 50 şirketin hisse senetlerinin ilk işlem günündeki fiyat performansları ve ilk 30 günlük fiyat performansları yıllara, işlem gördükleri pazara ve BIST 100 endeksine göre incelenmiştir. Elde edilen bulguların diğer gelişmiş, gelişmekte olan piyasalarda ve geçmiş yıllar veri setleri ile yapılmış diğer çalışmalardan farklılık gösterdiği gözlenmiştir. Tartışma – Bir şirketin hisse senetlerini birincil piyasada halka arz ederken belirleyeceği hisse senedi fiyatı, ekonominin içinde bulunduğu duruma, sektördeki durumuna ve yatırımcıların o dönemdeki sermaye piyasalarına olan ilgisine bağlıdır. Bu bağlamda hisse senetleri halka arz edilen 2013-2018 yılları arasındaki şirketlerin, şirketin sektördeki büyüklüğü, sermaye piyasası içindeki konumu ve endeksteki ağırlığı, arz fiyatını ve ilk 30 günlük fiyat performansını etkilemekte olup, bu etkiler araştırılabilir.

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Initial Public Offering Over-pricing Short-run Price Performance BIAS Received 29 September 2020 Revised 8 December 2020 Accepted 15 December 2020 Article Classification: Research Article	Purpose – The objective of this study is to examine the notion of underpricing for stocks offered in initial public offerings in order to enlarge the equity base and provide an important financing opportunity for joint stock corporations, after the regulations made by the Capital Markets Board of Turkey (SPK) in 2013. Design/methodology/approach – In this study, the end-of-period and beginning prices of the stocks offered in initial public offerings were analysed to demonstrate performance analysis and compared with other studies in the literature. The calculation of the price performances of stocks does not consider macro factors affecting the market. While measuring the price performances, BIST 100 index data were used by taking initial raw returns and initial abnormal returns into consideration. Findings – After the initial public offering regulations made by the Capital Markets Board of Turkey in 2013, the price performances of the stocks of the first 50 companies that were offered to the public in Borsa İstanbul A.Ş. (BIST) in 2013-2018 are examined based on the price performances in their first day, in the first 30 days according to years, the market in which they are traded in and the BIST 100 index. It has been observed that the obtained findings differ from other studies conducted in other developed, emerging markets and the previous years' dataset. Discussion – The stock price that a company determines when offering its shares to the public in primary markets, depends on the state of the economy, the company's position in the sector and the interest of the investors in the capital markets of that period. In this context, the size of the company in the sector, its position in the capital market and its weight in the index affect the offering price and the price performance of the first 30 days, and these effects can be investigated.

Önerilen Atf/ Suggested Citation

Yaşar, G., Terim, B., Kayalı, C. (2020). Borsa İstanbul' Da 2013-2018 Yılları Arasında İlk Kez Halka Arz Edilen Payların Kısa Dönem Fiyat Performanslarının İncelenmesi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12 (4), 3965-3980.

1. GİRİŞ

Şirketlerin en önemli sermaye kaynaklarından birisi de kuşkusuz halka arzlardan elde edilen fonlardan oluşmaktadır. Şirket açısından halka arzlar (birincil piyasalarda) işletme sermayesinin finansmanında ya da aktiflerinin finansmanında kullanılarak finansman maliyetlerini azaltmasıyla (alternatif maliyet) rekabet ve büyüme stratejileri bakımından kısa ve uzun dönemde önemlidir.

Halka arzların menkul kıymet yatırımcıları için önemi ise ilk halka arz edilen hisse senedi fiyatı ile fiyat değişikliklerinden sağlayacakları kısa veya uzun dönemdeki getiridir. Özellikle de yatırımcılar açısından halka arzlardaki fiyatın, kısa ve uzun dönemde sağlayacakları getiriyi doğru öngörebilmeleri açısından önemi büyüktür. Bu bakımdan ilk halka arzlar finans alanında araştırmacılar açısından gelişmiş ya da gelişmekte olan ülke piyasalarında ilgiyle incelenen bir konu olmuştur.

“Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık olarak tanımlanır”(SPK, 2016:1).

“Ortak sayısı 500’ün altında olan ortaklıklar ve daha önce halka arzı gerçekleştirilmemiş anonim ortaklıkların ilk kez yapacağı halka arz “Halka Açılma” olarak ifade edilmektedir. Payları halka arz edilmiş ortaklıkların, paylarını tekrar halka arz etmelerine “İkincil Halka Arz” denilmektedir” (SPK, 2018).

“Şirketlerin paylarını halka arz etme şekli koşullara bağlı olarak değişebilmektedir. Şirketler, mevcut sermayeyi temsil eden payların bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebildiği gibi sermaye artırımını yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilir veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilir” (SPK, 2016:1).

Bir şirketin hisse senetlerini birincil piyasada halka arz ederken belirleyebileceği hisse senedi fiyatı arz şekline (sermaye artırımını, ortak satışı gibi), piyasa koşullarına, yatırımcıların hisse senedi piyasasına olan ilgilerine gibi birçok etkene bağlı iken, halka arz sonrası ilk gün fiyatını etkileyen faktörler ise piyasa koşulları, şirketin yapısı ve yatırımcı profili olarak açıklanabilir.

Halka arzlarda hisse senetlerinin ilk işlem gününde piyasanın üzerinde bir getiri elde etmesi piyasa değerinin (gerçek değerinin) altında fiyatlanmasına bağlıdır ve bu durum “düşük fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır. Düşük fiyatlama tekniğinin temel varsayımı kuşkusuz yatırımcıların kısa vadede taleplerinin karşılanması ve şirketlerin de halka arzla hedefledikleri fon tutarına ulaşmaları olarak ifade edilebilir.

Halka arzları artırmak suretiyle şirketlerin sermaye piyasasının sunduğu imkanlardan yararlanmasına katkıda bulunmak amacıyla, Borsa İstanbul A.Ş. , Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Sanayi Odası, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından 07.08.2008 tarihinde bir işbirliği protokolü imzalanmıştır. 2010 yılında yürürlüğe giren bu protokol ile birlikte halka arz seferberliği çerçevesinde 73 şirket halka arz olmuştur.

Halka arz seferberliğinde halka arz olan firma paylarının arz sonrasında gösterdiği fiyat performansları eleştiri konusu olmuş, 2013 yılında SPK tarafından halka arza ilişkin düzenlemelere gidilmiştir. Bu çalışmanın amacı bu düzenleme sonrası, halka arzlarda, halka arz edilen şirket hisse senetleri için eleştirilere konu düşük fiyatlama olgusunun varlığının incelenmesidir.

Halka açılan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin fiyat performansı finans literatüründe oldukça ilgi gösterilen bir araştırma konusu olmuştur. Yapılan çalışmalarda üç anomali üzerinde durulmuştur. Düşük fiyatlama, uzun dönem ve kısa dönem fiyatlamalar incelenmiştir. Bu çalışma da, Borsa İstanbul A.Ş.’ de ilk defa halka arzı gerçekleştirilen paylarda düşük veya yüksek fiyatlamasının varlığı ve bu payların kısa dönemde göstereceği performans incelenmeye çalışılmıştır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. İlk Halka Arz Fiyatlaması Kavramı

“İlk halka arzların fiyatlamaları, finans literatürünün en önemli ve en sıcak konularından olup, ilk halka arzların düşük fiyatlandırıldığı üzerine bir uzlaşma vardır. Halka arz fiyatının, payın borsada işlem gördüğü ilk günkü kapanış fiyatının altında kalması, söz konusu payın düşük fiyatlandırılarak halka arz edildiği anlamına gelmektedir” (Özer, 2014: 6).

“Finans literatüründe, ortaklık paylarının gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “düşük fiyatlandırma”, gerçek değerinin üstünde bir fiyattan satışa sunulması ise “yüksek fiyatlandırma” olarak adlandırılmaktadır” (Ünlü ve Ersoy, 2008: 244).

“İlk halka arzlarında payların performanslarının değerlendirilmesine ilişkin yapılan araştırmaların büyük bir çoğunluğu, halka ilk kez arz edilen payların düşük fiyatlandırıldığını ortaya koymaktadır. Bu durum Halka arza katılan yatırımcıların, halka arzın ilk günlerinde bu hisse senetlerini ikincil piyasada satarak piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde edeceği anlamına gelmektedir” (Erpek, 2006: 14).

2.2. İlk Halka Arz Fiyatlandırmasına İlişkin Literatür

İlk kez halka arz edilen payların borsa fiyat performanslarına ilişkin olarak Türkiye’ de ve uluslararasıda birçok çalışma yapılmış ve önemli bulgulara ulaşılmıştır. Çalışmalar, ilk halka arzların performanslarını “kısa dönem” ve “uzun dönem” fiyat performansları şeklinde iki zaman diliminde incelemiştir.

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin, kısa dönem fiyat performanslarını ölçümlemek için yapılan çalışmalarda, genellikle ilk halka arzların, halka arz edildikleri ilk gün piyasa performansının üzerinde bir getiri sağladığını doğrulayan önemli sayıda sonuç elde edilmiştir.

“Düşük fiyatlandırma kavramı çok kısa dönem için kullanılmaktadır. Stoll ve Curley (1970), Logue (1973), Reilly (1973) ve Ibbotson (1975) çalışmalarında, halka arz fiyatının ilk gün kapanış fiyatının altında kaldığını gösteren ilk çalışmalardır” (Özer, 2014: 6).

“İlk defa halka arz edilen payların fiyat performansları üzerine yapılan araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda ilk defa halka arz edilen payların düşük fiyatlandırıldığı gözlenmektedir” (Ünlü ve Ersoy, 2008:244).

Tablo 1’ de çeşitli gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ilk halka arzların ilk gün getirileriyle ilgili yapılan çalışmalar sunulmuştur.

Tablo 1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Düşük Fiyatlandırma İle İlgili Çalışmalar (Loughran vd., 2020:2)

Ülke	Yazarlar	Halka Arz Sayısı	Periyod	Ort. İlk Gün Getiriler (%)
Arjantin	Eijgenhuijsen&Van Der Valk; Dealogic	30	1991-2018	5,7
ABD	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	13.244	1960-2019	16,90
Almanya	Ljungqvist; Rocholl; Vismara; Dealogic	779	1978-2014	23,0
Avustralya	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham ; Dealic	2.069	1976-2018	19,8
Avusturya	Aussenegg; Dealogic	106	1971-2018	6,2
Belçika	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart Du Mortier; Dealogic	154	1984-2017	11,0
Birleşik Arap Emirlikleri	Alanzi & Al-Zoubi	24	2003-2010	270,1
Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima; Dealogic	303	1979-2018	30,3
Bulgaristan	Nikolov	9	2004-2007	36,5
Çin	Chen, Choi, & Jiang; Jia, Xie, Zhang, & Ritter; Qian; Jin	3.798	1990-2019	169,5
Danimarka	Jakobsen & Sorensen; Ritter	173	1984-2017	7,4
Endonezya	Suherman	531	1990-2017	26,4
Fas	Alami Talbi; Hearn	33	2000-2011	33,3
Filipinler	Sullivan & Unite; Dealogic	173	1987-2018	17,3
Finlandiya	Keloharju; Dealogic	209	1971-2018	14,2
Fransa	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara; Dealogic	834	1983-2017	9,7
Güney Afrika	Page & Reyneke; ali, Subrahmanyam & Gleason; Dealogic	342	1980-2018	17,2

Hindistan	Marisetty and Subrahmanyam; Dealogic	3.145	1990-2017	85,2
Hollanda	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist & Wilhelm; Ritter	212	1983-2017	13,3
Hong Kong	Mc Guinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Dealogic	2.042	1980-2017	44,5
İngiltere	Dimson; Vismara; Levis; Doukas & Hoque	5.185	1959-2016	15,8
İran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22,4
İrlanda	Dealogic	38	1991-2013	21,6
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera; Dealogic	199	1986-2018	9,2
İsrail	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13,8
İsveç	Rydqvist; Schuster; De Ridder	405	1980-2015	25,9
İsviçre	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Dealogic	164	1983-2018	25,2
İtalya	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara; Dealogic	413	1985-2018	13,1
Japonya	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer & Ritter; Kaneko & Pettway; Kaneko; Dealogic	3.756	1970-2019	46,8
Kanada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	758	1971-2017	6,4
Kıbrıs	Gounopoulos, naunis, and Stylianides; Chandriotis	73	1997-2012	20,3
Kore	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Moshairan & Ng; Cho; Cho; Joh; Dealogic; Lee	2.007	1980-2018	55,2
Lübnan	Al-Ali and Braik	53	1999-2008	149,0
Malezya	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma; Dealogic	562	1980-2018	51,0
Mauritius	Bundoo	40	1989-2005	15,2
Meksika	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & Van Der Valk; Villarreal	149	1987-2017	9,9
Mısır	Omran; Hearn	74	1990-2017	9,4
Nijerya	Ikoku; Achua; Dealogic	125	1989-2017	12,8
Norveç	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Dealogic; Fjesme	266	1984-2018	6,7
Pakistan	Mumtaz	80	2000-2013	22,1
Polonya	Jelic & Briston ; Woloszyn ; Sieradzki	350	1991-2019	11,7
Portekiz	Almeida & Duque; Dealogic	33	1992-2017	11,5
Rusya	Dealogic	64	1999-2013	3,3
Singapur	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Dealogic	687	1973-2017	25,8
Srilanka	Samarakoon; Dealogic	134	1987-2018	28,9
Suudi Arabistan	Al-Anazi, Forster & Liu; Alqantani	80	2003-2011	239,8
Şili	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Dealogic	86	1982-2018	6,9
Tayland	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti; Vithessonthi; Dealogic	697	1987-2018	40,0
Tayvan	Chen; Chiang	1.915	1980-2019	37,2
Tunus	Hearn, Dealogic	38	2001-2014	21,7
Türkiye	Kıymaz; Durukan; İnce; Küçükkocaoğlu; Elma; Dealogic	404	1990-2014	9,6
Vietnam	Tran, Le & Hoang; Nguyen, Trinh, & Ninh	167	2005-2017	33,3

Yeni Zelanda	Vos & Cheung; Camp & Munro; Alqantani	269	1979-2018	15,9
Yunanistan	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos& Nounis	373	1976-2013	50,8

Türkiye’de yapılan araştırmaların çoğunluğu kısa dönem performans ve düşük fiyatlama üzerine yapılmıştır. Ülkemizde halka arz edilen payların kısa dönemli performans araştırmalarının birçoğunda düşük fiyatlamının gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Tablo 2’ de Türkiye’ de yapılan halka arzların kısa dönemli getirileriyle ilgili yapılan çalışmalardaki ilk gün getirileri sunulmuştur.

Tablo 2. Türkiye’ de Yapılan Halka Arzların Kısa Dönemli Getirileriyle İlgili Yapılan Çalışmalar

Yazarlar	Halka Arz Sayısı	Periyod	Ort. İlk Gün Getiriler (%)
Aydoğan ve Yıldırım (1991)	33	1989-1991	1,2
Akkaşoğlu (1992)	35	1990-1991	12,5
Erdem (1993)	64	1989-1992	18,8
Kıymaz (1996)	88	1990-1995	12,2
Kıymaz (1997 (a))	39	1989-1995	15,3
Özer (1999)	89	1989-1994	12,41
Güner, Önder, Danışoğlu (1999)	118	1993-1998	7
Kıymaz (2000)	163	1990-1996	13,1
Durukan (2002)	173	1990-1997	14,61
Aydoğan, Aktaş ve Karan (2003)	190	1992-2000	9,2
Teker ve Ekit (2003)	34	2000	9,78
Özden (2005)	134	1990-1997	7,1
Yalçiner (2006)	93	1997-2004	7,2
Sevim Akkoç (2006)	185	1990-1999	10,69
Bildik ve Yılmaz (2008)	244	1990-2000	5,94
Altan ve Hotamış (2008)	67	2000-2006	6,78
Küçükkocaoğlu (2008)	217	1993-2005	9,6
Eraydın (2008)	88	1999-2007	7,3
Daştan (2008)	25	2004-2007	5,8
Ünlü ve Ersoy (2008)	112	1995-2008	6,52
Ünlü vd. (2009)	136	1992-2005	8,7
Kırkulak (2010)	150	1995-2004	8,26
Tükel (2010)	42	2000-2007	10,94
Çelik ve Sağlam (2011)	40	1993-2006	11,3
Otlu ve Ölmez (2011)	53	2006-2011	6,69
Özer (2014)	71	2011-2013	4,81
Yazaroğlu (2015)	106	2010-2014	3,09
Bayram (2015)	92	1999-2009	6,85

3. YÖNTEM

3.1. Araştırma Örnekleme ve Modeli

Bu çalışmanın amacı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2013 yılında yapılan düzenleme sonrası halka arzlarda, halka arz edilen şirket hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusu varlığının incelenmesidir.

Bu çalışmada 2013-2018 yılları arasında Borsa İstanbul A.Ş.’ de halka açılan 50 anonim şirkete ilişkin ortaklık paylarının ilk otuz günlük fiyat hareketlerini yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara ve BİST 100 Endeksine göre incelemesi yapılmıştır. Çalışmaya konu olan veriler Borsa İstanbul A.Ş. ve Finnet 2000’nin internet sitesinden alınmıştır.

Hesaplamalarda pay fiyatları olarak düzeltilmemiş kapanış fiyatları baz alınmış, endeks verisi olarak ise Borsa İstanbul A.Ş.’ nin 100 endeksinin kapanış verileri kullanılmıştır. Verilerde şirketlerin halka açıldığı gün 0. Gün

olarak alınmış, 1. Gün fiyatları Borsada işlem görmeye başladıkları tarihin ertesi günkü kapanış fiyatları olarak alınmıştır.

2013 – 2018 yıllarında ilk kez halka arzı gerçekleştirilen şirket sayısı 51 olup, 2014 yılında halka arz edilen Mutlucan Tuz Madencilik İnşaat Turizm Otomotiv Petrol Nakliye Sanayi ve Ticaret A.Ş.' ye yeterli talep oluşmaması nedeniyle halka arzı iptal edilmiş bu yüzden çalışmamızda değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Borsa İstanbul A.Ş.' de 30.11.2015 tarihinden itibaren Ulusal Pazar, II. Ulusal Pazar kaldırılmış ve Kurumsal Ürünler Pazarının mevcut yapısı değiştirilmiştir. Yeni düzenlemede Ana Pazar ve Yıldız Pazar kurulmuş, Kurumsal Ürünler Pazarının ismi de Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı olarak değiştirilmiştir. Çalışmamızda ilk defa halka arz olan şirketlerden Ulusal Pazarda yer alanlar Ana Pazarda, II. Ulusal Pazarda yer alan şirketler de Yıldız Pazarda değerlendirilmiştir.

Çalışmamızda payların kısa dönem fiyat performans ölçümünde kullanılan başlangıç getirisi iki farklı şekilde hesaplanmıştır. Bunlardan ilki ham getiri (initial raw return) diğeri Borsa İstanbul A.Ş. 100 Getiri Endeksine göre düzeltilmiş artık getiridir (initial abnormal return).

Başlangıç ham getirisi, ilk halka arz edilmiş payların halka arz fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk günün kapanış fiyatı (ikinci seans kapanış fiyatı) arasındaki yüzdesel farktır. Çalışmada başlangıç ham getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır. (Bayram, 2015:166)

$$r_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,İHAF}) - 1 \quad (1)$$

$r_{i,t}$ = i Şirketinin t İlk Halka Arz Günü Başlangıç Ham Getirisi

$P_{i,t}$ = i Şirketinin t İlk İşlem Günü Kapanış Fiyatı

$P_{i,İHAF}$ = i Şirketinin İlk Halka Arz Fiyatı

Başlangıç ham getirilerden elde edilen sonuç, ilgili t işlem gününde İHA (İlk Halka Arz) şirketinin bulunduğu sektöre veya genel ekonomik bir gelişmeden kaynaklı özgün bir değer alabilecektir. Bu nedenle sonucun t günü için piyasayı etkileyen makro faktörlerden arındırılarak, ilgili pay senedine özgü performansı yansıtmasını sağlamak amacı ile artık getiriler hesaplanmıştır. Artık getiri ifadesiyle, ilk halka arzı gerçekleştirilen pay senedinin ham getirisinin, aynı dönem için hesaplanan Borsa İstanbul A.Ş. 100 Getiri Endeksi getirisini aşan kısmı ifade edilmek istenmektedir. Başlangıç Artık Getirisinin hesaplanmasında öncelikle karşılaştırma ölçütü olan Borsa İstanbul 100 Endeks Getirisi her halka arz şirketinin t ilk halka arz günü için aşağıdaki eşitlik ile hesaplanmıştır. (Bayram, 2015:167)

$$r_{BIST100,t} = (P_{BIST100,t} / P_{i,t-1}) - 1 \quad (2)$$

$r_{BIST100,t}$ = BIST 100 Endeksinin İHA Şirketinin t İlk İşlem Günü Getirisi

$P_{BIST100,t}$ = BIST 100 Endeksinin İHA Şirketinin t İlk İşlem Günü Kapanış Fiyatı

$P_{BIST100,t-1}$ = BIST 100 Endeksinin İHA Şirketinin t İlk İşlem Günü Önceki Gün Kapanış Fiyatı

(1) ve (2) no'lu eşitlikler kullanılarak her bir İHA şirketi pay senedinin başlangıç artık getirisi ise aşağıdaki eşitlikle hesaplanmıştır.

$$ar_{i,t} = r_{i,t} - r_{BIST100,t} \quad (3)$$

$ar_{i,t}$ = i Şirketinin t ilk işlem günü Artık Getirisi

$r_{i,t}$ = i Şirketinin t, İlk Halka Arz Günü Başlangıç Ham Getirisi

$r_{BIST100,t}$ = BIST 100 Endeksinin t İlk İşlem Günü Getirisi

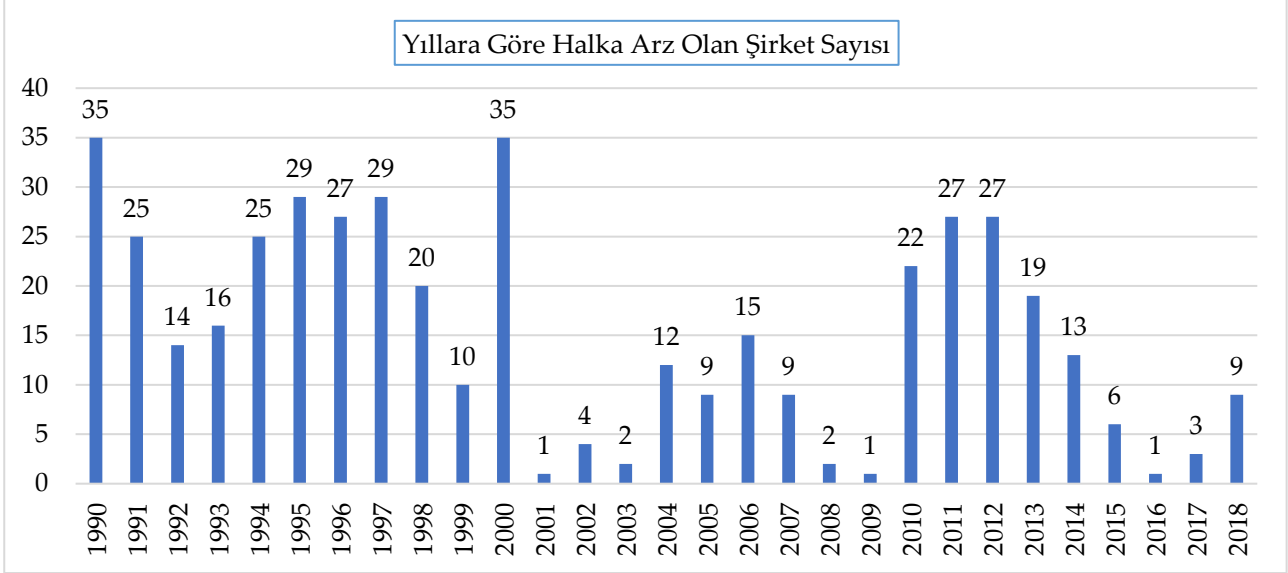
n adet ilk halka arz şirketten oluşan eşit ağırlıklı bir portföy için t ilk halka arz gününde piyasa getirisine (BIST 100 Endeksi) göre düzeltilmiş ortalama artık getiriler ise aşağıdaki eşitlik ile hesaplanmıştır.

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^n ar_{i,t} \quad (4)$$

3.2. Borsa İstanbul (BIST)' da 2013-2018 Yılları Arasında Gerçekleştirilen İlk Halka Arzlar

2013 yılında SPK tarafından halka arza ilişkin düzenlemelere gidilmiştir. 2013-2018 yılları arasında 51 şirket halka arz olmuş, 1 şirketin halka arzı talep yetersizliğinden dolayı iptal olmuştur. 2013-2018 yılları arasında halka arz olan 5 firma gerekli yükümlülüklerini yerine getiremediklerinden kottan çıkartılmıştır.

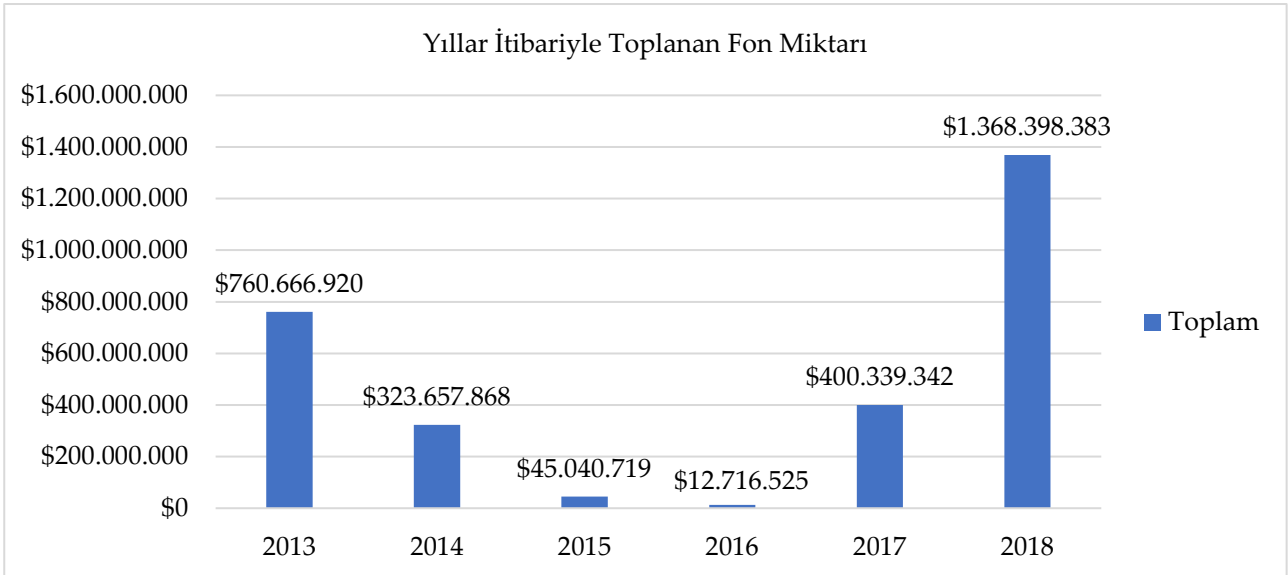
Türkiye' de 1990-2018 Yılları arası halka arz olunan şirket sayısı Grafik 1' deki gibidir.



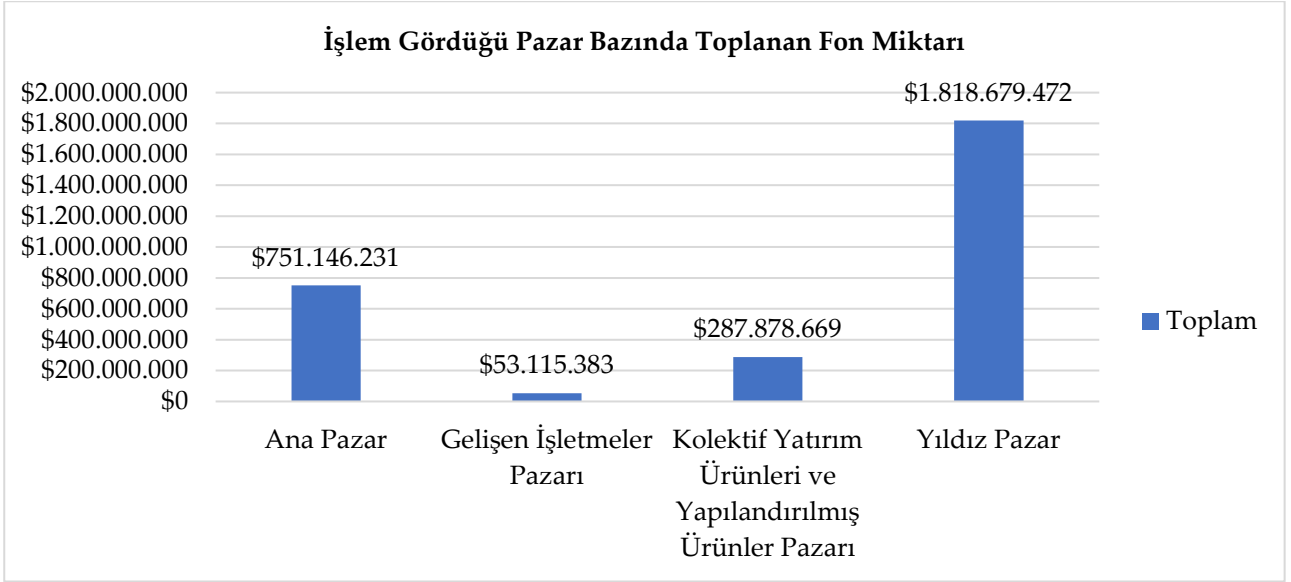
Grafik 1. Yıllar İtibariyle Halka Arz Olunan Şirket Sayısı

2013 Yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından pay halka arzlarına özellikle fiyatlamaya yönelik ek düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenleme sonrası halka arzlarda dikkat çekici bir düşüş yaşanmıştır. Bu düzenlemelerle birlikte halka arz isteği azalmıştır denilebilir.

Türkiye' de 2013 – 2018 yılları arasında yapılan toplam 50 halka arzda, toplam \$2.910.819.756,09 kaynak elde edilmiş olup bunların yıllar ve işlem gördükleri pazarlar itibariyle dağılımları Grafik 2 ve Grafik 3 ile açıklanmaya çalışılmıştır.



Grafik 2. Yıllar İtibariyle Toplanan Fon Miktarı (USD)

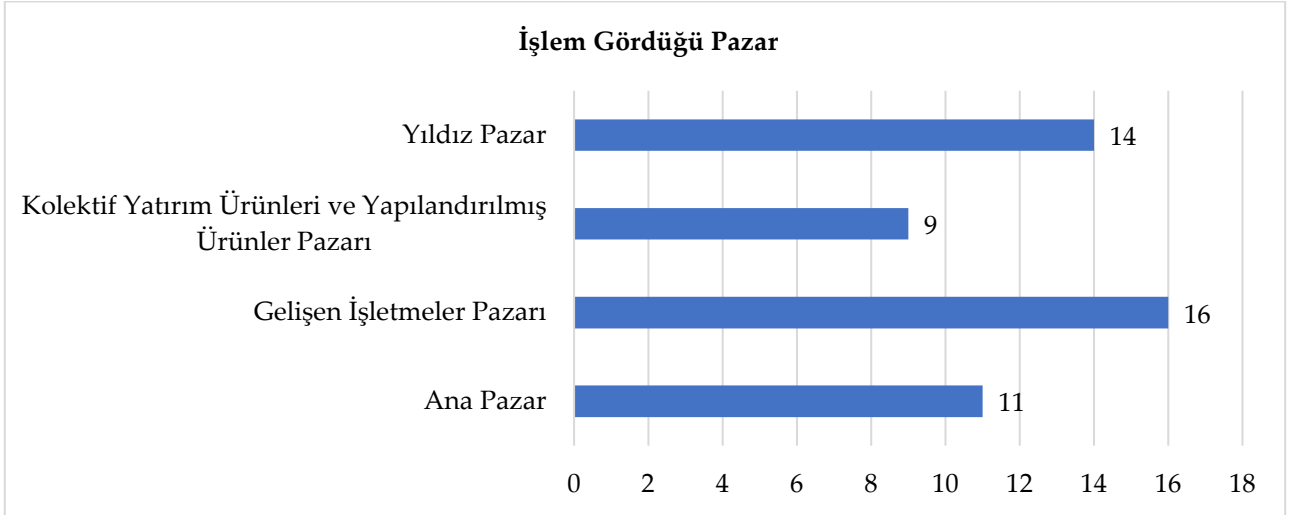


Grafik 3. İşlem Gördüğü Pazar Bazında Toplanan Fon Miktarı (USD)

2013-2018 yılları arasında en düşük toplanan fon miktarı 2015 yılında olurken en çok fon miktarı 2018 yılında toplanmıştır. Son yıllarda halka arzlara yatırımcı ilgisinin arttığı görülmektedir. Bu noktada 2018 yılında gerçekleştirilen Aselsan'ın ikincil halka arzının etkisinin de göz ardı edilmemesi gerekir.

Payların işlem gördüğü pazar bazında bakıldığında en düşük fon Gelişen İşletmeler Pazarında toplanırken, en çok fon miktarını da Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler toplamıştır.

Halka arz olan firmaların işlem gördüğü pazarlara ilişkin dağılım ise Grafik 4' te görüldüğü gibidir.



Grafik 4. Halka Arz Olan Firmaların İşlem Gördüğü Pazar Bazında Dağılımları

Halka ilk defa arz olan firmalar en çok Gelişen İşletmeler Pazarında yer almasına rağmen toplanan en düşük miktar yine bu pazarda işlem gören şirketler tarafından toplanmıştır.

4. BULGULAR

4.1. 2013-2018 Yıllarında Yapılan İlk Halka Arzların Kısa Dönemli Performanslarının Analizi

Çalışmada 2013-2018 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 50 anonim ortaklığın paylarının ilk 30 işlem günündeki performansları yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara ve BİST100 Endeksinin getirisine göre analiz edilmiştir.

Yapılan çalışmada 2013-2018 yılları arası ilk halka arz olan ortaklık paylarının BİST 100 Endeksinden arındırılmış ilk gün artı getirisi -%14,04 olmuştur. Çıkan sonuçlara göre 2013-2018 yılları arasında yüksek fiyatlamaya yapıldığı söylenebilir. Yıllara göre ilk 30 günlük AR değerleri Tablo 3' teki gibidir.

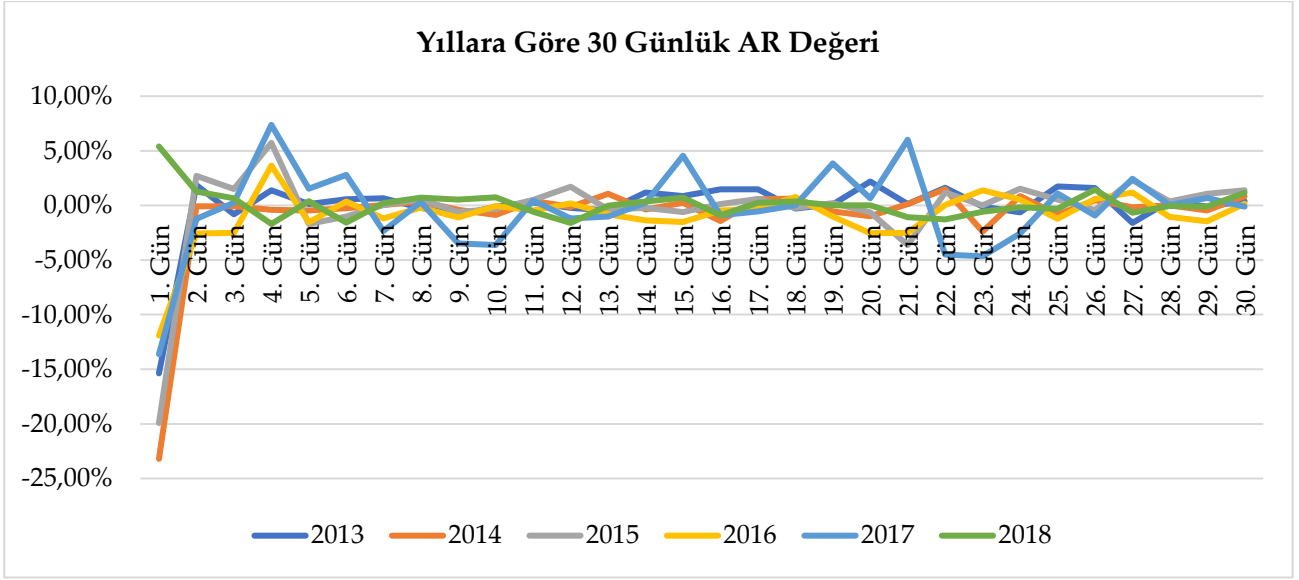
Tablo 3. Yıllara Göre 30 Günlük AR (Artık Getiri) Değerleri

AR Değeri	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Genel Toplam
1. Gün	-15,38%	-23,20%	-19,92%	-11,91%	-13,62%	5,40%	-14,04%
2. Gün	1,84%	-0,09%	2,71%	-2,57%	-1,22%	1,28%	1,07%
3. Gün	-0,80%	-0,08%	1,51%	-2,52%	0,23%	0,65%	-0,05%
4. Gün	1,38%	-0,42%	5,73%	3,64%	7,37%	-1,69%	1,28%
5. Gün	0,13%	-0,47%	-1,69%	-1,53%	1,54%	0,40%	-0,14%
6. Gün	0,56%	-0,25%	-1,01%	0,36%	2,79%	-1,57%	-0,09%
7. Gün	0,65%	0,04%	0,05%	-1,18%	-2,33%	0,21%	0,13%
8. Gün	-0,22%	0,37%	0,56%	-0,19%	0,30%	0,70%	0,22%
9. Gün	-0,91%	-0,40%	-0,61%	-1,10%	-3,48%	0,54%	-0,64%
10. Gün	-0,11%	-0,88%	-0,32%	-0,05%	-3,62%	0,74%	-0,39%
11. Gün	0,26%	0,42%	0,51%	-0,47%	0,45%	-0,59%	0,18%
12. Gün	-0,22%	-0,15%	1,72%	0,19%	-1,19%	-1,60%	-0,27%
13. Gün	-0,45%	1,07%	-0,38%	-0,83%	-1,02%	-0,02%	-0,01%
14. Gün	1,18%	-0,38%	-0,23%	-1,36%	0,26%	0,36%	0,35%
15. Gün	0,85%	0,24%	-0,60%	-1,51%	4,56%	0,71%	0,67%
16. Gün	1,47%	-1,41%	0,12%	-0,45%	-0,89%	-0,89%	-0,04%
17. Gün	1,47%	0,58%	0,61%	-0,34%	-0,56%	0,24%	0,76%
18. Gün	-0,28%	0,63%	-0,22%	0,77%	0,02%	0,35%	0,12%
19. Gün	0,09%	-0,55%	0,20%	-1,01%	3,83%	0,00%	0,12%
20. Gün	2,19%	-0,98%	-0,65%	-2,53%	0,66%	0,01%	0,44%
21. Gün	0,11%	0,13%	-3,63%	-2,51%	6,01%	-1,06%	-0,24%
22. Gün	1,61%	1,49%	1,19%	0,03%	-4,50%	-1,30%	0,60%
23. Gün	-0,11%	-2,39%	0,00%	1,38%	-4,65%	-0,56%	-1,02%
24. Gün	-0,63%	0,84%	1,54%	0,52%	-2,56%	-0,16%	0,01%
25. Gün	1,73%	-0,83%	0,55%	-1,21%	1,09%	-0,32%	0,45%
26. Gün	1,60%	0,48%	-0,42%	0,60%	-0,94%	1,43%	0,87%
27. Gün	-1,61%	-0,17%	2,32%	1,19%	2,43%	-0,68%	-0,30%
28. Gün	0,39%	0,02%	0,36%	-1,06%	0,03%	-0,04%	0,16%
29. Gün	-0,12%	-0,47%	1,06%	-1,45%	0,68%	-0,10%	-0,04%
30. Gün	0,38%	0,82%	1,38%	0,16%	-0,10%	1,16%	0,72%

İlk defa halka arzı gerçekleşmiş ortaklık paylarının en kötü performansları ilk gün gerçekleşmiştir (-%14,04). 2014 yılında ilk kez halka arz olan şirketlerin değeri ortalama % 25,3 düşmüştür. 2013-2018 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen ortaklık paylarının birinci günün sonunda ortalama %14,04 değer kaybettiği ortaya çıkmıştır. 2018 yılı hariç 2013-2017 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştirilen payların tümünün yüksek fiyatlandığı söylenebilir. Yalnızca 2018 yılında düşük fiyatlama söz konusudur.

En yüksek getiri 2017 yılında halka arz olan şirketlerin 4. Gününde gerçekleşmiştir. (%7,37) Genele bakıldığında en yüksek getiri yine halka arzın 4. Gününde gerçekleşmiştir. (%1,28)

30 Günlük AR değerlerinin yıllara göre seyri Grafik 5' te görülebilir.



Grafik 5. Yıllara Göre 30 Günlük AR (Artık Getiri) Değeri

İlk defa halka arzı gerçekleşmiş ortaklık paylarının işlem gördükleri pazara göre ilk 30 günlük fiyat performansları incelendiğinde Tablo 4' teki sonuçlara varılmıştır.

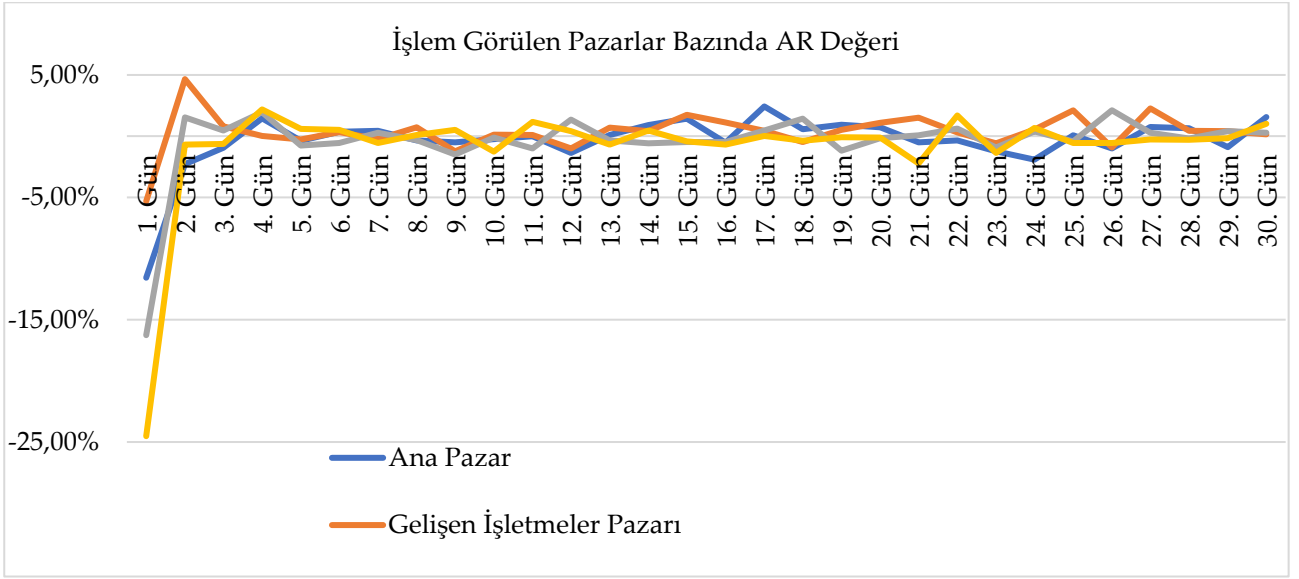
Tablo 4. İşlem Gördükleri Pazar Bazında 30 Günlük AR Değeri

AR Değeri	Ana Pazar	Gelişen İşletmeler Pazarı	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	Yıldız Pazar	Genel Toplam
1. Gün	-11,57%	-5,32%	-16,27%	-24,52%	-14,04%
2. Gün	-2,28%	4,66%	1,52%	-0,69%	1,07%
3. Gün	-0,94%	0,80%	0,47%	-0,65%	-0,05%
4. Gün	1,44%	0,02%	1,94%	2,18%	1,28%
5. Gün	-0,38%	-0,26%	-0,77%	0,58%	-0,14%
6. Gün	0,37%	0,32%	-0,57%	0,51%	0,22%
7. Gün	0,42%	-0,25%	0,28%	-0,57%	-0,09%
8. Gün	-0,35%	0,72%	-0,32%	0,11%	0,13%
9. Gün	-0,51%	-1,23%	-1,50%	0,50%	-0,64%
10. Gün	-0,25%	0,11%	-0,10%	-1,26%	-0,39%
11. Gün	0,00%	0,08%	-1,00%	1,18%	0,18%
12. Gün	-1,36%	-1,00%	1,34%	0,40%	-0,27%
13. Gün	0,09%	0,69%	-0,34%	-0,69%	-0,01%
14. Gün	0,90%	0,40%	-0,59%	0,47%	0,35%
15. Gün	1,42%	1,75%	-0,47%	-0,43%	0,67%
16. Gün	-0,53%	1,10%	-0,48%	-0,70%	-0,04%
17. Gün	2,43%	0,43%	0,45%	0,01%	0,76%
18. Gün	0,56%	-0,49%	1,44%	-0,39%	0,12%
19. Gün	0,92%	0,50%	-1,18%	-0,09%	0,12%
20. Gün	0,72%	1,08%	-0,16%	-0,11%	0,44%
21. Gün	-0,52%	1,50%	0,07%	-2,22%	-0,24%
22. Gün	-0,35%	0,31%	0,62%	1,68%	0,60%
23. Gün	-1,24%	-0,60%	-0,92%	-1,38%	-1,02%
24. Gün	-1,93%	0,55%	0,38%	0,66%	0,01%
25. Gün	0,07%	2,11%	-0,44%	-0,56%	0,45%

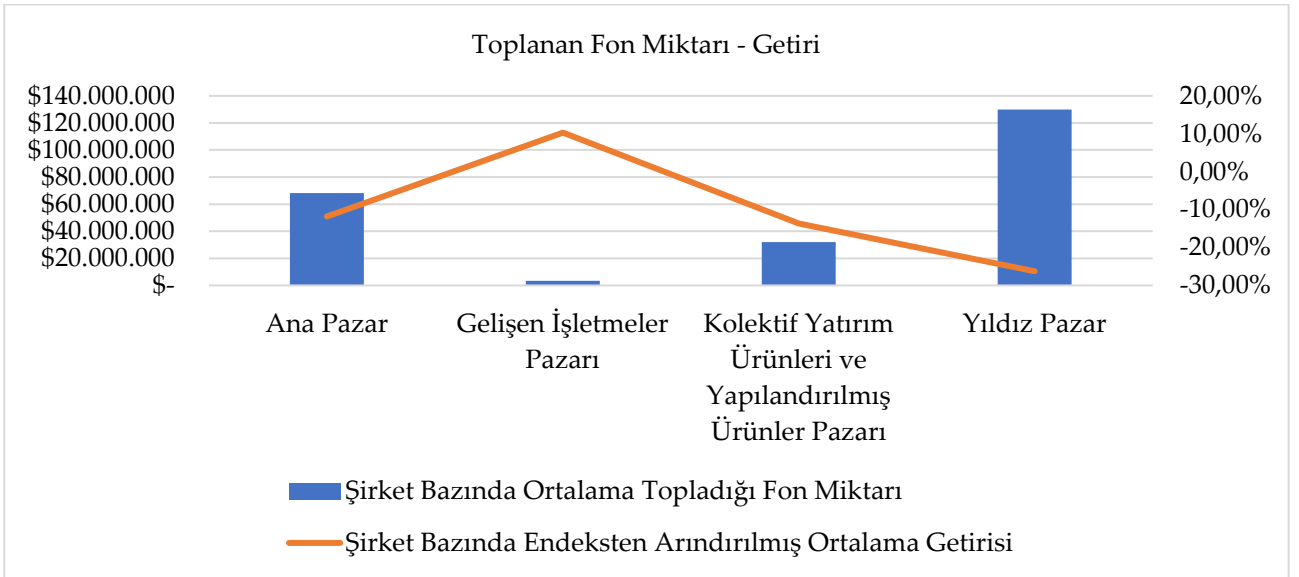
26. Gün	-1,01%	-0,93%	2,11%	-0,57%	-0,30%
27. Gün	0,76%	2,27%	0,27%	-0,27%	0,87%
28. Gün	0,64%	0,43%	-0,20%	-0,29%	0,16%
29. Gün	-0,90%	0,40%	0,41%	-0,17%	-0,04%
30. Gün	1,56%	0,15%	0,29%	1,00%	0,72%

İlk halka arzı gerçekleştiren ortaklık payları işlem gördüğü pazara göre incelendiğinde en yüksek getiriyi 30 gün sonunda en az fon toplanan GİP (Gelişen İşletmeler Pazarı) şirketleri sağlamıştır (%10,30). En düşük getiri ise en çok fon toplanan yıldız pazarda işlem gören ortaklık payları sağlamıştır (%-26,27). Günler bazında en yüksek getiri GİP' te işlem gören şirketlerin 2. gününde sağlanmıştır (%4,66). Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler ilk gün ortalama %24,52 zarar etmişlerdir.

30 Günlük AR değerlerinin işlem gördükleri pazar bazındaki yıllara göre seyri Grafik 6' da, şirket bazında ortalama getiri ile toplanan fon miktarı arasındaki ilişki de Grafik 7' de gösterilmeye çalışılmıştır.



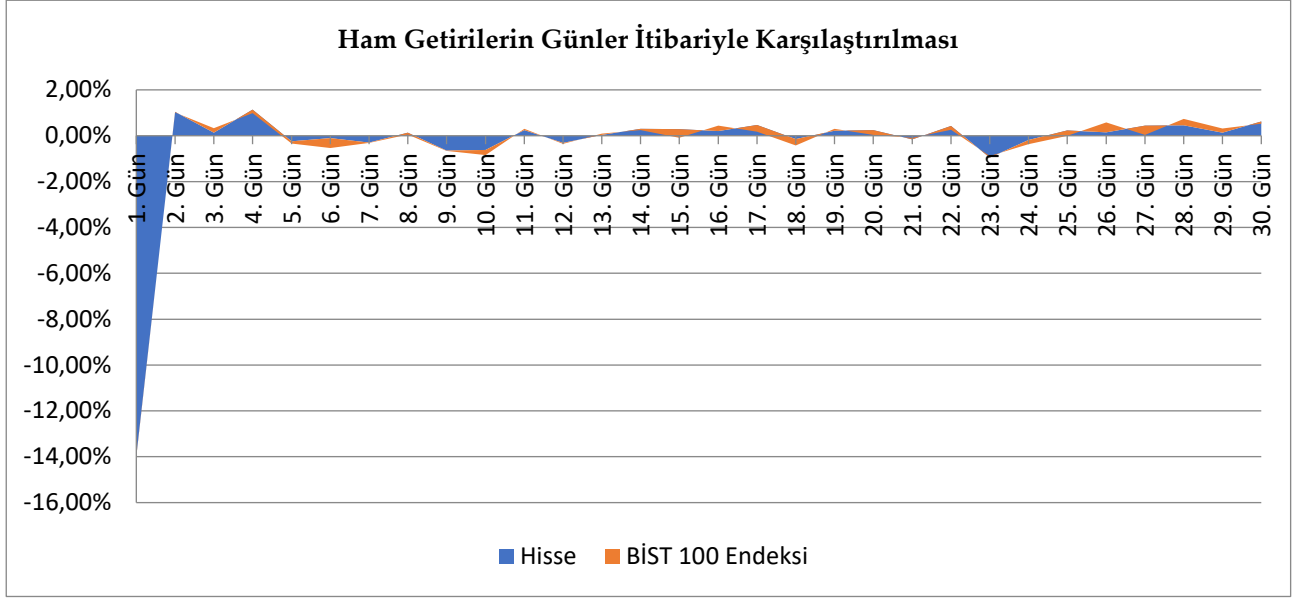
Grafik 6. İşlem Gördüğü Pazar Bazında 30 Günlük AR (Artık Getiri) Değeri



Grafik 7. Şirket Bazında Ortalama Getiri - Toplanan Fon Miktarı

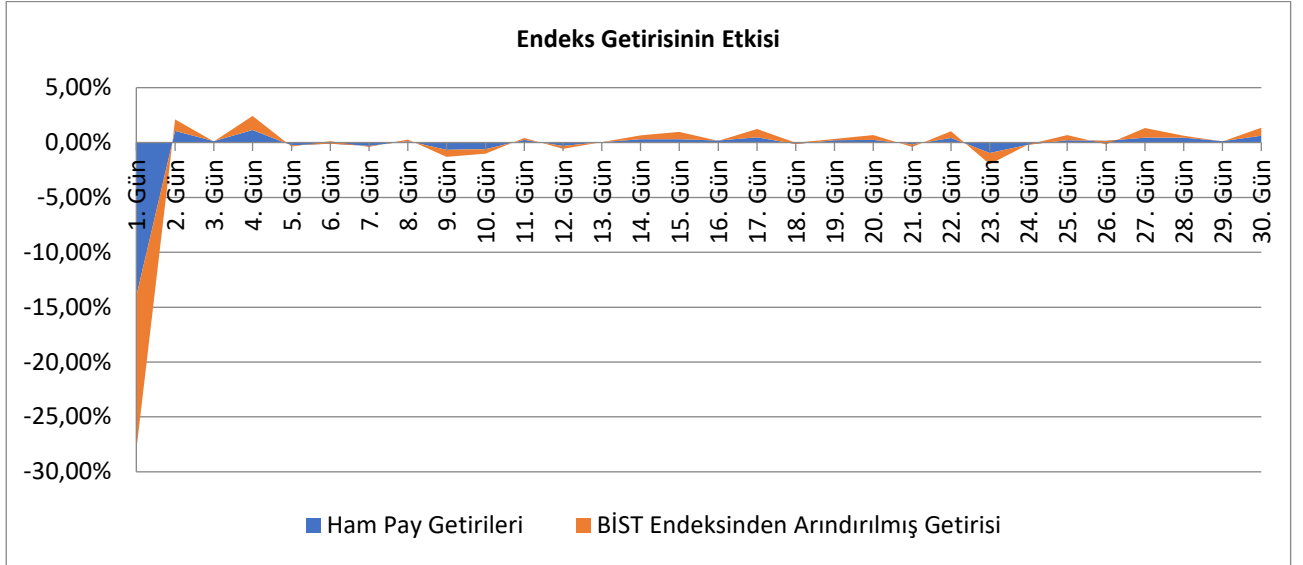
Gelişen İşletmeler Pazarında işlem gören ortaklık payları ilk 30 günde en yüksek performansı gösteren paylar olmuşlardır. En düşük getiriyi sırasıyla Yıldız Pazar, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler pazarı ile Ana Pazar' da işlem gören ortaklık payları sağlamıştır.

İlk halka arzı gerçekleşmiş ortaklık paylarının endeks etkisinden arındırılmamış getirileri ve o tarihlerdeki BİST 100 Endeksinin Ham getirisi Grafik 8’ deki gibi gerçekleşmiştir.



Grafik 8. Ham Getirilerin Günlük İtibariyle Karşılaştırılması

İlk halka arzı gerçekleşmiş ortaklık paylarının endeks etkisinden arındırılmamış getirileri ile endeks etkisinden arındırılmış getirileri ise Grafik 9’ daki gibi gerçekleşmiştir.



Grafik 9. Ham Getirilerin ve Endeks Etkisinden Arındırılmış Getirilerin Günlük İtibariyle Karşılaştırılması

Grafik 8 ve Grafik 9’dan da görülebileceği gibi 2013-2018 yılları arasında payları ilk kez halka arz olan ortaklıkların, endeksten bağımsız ilk günkü kötü performansları kısa dönemli getirilerini sınırlamışlardır. Halka ilk kez arz olan paylar ilk 30 işlem günü içinde endeks getirisinin gerisinde kalmışlardır denilebilir.

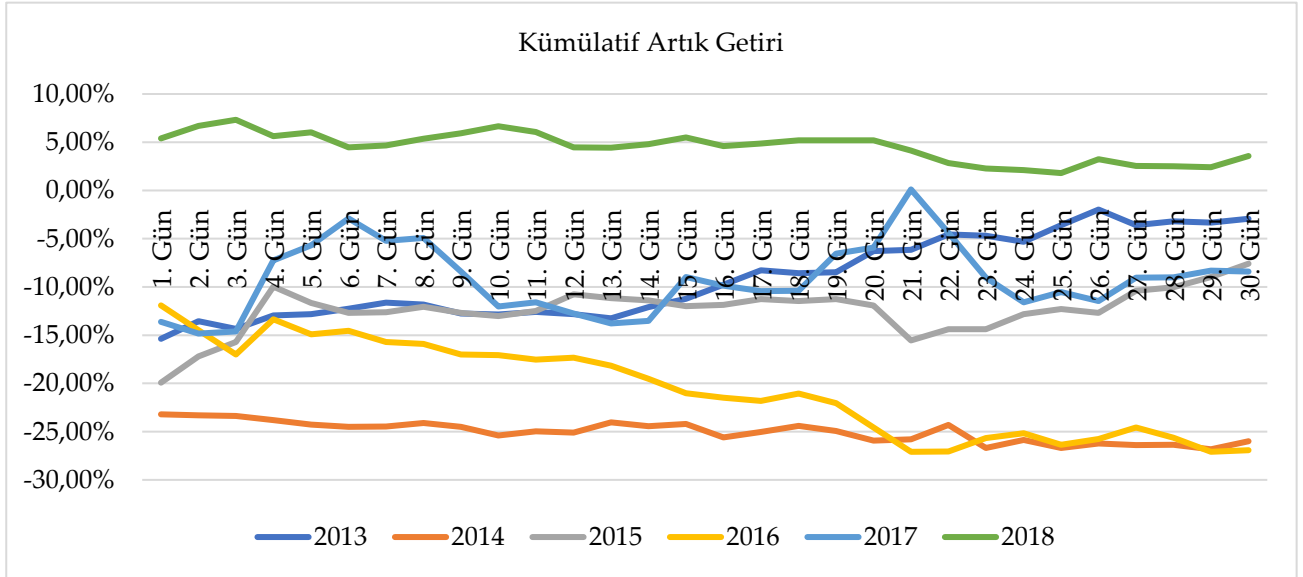
2013-2018 yılları arasında ilk 30 işlem günü sonunda halka arz edilmiş 50 şirket hissesinden 22’si endeks etkisinden arındırılmış pozitif getiri elde etmiştir. 28 şirket ise negatif getiri elde etmiştir.

İlk gün performanslarına bakıldığında 19 şirketin payları endeks etkisinden arındırılmış pozitif getiri elde ederken, 31 şirket de negatif getiri elde etmiştir.

2013-2018 yılları arasında halka arz edilen ortaklık paylarının kümülatif getirisi ise Tablo 5’ teki gibi olmuştur.

Tablo 5. 2013-2018 Yılları BİST Endeksinden Arındırılmış Kümülatif Getiriler

Kümülatif Artık Getiri	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Gün	-15,38%	-23,20%	-19,92%	-11,91%	-13,62%	5,40%
2. Gün	-13,54%	-23,29%	-17,21%	-14,49%	-14,83%	6,68%
3. Gün	-14,34%	-23,37%	-15,70%	-17,01%	-14,60%	7,33%
4. Gün	-12,96%	-23,79%	-9,98%	-13,37%	-7,23%	5,63%
5. Gün	-12,83%	-24,26%	-11,66%	-14,90%	-5,69%	6,03%
6. Gün	-12,27%	-24,51%	-12,68%	-14,54%	-2,91%	4,46%
7. Gün	-11,62%	-24,47%	-12,63%	-15,72%	-5,23%	4,67%
8. Gün	-11,84%	-24,11%	-12,07%	-15,90%	-4,93%	5,37%
9. Gün	-12,74%	-24,51%	-12,68%	-17,00%	-8,41%	5,91%
10. Gün	-12,85%	-25,38%	-13,01%	-17,05%	-12,02%	6,65%
11. Gün	-12,59%	-24,96%	-12,49%	-17,53%	-11,58%	6,06%
12. Gün	-12,81%	-25,11%	-10,77%	-17,33%	-12,77%	4,46%
13. Gün	-13,26%	-24,05%	-11,15%	-18,16%	-13,79%	4,44%
14. Gün	-12,08%	-24,43%	-11,38%	-19,52%	-13,53%	4,79%
15. Gün	-11,23%	-24,19%	-11,98%	-21,02%	-8,97%	5,50%
16. Gün	-9,76%	-25,60%	-11,86%	-21,47%	-9,86%	4,61%
17. Gün	-8,28%	-25,03%	-11,25%	-21,82%	-10,42%	4,86%
18. Gün	-8,56%	-24,40%	-11,47%	-21,04%	-10,40%	5,20%
19. Gün	-8,47%	-24,95%	-11,27%	-22,05%	-6,57%	5,20%
20. Gün	-6,28%	-25,93%	-11,92%	-24,58%	-5,90%	5,21%
21. Gün	-6,17%	-25,80%	-15,55%	-27,08%	0,11%	4,14%
22. Gün	-4,56%	-24,32%	-14,37%	-27,05%	-4,39%	2,85%
23. Gün	-4,68%	-26,71%	-14,37%	-25,67%	-9,04%	2,28%
24. Gün	-5,31%	-25,86%	-12,83%	-25,15%	-11,60%	2,13%
25. Gün	-3,58%	-26,70%	-12,28%	-26,36%	-10,52%	1,80%
26. Gün	-1,98%	-26,21%	-12,70%	-25,76%	-11,45%	3,24%
27. Gün	-3,59%	-26,38%	-10,39%	-24,58%	-9,03%	2,56%
28. Gün	-3,20%	-26,36%	-10,03%	-25,64%	-9,00%	2,52%
29. Gün	-3,31%	-26,83%	-8,97%	-27,09%	-8,31%	2,42%
30. Gün	-2,93%	-26,00%	-7,59%	-26,92%	-8,42%	3,58%

**Grafik 10.** 2013-2018 Yılları BİST Endeksinden Arındırılmış Kümülatif Getiri

Tablo 5 ve Grafik 10'dan da görüleceği üzere 2013-2014-2015-2016 yıllarında ilk kez halka arzı gerçekleştirilen ortaklık paylarının değerleri, ilk 30 günde halka arz değerinin üzerine çıkamamıştır. 2017 yılında halka arz edilen paylar yalnızca 21. Gün halka arz değerinin üzerine çıkmış, daha sonra tekrar arz fiyatının aşağısına inmiştir. 2018 yılında halka arz edilen paylar ise ilk halka arz gününden itibaren primli halka arz olmuş, 30 gün boyunca halka arz fiyatının aşağısına düşmemiştir.

2013-2017 yılları arası halka arz olan ortaklık payları yüksek fiyatlanırken, 2018 yılında halka arz olan ortaklık payları negatif fiyatlanmıştır.

5. SONUÇ VE TARTIŞMALAR

Çalışmada 2013-2018 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 50 ortaklık paylarının ilk 30 işlem günündeki performansları yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara ve BİST 100 Endeksine göre getirileri analiz edilmiştir.

2013-2018 yılları arasında ilk kez halka arzı yapılan ortaklık paylarına bakıldığında halka arzların büyük çoğunluğunun Gelişen İşletmeler Pazarı ve Yıldız Pazarda yapıldığı görülmektedir. Gelişen İşletmeler Pazarında halka açılan ortaklık paylarının da göreceli olarak küçük şirketlere ait oldukları belirlenmiştir.

İlk 30 günlük fiyat performanslarına bakıldığında ise yalnızca Gelişen İşletmeler Pazarında işlem gören ortaklık payları pozitif getiri elde etmişlerdir. Diğer pazarlarda işlem gören firmaların ilk 30 günlük ortalama getirileri halka arz fiyatının üzerine çıkamamıştır.

2010-2018 arasında ilk halka arzı gerçekleştirilen ortaklıklar, halka arz olduğu yıllara göre incelendiğinde, 2013-2014-2015 ve 2016 yıllarında fiyat performansları ilk 30 gün boyunca halka arz fiyatının üzerine hiç çıkamamışlardır. 2017 yılında halka arz olan firmaların ortalama getirileri 21. günde halka arz fiyatının üzerine çıkmış, ancak daha sonra tekrar halka arz fiyatının aşağısına düşmüştür. 2013-2014-2015-2016-2017 yıllarındaki 5 yıllık periyotta yapılan ilk halka arzların yüksek fiyatlandığı tespit edilmiştir. 2018 yılında yapılan halka arzların 1. günden itibaren pozitif getiri sağlamış olduğu ve düşük fiyatlamaya yapıldığı sonucuna varılmıştır.

Halka arz edilen ortaklık paylarının endeks etkisinden arındırılmış getirileri ile ham getirileri arasında çok büyük bir farklılığa rastlanmamıştır.

BİST 100 endeksi ve halka arz edilen payların ilk 30 günlük ham getirileri karşılaştırıldığında, halka arz edilen payların getirilerinin, endeks getirilerinin altında kaldığı saptanmıştır.

Halka ilk kez arzı gerçekleştirilen ortaklık payları ilk gün en kötü performanslarını göstermişlerdir. (2013-2018 ortalama -%14,04) En yüksek ortalama getiriyi ise 4. Gün sonunda sağlamışlardır (%1.28).

Değerlendirme sonucunda daha önce yapılan ve kısa dönemi kapsayan incelemelere benzer sonuçlara ulaşılmamış, bu çalışmada düşük fiyatlamaya tespit edilememiştir. 2013-2014-2015-2016 ve 2017 yıllarında yüksek fiyatlamanın, 2018 yılında ise düşük fiyatlamanın varlığının söz konusu olduğu söylenebilir.

Halka arzlarda görülen yüksek fiyatlamaya etkisi, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki halka arzlara ilişkin verilerle karşılaştırıldığında, Türkiye' de yatırımcının halka arzlara olan yönelimini azaltmaktadır denilebilir. Bu noktada ilk halka arzlarda, arza konu hisse senedine ilişkin optimum bir fiyatın, piyasa koşulları ve o dönemde piyasada işlem gören benzer şirketler ile karşılıklı değerlendirilerek saptanması ve böylelikle daha fazla yatırımcının katılımın sağlanması ile halka arz veriminin arttırılabileceği söylenebilir.

Bu bağlamda hisse senetleri halka arz edilen 2013-2018 yılları arasındaki şirketlerin, şirketin sektördeki büyüklüğü, sermaye piyasası içindeki konumu ve endeksteeki ağırlığı, arz fiyatını ve ilk 30 günlük fiyat performansını etkilemekte olup, bu etkiler araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Altan, M. ve HOTAMIŞ, T.N. (2008). Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000-2006), *KMU İİBF Dergisi*, 2008(1), 150-185.
- Aydoğan K. ve Yıldırım J. (1992). İlk Defa Halka arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı, *DPT, 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri*, 4-7 Haziran 1992, İzmir,
- Akkaşoğlu, V., (1992), Pricing of Initial Public Offerings, Master Tezi, Ankara, Bilkent Üniversitesi.
- Aktaş, R., Karan M. B. ve Aydoğan K., (2003), Forecasting short run performance of initial public offerings in the İstanbul stock Exchange, *Journal of Enterpreneurial Finance and Business Ventures*, 8(1), 69-85.
- Bayram, V.,(1995), Türkiye’de İlk Halka Arzların Kısa ve Uzun Dönem Performansı, Doktora Tezi, İstanbul, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bildik, R., ve Yılmaz M.K., (2008), The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasala Dergisi*, 2, 49-77.
- Çelik A., E., Sağlam G.Y., (2011), İMKB’ de Düşük Fiyatlandırma ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 289-303.
- Daştan D., (2008), Halka arzlarda Fiyatlandırma : 2004-2007 İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Durukan, M. B. (2002), The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the İstanbul Stock Exchange, *Managerial Finance*, 28, 18-38.,
- Eraydın K., (2008), The Underpricing and Long Run Performance of Initial Public Offerings – Evidence from Turkey, Master Tezi, Lund-Scania, Lund University School of Economics and Management.
- Erdem H., (1993), A Study on Price behaviour of Initial Public Offerings, Master Tezi, İstanbul, Boğaziçi Üniversitesi.
- Erpek, Seda (2006), 2005 Yılında İMKB’de İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi.
- Güner N., Önder Z. ve Danışoğlu S., Underwriter Reputation and Short-Run IPO Returns: Evidence from an Emerging Market, *Economic Research Center, METU International Conference on Economics 1999 Meeting, September 1999, Ankara*,
- Kırkulak, B. (2010). Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketlerde Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 10, 465-486.
- Kıymaz, H. (1996). Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması, *İşletme ve Finans Dergisi*, 3, 121-143.
- Kıymaz, H. (1997). İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması, *İMKB Dergisi*, 3, 47-73.
- Kıymaz, H. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPO’s in an Emerging Market: Evidence from İstanbul Stock Exchange, *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 213- 227.
- Küçükocaoğlu, G. (2008). Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods, *International Research Journal of Finance and Economics*, 13, 162-182.
- Loughran, T., Ritter, J.R. and Rydqvist K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199, updated July 24, 2020.
- Otlu, F. ve Ölmez S. (2011). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB’de Bir Uygulama, *Akademik Yaklaşım Dergisi*, 2, 14-44.
- Özden O.E. (2005). The Initial and Long-run Price Performance of Initial Public Offerings: The Turkish Experience 1990-1997, *Journal of Social Science Research*, Fall 2005, University of Texas.

- Özer M. (2014). 2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görüşen Pazarlar İtibariyle Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi.
- ÖZER B. (1999). Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey, Ankara, Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 128.
- Sevim, Ş. ve 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, 107-123
- SPK, (2016). Halka Arz-SPK Yatırımcıları Bilgilendirme Kitapçıkları, SPK, Ankara.
- SPK, (2018). Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Açılma Sözlüğü, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/1> (Erişim Tarihi: 10 Kasım 2020)
- Teker, S. ve Ekit, Ö. (2003). The Performance of IPO's in İstanbul Stock Exchange in Year 2000, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1), 117-128.
- Tükel, A. (2010). Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12, 102-121
- Ünlü, U. ve 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, Yıldız B., ve Yalama A. (2009). İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Getirilerinin Tahmini: Yapay Sinir Ağları ile İMKB için Ampirik bir Çalışma, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 10, 29-47
- Yalçın K. (2006). Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2), 145-158.
- Yazaroğlu B. (2015). 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Hisselerin Kısa Dönem Performansları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, T.O.B.B. Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü-İşletme Ana Bilim Dalı.

<http://www.finnet.gen.tr>

<http://www.borsaistanbul.com/veriler>