

**2008 FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ ve
SONRASINDA HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN
HİSSE SENETLERİNİN FİYAT
PERFORMANSLARI ve DÜŞÜK FİYATLAMA
OLGUSU: İMKB’de BİR UYGULAMA**

İsmail GİRĞİN

Yüksek Lisans Tezi

Eskişehir, 2011

**2008 FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ ve SONRASINDA
HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN
FİYAT PERFORMANSLARI ve DÜŞÜK FİYATLAMA
OLGUSU: İMKB’de BİR UYGULAMA**

İsmail GİRGIN

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İşletme (Finansman) Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Kasım, 2011

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

İsmail GİRĞİN'in "2008 Finansal Krizi Öncesi ve Sonrasında Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansları ve Düşük Fiyatlama Olgusu: İMKB'de Bir Uygulama" başlıklı tezi 02 Kasım 2011 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Üye : Yard.Doç.Dr.Murat ERTUĞRUL
Üye : Yard.Doç.Dr.Hasan İSLATİNCE

İmza

Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yüksek Lisans Tez Özü

2008 FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ ve SONRASINDA HALKA İLK KEZ ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİNİN FİYAT PERFORMANSLARI ve DÜŞÜK FİYATLAMA OLGUSU: İMKB’de BİR UYGULAMA

İsmail GİRGİN

İşletme (Finansman) Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kasım 2011

Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Şirketlere dışsal bir kaynak sağlayan halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanabilir. Ülkemizde yaşanan 2008 yılı finansal krizi öncesi (2006 ve 2007 yılları) ve sonrasında (2009 ve 2010 yılları) halka ilk kez arz edilen hisse senetlerini incelemenin amaçlandığı bu tez çalışmasında, bahsi geçen dönemlerdeki düşük fiyatlama olgusunun varlığı araştırılmıştır. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri kısa vadede pozitif ortalama anormal getiriye sahiptir ve düşük fiyatlama olgusunun varlığı görülmüştür. Bu dönemdeki hisse senetlerinin ilk gün ortalama anormal getirisi % 8,70 olarak bulunurken, 6. ay sonunda bu değer -% 6,91 olarak hesaplanmıştır. Vade uzadıkça düşük fiyatlama olgusunun geçerliliğini yitirdiği, hisse senetlerindeki performans azalmasıyla beraber görülmüştür. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri, kriz öncesindekilerde olduğu gibi kısa vadede pozitif ortalama anormal getiri göstermiştir. Kısa vadedeki düşük fiyatlamanın varlığı % 5,97’lik ilk gün ortalama anormal getirisi ile kanıtlanmıştır. 2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerindeki düşük fiyatlama, kriz öncesi dönemin aksine, uzun vadede de varlığını sürdürmüştür. Kriz sonrası dönemde 6. ay sonunda hesaplanan ortalama anormal getiri % 16,32 olarak bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: İlk halka arz, Anormal getiri, Düşük fiyatlama, İlk gün getirisi

Abstract

THE PRICE PERFORMANCE of INITIAL PUBLIC OFFERINGS BEFORE and AFTER THE FINANCIAL CRISIS of 2008 and UNDERPRICING PHENOMENON: AN APPLICATION on ISTANBUL STOCK EXCHANGE

İsmail GİRGIN

Department of Business Administration (Finance)

Anadolu University Graduate School of Social Sciences, November 2011

Advisor: Prof. Dr. Nurhan AYDIN

Public offerings that provide external resources to firms can be defined as a sale of stock certificates by invitation and announcement to lots of investors that are unknown in advance. In the year of 2008 there has been a financial crisis occurred in our country. Before (the years of 2006 and 2007) and after (the years of 2009 and 2010) the crisis, the initial offerings of the shares to the public examined in this thesis, the periods mentioned in the presence of underpricing cases were investigated. The initial public offerings at pre-crisis period have shown positive average abnormal returns in the short term and the existence of underpricing phenomenon was observed. In this period, the average initial abnormal return of the stocks found to be 8,70 % and -6,91 % at the end of the sixth month. The longer the maturity of underpricing was ineffective has been observed with the reduction in performance of stocks. The initial public offerings at post-crisis period, just like pre-crisis period, have shown positive average abnormal returns in the short term. The presence of the underpricing at the short term has been proven with 5,97 % initial average abnormal return. The underpricing of initial public offerings in the period of 2009-2010, unlike pre-crisis period, continued to exist in the long term. At the end of the sixth month of post-crisis period, the average initial abnormal return of the stocks found to be 16,32 %.

Keywords: Initial public offering, Abnormal return, Underpricing, Initial return

İçindekiler

Jüri ve Enstitü Onayı	ii
Öz	iii
Abstract	iv
Tablolar Listesi	viii
Grafikler Listesi	ix
Giriş	1

Birinci Bölüm

Hisse Senetleri ve Halka Arz

1. Hisse Senedi Kavramı ve Özellikleri	3
2. Hisse Senedi Sahibinin Hak ve Yükümlülükleri	4
2.1. Kar payı hakkı	4
2.2. Yeni pay alma hakkı (Rüçhan hakkı)	4
2.3. Tasfiye bakiyesine katılma hakkı	5
2.4. Şirket yönetimine katılma hakkı	5
2.5. Oy hakkı	6
2.6. Bilgi alma ve inceleme hakkı	6
2.7. Sır saklama yükümlülüğü	7
2.8. Sermaye yükümlülüğü	7
3. Hisse Senedi Türleri	8
3.1. Nama ve hamiline yazılı senetler	8
3.2. Adi ve imtiyazlı hisse senetleri	9
3.3. Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri	9
3.4. Primli ve primsiz hisse senetleri	10
4. Hisse Senetlerinde Değer Kavramı	10
4.1. Defter değeri	10
4.2. Tasfiye değeri	11
4.3. İşleyen teşebbüs değeri	11

4.4. Net aktif değeri	11
4.5. Alternatif gelir değeri	11
4.6. Gerçek değer	12
5. Hisse Senetlerinde Fiyat Kavramı	12
5.1. Nominal (İtibari) fiyat	12
5.2. İhraç fiyatı	12
5.3. Piyasa fiyatı	13
5.4. Borsa fiyatı	13
6. Hisse Senetlerinin Şekil Şartları	13
7. Ekonomi ve Sermaye Piyasası Açısından Hisse Senetlerinin Önemi	14
8. Halka Arz Kavramı	15
9. Halka Arz Yöntemleri ve Süreci	16
9.1. Halka arz yöntemleri	16
9.1.1. Kuruluş aşamasında halka arz	17
9.1.2. Kuruludan sonra halka arz	17
9.1.2.1. Hissedarların hisse senetlerinin bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arz etmeleri	18
9.1.2.2. Sermaye artırımını ile hisse senetlerinin halka arzı	19
9.2. Halka arz süreci	20

İkinci Bölüm

2008 Finansal Krizi Öncesi ve Sonrasında İMKB’de Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerine Yönelik Bir Uygulama

1. Araştırmanın Amaç ve Önemi	22
2. Literatür Araştırması	23
3. Araştırmanın Verileri	30
4. Araştırmanın Yöntemi	33

Üçüncü Bölüm

Araştırma Verilerinin Analizi, Bulgular ve Sonuç

1. Hisse Senetleri Ham Getirileri	37
2. Endeks Getirileri	46
3. Hisse Senetleri Anormal Getirileri	49
4. Araştırmanın Bulguları.....	53
4.1. Düşük fiyatlama olgusunun varlığının incelenmesi.....	53
4.2. Anormal getirilere ait istatistiksel bulgular.....	59
4.3. Yorum ve sonuç.....	68
Ekler.....	73
Kaynakça	76

Tablolar Listesi

Tablo 1. Halka Arz Yöntemine Göre Halka Açılmada İzlenecek Yol	21
Tablo 2. Kriz Öncesi Dönemde (2006-2007) İlk Kez Halka Arz Olan Şirketler	31
Tablo 3. Kriz Sonrası Dönemde (2009-2010) İlk Kez Halka Arz Olan Şirketler	32
Tablo 4. İlk Gün Sonundaki Ham Getiriler (Initial Raw Returns) – Kriz Öncesi	38
Tablo 5. 1. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi.....	39
Tablo 6. 3. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi.....	40
Tablo 7. 6. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi.....	41
Tablo 8. İlk Gün Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası.....	42
Tablo 9. 1. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Sonrası.....	43
Tablo 10. 3. Ay Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası	44
Tablo 11. 6. Ay Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası	45
Tablo 12. Kriz Öncesi Dönemdeki Endeks Getirileri.....	47
Tablo 13. Kriz Sonrası Dönemdeki Endeks Getirileri.....	48
Tablo 14. Kriz Öncesi Dönemdeki Anormal Getiriler – İlk Gün ve 1. Ay	49
Tablo 15. Kriz Öncesi Dönemdeki Anormal Getiriler – 3. Ay ve 6. Ay.....	50
Tablo 16. Kriz Sonrası Dönemdeki Anormal Getiriler – İlk Gün ve 1. Ay.....	51
Tablo 17. Kriz Sonrası Dönemdeki Anormal Getiriler – 3. Ay ve 6. Ay.....	52
Tablo 18. Birinci Grup Test Sonuçları.....	62
Tablo 19. İkinci Grup Test Sonuçları	63
Tablo 20. Üçüncü Grup Test Sonuçları	65
Tablo 21. Dördüncü Grup Test Sonuçları.....	67

Grafikler Listesi

Grafik 1. Kriz Öncesi Anormal Getiriler - İlk Gün	54
Grafik 2. Kriz Öncesi Anormal Getiriler - 6. Ay.....	55
Grafik 3. Kriz Sonrası Anormal Getiriler – İlk Gün.....	57
Grafik 4. Kriz Sonrası Anormal Getiriler – 6. Ay	58
Grafik 5. Kriz Öncesi ve Sonrasındaki H. S. Ortalama Anormal Getirileri	61
Grafik 6. Kriz Öncesi H.S. Ort. Anormal Getirileri ve Ort. Endeks Getirileri.....	63
Grafik 7. Kriz Sonrası H.S. Ort. Anormal Getirileri ve Ort. Endeks Getirileri.....	64
Grafik 8. Yıl Bazında Anormal Getiriler Ortalamaları.....	66
Grafik 9. 4 Yıllık - H.S. Anormal Getirileri ve Endeks Getirileri Ortalamaları.....	66

Giriş

Sermaye piyasaları, globalleşme ile beraber bütün sektörlerde ortaya çıkan son derece rekabetçi bir ortamda ayakta kalabilmek için yeni yatırımlar yapmak zorunda olan şirketlere kaynak temini açısından önemli imkanlar sunmaktadır. Şirketler paylarını ilk kez halka arz ederek kendileri için ilk halka arzı gerçekleştirirler. İlk halka arz (IPO), menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen şirketlerin ilk girişimlerini ifade etmektedir.

Halka ilk kez arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin fiyat performansı finans çevrelerinde oldukça ilgi gören bir konu olmuştur ve pek çok farklı piyasada ve dönemlerde inceleme konusu olarak alınmıştır. Araştırmalarda “düşük fiyatlama”, “kısa dönem performans” ve “uzun dönemde düşük performans” kavramları üzerinde durulmuştur.

Bu tez çalışmasındaki amaç, 2006-2010 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda, 2008 finansal krizi öncesi ve sonrasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performanslarının periyodik olarak incelenmesi ve düşük fiyatlama olgusunun araştırılmasıdır. Çalışmada, ülkemizde yaşanan 2008 finansal krizi baz alınıp, kriz öncesi ve sonrasındaki ilk halka arzlar incelenerek önceki çalışmalardan farklı bir bakış açısı sağlanmıştır. 2006 ve 2007 yılları “kriz öncesi dönem”, 2009 ve 2010 yılları ise “kriz sonrası dönem” olarak ele alınmıştır.

Çalışmadaki araştırma yöntemi ikiye ayrılmıştır. Öncelikle hisse senetlerinin ilk gün, 1. ay, 3. ay ve 6. ay için ham ve anormal getirileri ile karşılaştırma değeri (benchmark) olarak kullanılacak olan İMKB Ulusal Tüm Endeksinin aynı dönemlerdeki getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmada elde edilen bulgulara göre, kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede pozitif ortalama anormal getiriye sahip olduğu ve düşük fiyatlama olgusunun varlığı, % 8,70’lik ilk gün ortalama anormal getiri ile

gözlemlenmiştir. Fakat vade uzadıkça düşük fiyatlama olgusunun geçerliliğini yitirdiği, hisse senetlerindeki performans azalmasıyla beraber görülmüştür.

Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri, kriz öncesindekilerde olduğu gibi kısa vadede pozitif ortalama anormal getiri göstermiştir. Kısa vadedeki düşük fiyatlamanın varlığı % 5,97’lik ilk gün ortalama anormal getiri ile kanıtlanmıştır. Bu dönemde hisse senetlerindeki düşük fiyatlama, kriz öncesi dönemdekilerin aksine, uzun vadede de varlığını sürdürmüştür. Kriz sonrası dönemde 6. ay sonunda hesaplanan ortalama anormal getiri % 16,32 olmuştur.

Diğer aşama olan, istatistiksel analiz aşamasında 4 farklı inceleme/hipotez grubu oluşturulup ve Minitab istatistik programının 16. versiyonunda, verilerin normal dağılım durumuna göre; Two-Sample T-Test (normal dağılım var ise), veya Mann-Whitney U Test (normal dağılım yok ise) analiz yöntemlerinin kullanılması suretiyle;

1. “Kriz öncesi dönemdeki anormal getiriler ile kriz sonrası dönemdeki anormal getiriler”,
2. “Kriz öncesi dönemdeki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri”,
3. “Kriz sonrası dönemdeki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri”,
4. “Dört yıldaki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri” karşılaştırılarak, aralarında anlamlı fark olup olmadığını belirten hipotezler kabul veya reddedilmiştir.

İstatistiksel analiz sonuçlarına göre, kriz öncesinde halka ilk kez açılan hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrasında halka ilk kez açılan hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark olduğu görülmüştür. Aynı şekilde, kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark olduğu bulunmuştur. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark olmadığı görülmüşken, 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri arasında da anlamlı bir fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Birinci Bölüm

Hisse Senetleri ve Halka Arz

1. Hisse Senedi Kavramı ve Özellikleri

Türk Hukukunda hisse senetleri, ortaklık sermaye payını temsil eden senetlerdir.¹

Hisse senedi, kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar tarafından çıkarılan ve ortaklık haklarını temsil eden kıymetli evraktır. Türk Ticaret Kanunu'nda hisse senetlerinin doğrudan doğruya bir tanımı yapılmamış sadece hisse senetlerinin nitelikleri ortaya konulmuştur.²

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen sermaye ortaklarının, kanuni oranını temsil eden ve sahibine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senettir ve kıymetli evrak vasfına sahiptir.³

Hisse senetleri şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder ve sahiplerine her türlü ortaklık haklarından yararlanma hakkı sağlar.⁴ Pay hisse senedi çıkarılmadan evvel de mevcuttur. Bu nedenle hisse senedi ihdası değil, ihzari nitelikteki kıymetli evraktır.⁵

Pay (hisse) sahipliğinden doğan tüm haklar bir bütün olarak hisse senetlerinde toplanır. Türk hukukunda pay, esas sermayenin belirli sayıda, eşit itibari değerlere bölünmüş parçalarını ifade etmektedir. Pay, şirkette payı olan kimseye pay sahipliği sıfatını kazandırır.⁶

¹ Türk Hukuk Kurumu (1992). *Türk hukuk lügatı*. Ankara, s. 129.

² P. Aksoy (2009). *Hisse senetlerinin halka arzı ve satış süreçleri*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, s. 3.

³ O. K. Ünal (2005). *Sermaye piyasası hukuku ve mevzuatı*, Ankara: Asil Yayın, s. 59.

⁴ M. Bolak (2001). *Sermaye piyasası, menkul kıymetler ve portföy analizi*, İstanbul: Beta Yayın, s.98.

⁵ Ünal (2005), s. 80.

⁶ S. Tuncer (1985). *Türkiye'de sermaye piyasası*. İstanbul: Okan Yayınevi, s. 258.

Pay, kıymetli evrak olan hisse senetlerini ifade etmek üzere kullanılmakla birlikte asıl olan payın kendisidir. Pay senede bağlanmadan da kazanılabilir, devredilebilir ve rehnedilebilir. Payın senede bağlanması, aslında devir kabiliyeti bulunan payın, devir şeklini değiştirir ve bağlandığı senedin çeşidine göre devir hızını artırır.⁷

2. Hisse Senedi Sahibinin Hak ve Yükümlülükleri

2.1. Kar payı hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kar payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ya⁸ göre kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez. (TTK, md.523)

2.2. Yeni pay alma hakkı (Rüçhan hakkı)

Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında artırılan sermaye kısmından da aynı oranda pay alma hakkını ifade etmektedir.

Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir. Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde, yararlandırılmaz veya kayba uğratılamaz. Nisaba ilişkin şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır.

⁷ N. Soygür (1997). *Ticaret hukuku-şirketler*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, s. 99.

⁸ 13.01.2011 tarihli Türk Ticaret Kanunu. <http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html>

Erişim Tarihi: 11.03.2011

Yönetim kurulu yeni pay alma hakkının kullanılabilmesinin esaslarını bir karar ile belirler ve bu kararda pay sahiplerine en az onbeş gün süre verir. Rüçhan hakkı devredilebilir. Şirket, rüçhan hakkı tanıdığı pay sahiplerinin, bu haklarını kullanmalarını, nama yazılı payların devredilmelerinin esas sözleşmeyle sınırlandırılmış olduğunu ileri sürerek engelleyemez. (TTK, md. 461)

2.3. Tasfiye bakiyesine katılma hakkı

Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her pay sahibi, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış net dönem kârına, payı oranında katılma hakkını haizdir. Şirketin sona ermesi hâlinde her pay sahibi, esas sözleşmede sona eren şirketin mal varlığının kullanılmasına ilişkin, başka bir hüküm bulunmadığı takdirde, tasfiye sonucunda kalan tutara payı oranında katılır. Esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa, kâr ve tasfiye payı pay sahibinin sermaye payı için şirkete yaptığı ödemelerle orantılı olarak hesap edilir. (TTK, md. 507-508)

2.4. Şirket yönetimine katılma hakkı

Bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat, sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %10'luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Şirketin yönetimi ve temsili şirket sözleşmesi ile düzenlenir. Şirketin sözleşmesi ile yönetimi ve temsili, müdür sıfatını taşıyan bir veya birden fazla ortağa veya tüm ortaklara ya da üçüncü kişilere verilebilir. En

azından bir ortağın, şirketi yönetim hakkının ve temsil yetkisinin bulunması gerekir. (TTK, md. 623)

2.5. Oy hakkı

Pay sahipleri, oy haklarını genel kurulda, paylarının toplam itibarî değeriyle orantılı olarak kullanır. Her pay sahibi sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haizdir. Şu kadar ki, birden fazla paya sahip olanlara tanınacak oy sayısı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir. Şirketin finansal durumunun düzeltilmesi sırasında payların itibarî değerleri indirilmişse payların indiriminden önceki itibarî değeri üzerinden tanınan oy hakkı korunabilir.

Pay sahibi kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile şirket arasındaki kişisel nitelikte bir işe veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamaz. Şirket yönetim kurulu üyeleriyle yönetimde görevli imza yetkisini haiz kişiler, yönetim kurulu üyelerinin ibra edilmelerine ilişkin kararlarda kendilerine ait paylardan doğan oy haklarını kullanamaz. (TTK, md. 436)

2.6. Bilgi alma ve inceleme hakkı

Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi, genel kurulun toplantısından en az onbeş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur. Her pay sahibi, gideri şirkete ait olmak üzere gelir tablosuyla bilançonun bir suretini isteyebilir. Pay sahibi genel kurulda, yönetim kurulundan, şirketin işleri; denetçilerden denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilir. Bilgi verilmesi, sadece, istenilen bilgi verildiği takdirde şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği gerekçesi ile reddedilebilir. (TTK, md. 437)

2.7. Sır saklama yükümlülüğü

Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da, şirket sırlarını saklamak zorundadır. İncelemeye sunulan defter ve belgeleri inceleyenlerin, elde ettikleri veya verilen bilgilerden öğrendikleri iş ve işletme sırlarını açıklamaları yasaktır. Aksi hâlde şirketin maddi ve manevi zararını tazmin ederler. (TTK, md. 527)

2.8. Sermaye yükümlülüğü

Hisse senetleri, bir ortaklık senedi olarak sahibine bazı haklar sağlamakla beraber, bazı mali sorumlulukları da beraberinde getirir. Gerek yeni kuruluşa, gerekse sermaye artırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunun tesbit ettiği tarihlerde yatırmak zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler. Sermayesi tamamen ödenmemiş bir şirket iflas eder veya tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için hisse sahiplerinden taahhütlerinin henüz ödemedikleri kısmı talep edilebilir. Böylece, hisseleri devralan aynı taahhütleri de devralmış olur. Ancak, hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece hisse senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluşa veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı hisse senetlerini elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da, kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen

senetlerin nominal değeri ile sınırlıdır. Temerrüt faizleri ve taahhünameye derc olunan cezai şart ve tazminatlar bunun dışındadır.⁹

3. Hisse Senedi Türleri

3.1. Nama ve hamiline yazılı senetler

Bu ayrımın önemi hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisselerde devir işlemi teslimle tamamlanır. Nama yazılı hisse senetleri ise, esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Nama Yazılı hisselerin devri ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür. Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde aslolan nama yazılı hisse senetleridir. Bu hisse senetlerinin ortak sayısının tespitinde, ortakların tanınması ve takibinde, malvarlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması halinde, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybını önlemede çeşitli yararları bulunmasına karşılık, ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır. Senedin hamili kim ise, o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan hisse senetleri, hamiline yazılı hisse senetleridir.

Hamiline yazılı hisse senetleri ile ilgili olarak anonim ortaklık ilgili düzenlemeler içerisinde en önemli husus, hamiline yazılı hisse senetlerinin bedeli tamamen ödenmedikçe çıkarılamayacağıdır.¹⁰ Hamiline yazılı hisse senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınai mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi yararı bulunmakla birlikte, senedin kaybedilmesi ve çalınması halinde, hak sahipliğinin kanıtlanmasındaki güçlükler, genel kurul toplantılarına ilgisizliği teşvik ve güç boşluğu doğurma, senet üzerinde rehin, intifa

⁹ M. Karslı (2003). *Sermaye piyasası-borsa-menkul kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları, s. 363-364.

¹⁰ Y. Karayalçın (1964). *Ticaret hukuku dersleri II*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 8.

haklarının kurulması için senetlerin teslimi zorunluğ u bakımından sakıncaları bulunduğ u söylenebilir.

3.2. Adi ve imtiyazlı hisse senetleri

Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Hisse senedinin sahibine sağladığı idari haklar arasında, oy hakkı, bilgi alma hakkı, iptal davası açma hakkı, denetleme hakkı yer almaktadır. Bilgi alma hakkı sermaye piyasası mevzuatında ise “Kamuyu aydınlatma ilkesi” çerçevesinde açık bir şekilde düzenlenmiştir.¹¹

Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârda belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede v.s. bazı ayrıcalıklar tanınabilir.

3.3. Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri

Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılan, diğer bir deyişle bedelli artırıma konu olan hisseler ya kuruluş aşamasında çıkarılırlar ya da sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur.

Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerleme değ er artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değ er artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut payların değ erleri

¹¹ M. İhtiyar (2006). *Sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma ilkesi*. İstanbul: Beta Yayın, s. 59.

yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani pay sahiplerine aittir.

3.4. Primli ve primsiz hisse senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı sözkonusu değildir. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir. Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı Sermaye Sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi halinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır.

4. Hisse Senetlerinde Değer Kavramı

4.1. Defter değeri

Bir işletmenin özsermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada öz sermaye ile, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

4.2. Tasfiye değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ise, o işletmeyi likide etmek en akılcı yol olacaktır.

4.3. İşleyen teşebbüs değeri

Burada, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile sözkonusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

4.4. Net aktif değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.

4.5. Alternatif gelir değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye’de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

4.6. Gerçek değer

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını gözönüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında sözkonusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.

5. Hisse Senetlerinde Fiyat Kavramı

5.1. Nominal (İtibari) fiyat

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

5.2. İhraç fiyatı

Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değerin üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon fiyatı normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir.

5.3. Piyasa fiyatı

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişimler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa; borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır.

5.4. Borsa fiyatı

Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

6. Hisse Senetlerinin Şekil Şartları

Pay senetlerinin; şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, bu tarihteki sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, bunun tescili tarihini, senedin türünü ve itibarî değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır. Kapalı şirketlerde baskı şeklinde imzanın delikli olması veya sahtekarlığı engelleyici diğer güvenlik önlemlerinin uygulanması gerekir.

Nama yazılı pay senetlerinin ayrıca; sahiplerinin adı ve soyadını veya ticaret unvanını, yerleşim yerini, pay senedi bedelinin ödenmiş olan miktarını da açıklaması gerekir. Bu senetler şirketin pay defterine kaydolunur. (TTK, md. 487)

7. Ekonomi ve Sermaye Piyasası Açısından Hisse Senetlerinin Önemi

Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlamakla beraber, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle teoride iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar ve daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

Piyasada yeterince hisse senedinin varlığı ve bu senetlerin tedavül etmesi, fiyatların arz ve talebe göre serbest piyasa ekonomisi kuralları çerçevesinde tespit edilmesi ve küçük yatırımcıların da bu menkul kıymetleri güven duygusu içerisinde yatırım aracı olarak kullanmaları istikrarlı sermaye piyasası açısından bir gerekliliktir.¹²

Menkul kıymet olarak hisse senedini alan yatırımcı ortaklığa ortak olmaktan çok, uzun dönemli ve sabit olmayan bir gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Güvenli ve istikrarlı bir sermaye piyasasından söz edebilmek için o ülkede yeteri kadar ihraç edilmiş hisse senedinin bulunması ve bunların piyasada serbestçe tedavül etmesi, fiyatlarının serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi gerekmektedir.

Bir diğer önemli konu ise, hisse senetlerinin şirketler için, aracılığı ortadan kaldıran bir finansman aracı olmasıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka yollardan sağlarsa, yüksek aracılık maliyetlerine katlanır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar kredi işlemlerinden, mevduat toplarken mevduat sahibine verdikleri mevduat faizinin çok üstünde bir faiz alırlar.

¹² İ. Dinç (2006). *Sermaye piyasası hukukunda çağrı yolu ile hisse senedi toplanması*. İstanbul: Legal Yayıncılık, s.59.

8. Halka Arz Kavramı

Sermaye piyasasının ve bu piyasayı hukuki yönüyle düzenleyen sermaye piyasası kanununun ana unsurlarından biri olan halka arz kavramı, finans literatüründe, bir şirketin hisse senetlerinin ilk kez halka ihraç edilmesi (Initial Public Offerings) anlamında kullanılmaktadır. İhraç kavramı, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını ifade etmektedir.¹³

Halka arz kavramı, Türk Hukukunda, 3794 sayılı Kanun md. 2 ile değişik SPKn. md. 3 (c) hükmünde tanımlanmıştır. Bu tanım incelendiğinde, halka arz olgusunun 4 ayrı olasılığı kapsadığı görülmektedir. Anılan hükümde verilen tanıma göre;

- i) Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması,
- ii) Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi,
- iii) Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi,
- iv) Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı “halka arz” olarak kabul edilmektedir. Söz konusu tanımda 3794 sayılı Kanun’un md.2 hükmü ile değişiklik yapılmadan önce, halka arz kavramının kapsamına, yalnızca sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması ve halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi ihtimalleri girmektedir. Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi ile halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse

¹³ S. Ayaz (2006). *Halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinin fiyat performansları ve uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, s. 4.

senetlerinin satışı, yukarıda anılan değişiklik ile tanımın kapsamına alınmıştır.¹⁴

Sermaye piyasalarında gerçekleştirilen, tasarruf sahibi yatırımcılar ile finansman ihtiyacı olan şirketlerin kar elde etme ve yatırım olanakları sağlama amaçlarına ulaşmalarını sağlayan bir yöntem olan halka arz neticesinde hisse senetleri pazara sunulduktan sonra, yatırımcılar, şirketin finansal performansını, piyasadaki ekonomik güçleri, faiz oranlarını ve pazar psikolojisini dikkate alarak hisse senetlerini alıp satmaktadırlar.¹⁵

Bununla birlikte şirket hayat seyrinde ihtiyaç duyulan finansmanın elde edilmesi için halka arza ya da daha genel bir ifade ile özsermaye ile finansmana alternatif yöntem olan borçla finansman yeterli olabilmekte, çok yüksek aktif büyüklüğüne sahip ve bununla birlikte çok yüksek finansman ihtiyacı olan kimi şirketlerin hiçbir faaliyet döneminde halka arzı gerçekleştirmedikleri de görülmektedir.¹⁶

9. Halka Arz Yöntemleri ve Süreci

9.1. Halka arz yöntemleri

Hisse senetlerini halka arz etmek isteyen şirketler, teoride henüz kuruluş aşamasında iken bu işlemi gerçekleştirebilirler. Fakat pratikte bu pek uygulanan bir yöntem değildir. Daha çok tercih edilen yöntem kuruluş sonrasında halka arza gidilmesidir.

¹⁴ T. Ayoğlu (2006). *Sermaye piyasası hukuku'nda halka arz kavramı ve halka arza aracılık sözleşmeleri*. Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi, s. 67-68.

¹⁵ H. G. Düzakın (1998). *Türkiye'de hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların halka ilk arz ile ilgili görüşlerinin değerlendirilmesi*. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, s. 22.

¹⁶ İ. E. Kandil (2009). *Halka ilk hisse senedi arzı ve dönemsel hisse senedi arzının yatırımcı açısından analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi, s. 3.

9.1.1. Kuruluş aşamasında halka arz

Bu şekilde halka arz için ilk etapta şirketlerin, Türk Ticaret Kanunu'nun 280. maddesi gereğince Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni için başvurmaları gerekmektedir. Sonra şirketler halka arz edecekleri hisse senetlerinin kayıt altına alınması talebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'na müracaat ederler. Kurul'dan halka arz izninin alınmasıyla birlikte kurul tarafından onaylanan izahname çeşitli yayın organlarında ilan ettirilir ve şirkete ortak olması için halka çağrı yapılmış olunur.¹⁷ Kuruluş aşamasında halka arzda uygulanabilecek başka bir yöntem ise belirli kişi veya gruplara ait şirketlerin mevcut hisselerinin belirli bir kısmının yeni kurulan holdinglere devredilmesi ve bu hisseler karşılığında da holdingden yönetime hakim olacak kadar hisse senedi alınması ve holdingin geri kalan hisselerinin halka arz edilip toplanarak fonlarla holdinge bağlı yeni şirketler kurulmasıdır.¹⁸

Ülkemizde şirketlerin halka açık olarak kurulmaları yani kuruluş aşamasında hisse senetlerini halka arz etmeleri çok riskli görülmektedir. Bu tip kuruluşun Sermaye Piyasası Kurulu'nun kuruluşundan önce sıkça uygulanıp, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan sonra terk edilmesi Kurul'un talep ettiği aşırı formalitelerin de caydırıcı bir etken olduğu görüşünü ortaya çıkartmıştır.¹⁹

9.1.2. Kuruluştan sonra halka arz

Kuruluştan sonra şirketler mevcut hisselerinin bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arz edebilirler. Bunun dışında şirket sermaye artırımına giderek yarattığı yeni hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle kendine kaynak yararatabilir.

¹⁷ H. Menemencioğlu (2003). *İMKB'de Halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusu*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, s. 19.

¹⁸ Karşlı (2003), s. 89.

¹⁹ A. Ceylan (2003). *Şirketlerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi, s. 396

*9.1.2.1. Hissedarların hisse senetlerinin bir kısmını borsada veya
borsa dışında halka arz etmeleri*

Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler. Bu tür halka arzlar, SPK'nın Seri: I, No: 40 sayılı “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre;

1) Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için;

a) Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,

b) Paylarında rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

(2) Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Yasa'nın amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, bu Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki belgelerle birlikte Kurul'a başvurması ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekir.

(3) Hissedarların paylarını satacak olan aracı kuruluş bu Tebliğ'in 2 no'lu ekindeki belgelerle Kurul'a başvurur.

(4) Ortaklık yönetim kurulu, hissedar ve ilgili aracı kuruluşa, esas sözleşme değişikliği ve Kurul kaydına alınma sırasında gerekli belgeleri sağlamak ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmek zorundadır.

(5) Bu madde kapsamındaki halka arzlarda özelleştirme kapsamındaki ortaklıklar adına Kurul'a başvuru Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından doğrudan yapılabilir.

9.1.2.2. Sermaye artırımı ile hisse senetlerinin halka arzı

Bu şekildeki halka açılmada ortaklık; sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir. Ya da sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I, No: 40 “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir.

(1) Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler. Bu ortaklıkların sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur.

(2) Kurul'a başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır:

- Yönetim kurulu esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun'un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, bu Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki belgelerle birlikte Kurul'a başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul onayını alır.

- TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

(3) Bu işlemlerden sonra bu Tebliğ'in 3 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için ortaklık veya aracı kuruluş tarafından Kurul'a başvurulur.

(4) Payları, Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem görecektir ortaklıklar tarafından bu Tebliğ'in 4 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için Kurul'a başvurulur.

9.2. Halka arz süreci

Bir şirketin hisse senetleri halka arz edilirken aşağıda sıralanmış aşamalar izlenmektedir.

1. Ortaklık veya ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiği takdirde, bu konuda yetkili aracı kuruluşlar ile aracılık yüklenim sözleşmesinin yapılması gerekecektir.
2. Ortaklık veya ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiği takdirde halka arzedilecek hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'na kaydettirilmesi zorunludur.
3. Kurul'a kayıt başvurusuna Kurul'ca belirlenen bilgi ve belgeler eklenir. (SPK Seri: I, No: 40 sayılı tebliğ)
4. Kurul başvuruları en çok otuz gün içinde sonuçlandırır. Eksiklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz.
5. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yeralır. İzahnamede bulunacak bilgiler Kurul tarafından belirlenir.
6. Kurul'ca onaylanmış izahname ve kayıt belgesi 15 gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicili'ne tescil ve T. Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilir.
7. İzahnamenin tescilini takiben sirküler, günlük gazetelerde ilan edilir.
8. Sirkülerde belirtilen tarihlerde, izahnamede belirtilen satış yöntemine uygun olarak hisse senedi satış işlemine başlanır. Halka arzda, bir örneği ekli bulunan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No: 22 66 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilen satış yöntemlerinden (sabit fiyatla veya fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama veya Borsa’da satış) biri seçilir.
9. Satış işlemleri yetkili aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Ayrıca sözkonusu yetkili aracı kuruluşlar tüm bu halka arz işlemleri boyunca ve halka arz işlemlerinden sonra yapılacak olan mevzuat uyarınca belirlenen hizmetleri yerine getirirler.

10. Satış işlemi tamamlanınca, tescil ve ilan için gerekli işlemler yapılır.

Hisse senedinin sahibine getirdiği hak ve yükümlülükler, hisse senedi türleri, hisse senetlerinde değer ve fiyat kavramları, halka arz yöntemleri ve halka arz hakkında bilgi verilirken İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nın “Temel Bilgiler Kılavuzu”ndan faydalanılmıştır.²⁰

Kuruluştan sonra hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin halka arz yöntemlerine göre izlemeleri gereken yol Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1. Halka Arz Yöntemine Göre Halka Açılmada İzlenecek Yol

Yapılacak Faaliyetler ve Başvurulacak Kurumlar	Halka Açılma Yöntemleri	
	2.2.1.2.1.	2.2.1.2.2.
• Aracı Kuruluşun seçimi	X	X
• Esas Sözleşme değişikliği için SPK onayının alınması ve Bakanlık izni		X
• Genel kurul kararı		X
• SPK’ya ve İMKB’na başvuru	X	X
• İnceleme ve Borsa görüşü	X	X
• İzahnamenin tescil ve ilanı	X	X
• Satış fiyatının SPK’na bildirilmesi	X	X
• Yeni pay alma haklarının kullanımı		X
• İlan ve reklamlar	X	X
• Halka arz ve satış	X	X
• Satın alınmayan hisse senetlerinin satın alınması	X	X
• Aracı Kuruluş’un bildirim mükellefiyeti	X	X
• Halka açıklanan konularda meydana gelen değişikliklerin SPK’na ve Borsa’ya bildirimi	X	X
• Hisse senetlerinin MKK nezdinde oluşturulması	X	X
• Borsa’da işlem görme	X	X
• Ortaklığın bildirim mükellefiyeti	X	X

Kaynak: [İMKB] (2011), s. 239.

²⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası [İMKB] (2011). *Temel bilgiler kılavuzu*. İstanbul: İMKB Yayınları, s. 182-238.

İkinci Bölüm

2008 Finansal Krizi Öncesi ve Sonrasında İMKB’ de Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerine Yönelik Bir Uygulama

1. Araştırmanın Amaç ve Önemi

İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı finans literatüründe oldukça ilgi gösterilen bir konu olmuş ve birçok piyasada inceleme konusu olarak araştırılmıştır. Bununla beraber “düşük fiyatlama” olarak adlandırılan olgu da fiyat performanslarıyla bağlantılı olarak araştırılan bir diğer konudur.

Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yatırımcısına normalin üzerinde getiri sağlaması, diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin düşük değerlendirilerek ihraç edilmesi düşük fiyatlama olgusu olarak isimlendirilmektedir.²¹ Biraz daha basitleştirecek olursak düşük fiyatlama, halka ilk defa arz edilen hisselerin işlem görmeye başlamasından sonraki dönemde fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıkması yani pozitif bir başlangıç getirisi sağlamasıdır.²² Hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise “yüksek fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, 2006-2010 yılları arasında İMKB’de ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık fiyat performanslarının, her bir hisse senedi için o dönemki İMKB Ulusal Tüm endeksi değeri ve getirisi ile karşılaştırılarak aralarında anlamlı bir ilişki olup olmadığının incelenmesi ve düşük fiyatlama olgusunun araştırılmasıdır. Çalışmada, 2006 ve 2007 yılları “kriz öncesi dönem”, 2009 ve 2010 yılları ise “kriz sonrası dönem” olarak ele alınacaktır.

Günümüz finansal koşullarında ‘global piyasa’ kavramından kolaylıkla bahsetmemiz mümkündür. Bilgi teknolojilerinin özellikle son yirmi yılda hızla gelişmesinden dolayı

²¹ K. Yalçınar (2006). *Düşük fiyatlama olgusu ile halka arz şekilleri ve halka arz fiyatı arasındaki ilişkinin analizi*. Ankara: Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi Sayı: 7/2, s. 146.

²² Ayaz (2006), s. 11.

artık bütün piyasalar eş anlı olarak takip edilebilmekte ve dünyanın herhangi bir yerinde oluşan bir yönetimsel ya da finansal sorun, ama kısa ama uzun vadede tüm dünya piyasalarında etkisini göstermektedir. Bu açıdan baktığımızda, finansal piyasalarda arz ve talebin bulunduğu yegane platform olan ulusal borsalar, ekonomik kriz dönemlerinde her ülke ve tüm dünya için birer gösterge niteliği taşımaktadırlar.

Bu konuda yapılmış önceki çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada, 2008 finansal krizinin, ülkemiz sermaye piyasasına olan etkileri ile bağlantılı olarak “bu dönemin öncesinde ve sonrasında” halka ilk kez arz olan şirketlerin halka arz sonrası performansları incelenecektir. Böylelikle çalışma, kriz öncesi performanslar ile kriz sonrası performanslar arasında bir farkın varlığının test edilmesi açısından önem taşımaktadır.

2. Literatür Araştırması

Düşük fiyatlama olgusunun varlığını belirlemek üzere hisse senedi performanslarını araştıran ilk çalışmalardan biri McDonald ve Fisher (1972)’a aittir. McDonald ve Fisher New York borsasında 1969-70 yıllarını dahil ettikleri çalışmalarında halka ilk kez arz edilen 142 şirketin hisse senetlerinin performanslarını beş döneme ayırarak incelemişlerdir. İlk dönem olarak hisse senetlerinin ilk haftadaki performansları incelenmiştir. İlk hafta için hisse senetlerinin anormal getirisini % 28.5 olarak hesaplamışlardır. İkinci dönemde hisse senetlerinin anormal getirilerini ilk haftadan sonra 1 yıla kadar olan zaman diliminde (11 ay 3 haftalık) incelemişler ve hisse senetlerinin anormal getirisinin -% 18.1 olduğunu bulmuşlardır. Üçüncü dönemde hisse senetlerinin ilk aydaki performansı incelenmiş ve bu dönemdeki anormal getiri % 34.6 olarak bulunmuştur. Dördüncü dönem olarak ilk ayın bitiminden bir yıla kadar olan süre (11 aylık) için hisse senetlerinin performansı incelenmiş, hisse senetlerinin anormal getirisi -% 19.8 olarak bulunmuştur. Beşinci dönemde ise ilk yıldaki (12 aylık) performans incelenmiş ve hisse senetlerinin anormal getirisi -% 3.2 olarak bulunmuştur. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede yüksek getiriler sağlamasına rağmen ilerleyen zamanlarda hisse senetlerinin bu avantajını kaybettiğini belirtmişlerdir.

Bu konuyu ilk araştıranlardan bir diğeri olan Ibbotson (1975), New York Borsası (NYSE)'nda yapmış olduğı çalışmada ilk halka arz edilen hisselerin düşük fiyatlandığını belirtmiştir. 1960-69 yılları arasında ABD'de halka ilk kez arz edilen 120 şirketin incelendiğı çalışmada Ibbotson, ortalama ilk gün getirisini % 11,4 olarak bulmuş ve hisselerin 1 yıllık getirisinin pozitif olduğunu belirtmiştir.

Reilly (1977) yapmış olduğı çalışmada ABD'de 1972-1975 yıllarında halka ilk kez açılan 486 şirketi incelemiş ve kısa vadede % 10.9'luk bir getiri bulmuşken bu değerin uzun vadede -% 11.6'ya gerilediğinden bahsetmiş ve kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun varlığından söz etmiştir.

Chalk ve Peavy (1987), 1975-1982 döneminde halka ilk kez arzı gerçekleştiren 649 şirketi ele alarak bir çalışma yapmıştır. İkili, halka arz gününün sonunda ortalama getiri oranını % 21.67, 190 gün sonundaki ortalama getiri oranını ise % 17.99 olarak bulmuştur. Yalnızca ilk günde anormal getiri sağlandığını öne süren görüşlerin aksine anormal getirinin arz gününden sonraki günlerde de belirgin olarak görüldüğünü belirtmişlerdir.

Uhlir (1989) 1977-1987 döneminde Almanya borsasında ilk kez halka açılan 97 şirketin performanslarını incelediğinde ilk yıl sonunda (ilk gün getirileri hariç tutularak), piyasaya göre -% 7.47 performans gösterdiklerini hesaplamış ve uzun dönemde düşük fiyatlamamanın olmadığından bahsetmiştir. Uhlir'in bulduğu ortalama ilk gün getirisi ise % 21.5 olmuştur. Yani kısa vadede düşük fiyatlama olgusunun varlığından söz etmek mümkündür.

Aggarwal ve Rivoli (1990) yaptıkları çalışmada Amerikan piyasasında 1977-1987 döneminde halka açılan 1598 şirketi araştırmalarına konu etmiş kısa vadede % 10.67'lik bir pozitif getiri bulgusunu elde ettikleri halde uzun dönemde -% 13.73 getiri bulmuşlar ve vade uzadıkça düşük fiyatlama olgusunun kaybolduğunu belirtmişlerdir.

Ritter'da (1991) aynı şekilde Amerikan sermaye piyasalarında yapmış olduğı çalışmada kısa dönemde düşük fiyatlama olgusu tespit etmiştir. Ritter, çalışmasında 1975-1984

yılları arasında halka ilk kez arz olan 1526 hisse senedini incelemiştir. Kısa dönem olarak ilk gün getirisini % 14.32 bulan Ritter, uzun dönem için 36 aylık süreçte anormal getirileri (AR), birikimli anormal getirileri (CAR) ve refah göstergesini (WR) hesaplamıştır. Pozitif getirinin ikinci aydan sonra düşüşe geçtiği belirtilmiştir. 36 aylık dönemin 5'inde anormal getiriler pozitif iken 31'inde negatif çıkmıştır. Birikimli anormal getiriler ise beşinci aydan itibaren negatif değere ulaşmış ve bu gidişi 36. aya kadar sürdürmüştür. Bu hisselerin birikimli anormal getirileri 3 yılın sonunda -% 29.13'e ulaşmıştır. Çalışmada ilk günde elde edilen getirilerin uzun dönemde korunamadığı belirtilmiştir.

Ritter (1991) ve Aggarwal ve Rivoli (1990) yaptıkları çalışmalarda hemen hemen aynı zaman dilimi ve aynı örnekleme kullanmakla beraber buldukları sonuçlarla da birbirlerinin çalışmalarını doğrulamışlardır.

Loughran (1993), 3556 şirketin 1967-1987 yılları arasında New York borsası (NYSE)'nda halka ilk kez arz olmalarını incelemiş ve bulguları bir diğer Amerikan borsası olan Nasdaq ile karşılaştırmıştır. Çalışmasında, altı yıllık ortalama % 17.29 gibi bir getiri bulan Loughran aynı periyotta % 76.23 getiri sağlayan Nasdaq endeksi ile kıyasladığında Ritter'ın üç yıllık testlerinden hissedilir şekilde daha kötü sonuçlar elde etmiştir. Bundan iki yıl sonra Loughran ve Ritter (1995) aynı piyasadaki 1970-1990 yıllarında olan ilk halka arzları incelediklerinde, halka arzdan sonraki ilk 5 yıl için yıllık ortalama % 5 getiri bulmuşlardır.

Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993) Latin Amerika bölgesi ülkelerinden olan Brezilya, Şili ve Meksika'daki ilk halka arzları inceledikleri çalışmalarında, 1980-1990 yıllarında Brezilyada 62, 1982-1990 yıllarında Şilide 36, 1987-1990 yıllarında Meksikada ise 44 ilk halka arz olayını ele almışlardır. İlk gün getirilerini bu ülke piyasaları için % 78,5 ile Brezilya, %16,7 ile Şili, % 2,8 ile Meksika olmak üzere bulmuşlardır. Uzun dönemde (3 yıl) ise getirileri sırasıyla, -% 47, -% 23.7, -% 19.6 olarak hesaplamışlar ve düşük fiyatlamanın sadece kısa dönemde var olduğundan söz etmişlerdir.

Levis (1993) yapmış olduğu çalışmasında 1980-1988 yılları arasında Londra borsasında halka ilk kez arz olan 712 şirketi incelemiş ve ortalama ilk gün getirisini % 14.3 olarak bulmuştur. Uzun vadede (36 ay) bulduğu değeri ise -% 31 olmuş ve Levis; kısa vadede düşük fiyatlama, uzun vadede ise yüksek fiyatlama ile karşılaştığını belirtmiştir.

Düşük fiyatlama olgusu ülkeden ülkeye büyük çeşitlilikler göstermekle beraber sürekli olarak periyodik bir şekilde araştırılmakta olan bir fenomendir. Örneğin Loughran, Ritter ve Rydqvist (1994), gelişmiş ve/veya gelişmekte olan 25 ülke piyasasını inceledikleri çalışmalarında, ortalama ilk gün getirilerini en düşük olarak Fransa’da % 4.2 ile bulmuşken, en yüksek getirinin % 80’lik bir oran ile Malezya’da olduğunu hesaplamışlardır.

Kıymaz (1996), 1990–1995 döneminde gerçekleştirilen imalat sektöründeki 88 adet ilk halka arzı inceleyen çalışmasında ilk gün ortalama getirisini %12.2 olarak bulmuş ve bu anormal getirinin düşük fiyatlama olgusunun İMKB’deki varlığını doğruladığını belirtmiştir.

Aussenegg (1997), Viyana borsasında 1984’ten 1996’ya kadarki sürede halka ilk kez arz olan 67 hisse senedinin kısa ve uzun dönem performanslarını incelemiştir. Ortalama ilk gün getirisini % 6,5 ve anlamlı bulan Aussenegg uzun dönemde (5 yıl) -% 73.95 olarak bulmuş, refah göstergesi (Wealth Relative-WR) değeri $[(1+H.S. \text{ Ort. Getirisi}) / (1+Endeks \text{ Ort. Getirisi})]$ ’nin de 0.64 olduğunu belirtmiştir. Bu değerin 1’den küçük olması halinde piyasaya nazaran düşük bir performans sergilendiği söylenmiştir.

2000’li yıllarda yapılan çalışmalara bakıldığında da ilk halka arzları inceleyen bir çok çalışma bulunabilmekte ve bunların içinde ülkemiz piyasasını konu alan çalışmalara da rastlanmaktadır.

Özden (2001) yaptığı çalışmasında 1990-1997 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda halka ilk kez arz olmuş 134 şirketi incelemiştir. Uç değeri (Outlier) kapsamında olabilecek hisseler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Outlier sınıfına giren hisseler ilk gün getirisi % 50 ve üstü olan hisseler olarak

belirlenmiştir. İlk işlem günündeki ortalama anormal getiriyi % 7.05 olarak bulan Özden, uzun vadede (3 yıl sonunda) birikimli ortalama anormal getiri değerini -% 63.04 olarak bulmuş ve kısa dönemde (ilk ve ikinci gün) anlamlı pozitif getiriler olduğunu fakat uzun dönemde (halka arzdan sonraki 1. yıldan 3. yıla kadar) ise kayda değer negatif kümülatif getiriler ile karşılaştığını söylemiştir.

Yi (2001) tarafından Ritter'in (1991) çalışmasına paralel olarak Amerikan hisse senedi borsasında, 1987-1991 yıllarında halka ik kez arz olan 1032 hisse senedinin analiz edildiği çalışmada, uzun dönem performansların negatif bulunduğu belirtilmiştir.

Ritter ve Welch (2002), Amerikadaki 6249 ilk halka arz olayını inceledikleri çalışmalarında 1980-2001 dönemini ele almışlardır. Ortalama ilk gün getirisini %18.8 olarak bulan ikili, bu şirketlerin % 86'sının halka açıldıkları ilk günkü kapanış fiyatlarının, halka arz fiyatlarına göre aynı seviyede (% 16'sı) kaldığını ya da daha iyi bir seviyede (%70'i) olduğunu belirtmişlerdir. Halka arzdan 3 yıl sonra ise piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getirinin ise negatif olarak -% 23.4 olduğunu söyleyerek, uzun dönemde düşük performansın ve yüksek fiyatlamaların varlığından bahsetmişlerdir.

Yalçiner (2006), 1997-2004 yılları arasında İMKB'de halka ilk kez arz edilen 93 hisse senedinin kısa dönem performansını inceleyerek düşük fiyatlama olgusunun varlığını araştırmıştır. Halka arz sonrası ilk işlem günündeki ortalama getiri % 7.2 olarak bulunmuş ve halka arz fiyatlarında düşük fiyatlama olgusuna işaret edilmiştir. Halka arzdan sonraki 1. aydan 5. aya kadar getiriler hesaplanmış ve 5 aylık ortalama getiri -% 6 olarak bulunmuştur. Yalçiner, bu durumun hisse senetlerinin düşük değerlendirilerek halka arz edilmesinin sonucu olduğunu ve piyasada anormal getirinin var olduğunu belirtmektedir. Ayrıca anormal getirinin elde edilmesinin, hisse senetlerinin halka arz fiyatından satın alınmasına bağlı olduğunu söylemektedir. Bir diğer taraftan da hisse senetlerinin halka arz fiyatlarının büyüklüğü ve küçüklüğü ile hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı bulunmuştur.

Borges (2006), Portekiz piyasasında düşük fiyatlama olgusunu araştırdığı çalışmasında 1998-2004 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 41 hisse senedini incelemiştir. İlk gün sonunda ortalama anormal getirinin % 11.1 olarak bulunduğunu ifade ederek Portekiz piyasasındaki düşük fiyatlamanın varlığını belirtmiştir.

Durukan (2006), çalışmasında İMKB’de 1994-2003 yılları arasında ilk kez halka arz edilen 112 şirketi ele almıştır. Hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirisini % 7.5 olarak tespit etmiş ve düşük fiyatlamanın kısa vadede İMKB’de bulunduğunu söylemiştir.

Sevim ve Akkoç (2006) İMKB’de 1990-1999 yıllarında halka açılan hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını inceledikleri çalışmalarında 185 şirketi ele almışlardır. Hisse senetlerinin arz edildiği ilk aydaki ortalama anormal getirileri % 10.69 olarak bulunmuştur. Bu avantajın yalnızca ilk ayda görüldüğü ve uzun döneme taşınmadığı söylenmiştir. İkinci aydan başlayarak ortalama getiriler negatife dönmektedir. İkili, çalışmalarında 36 aylık sürecin 23’ünde ortalama anormal getirilerin negatif değere sahip olduğunu, sadece 13 ayda pozitif olduğunu belirtmişlerdir. 36 ay sonunda birikimli ortalama anormal getiri -% 15.26 bulunmuş ve ilk kez halka arz edilen firmaların hisse senetlerine yatırım yapan bir yatırımcının ilk ayda piyasanın üzerinde bir getiri elde etmesine rağmen, sağlamış olduğu bu avantajını uzun vadeye taşıyamadığı ifade edilmiştir.

Goergen, Khurshed ve Mudambi (2007) çalışmalarında Ocak 1991-Haziran 1995 döneminde İngilterede halka ilk kez arz edilen 252 şirketten, verilerine tam olarak ulaşabildikleri 240 tanesinin hisse senetlerinin uzun dönemde düşük fiyatlanıp fiyatlanmadıklarını, halka arzdan önceki finansal ve yönetsel kararların dikkate alınıp kıyaslanarak bulunmasını amaç edinmişlerdir. Firmaların büyüklükleri ile uzun vadeli performansları arasında pozitif ilişki bulunmuş ve firma ne kadar büyükse uzun vadede performansında o denli verimli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sağlam (2008) 1993-2006 yılları arasında İMKB’de tek aracı kurum tarafından halka ilk kez arz edilen 40 şirketi incelediği çalışmasında hisse senetlerinin ilk gün ortalama anormal getirisini % 11,30 olarak hesaplarken, 1. yıl sonunda -% 78,76, 3. yıl sonundaki

anormal getiri -% 98,73 bulunmuştur. Çalışmada kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiş, bu durumun orta ve uzun dönem için geçerli olmadığı gözlenmiştir. Orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır.

Bilgiç (2008) İMKB'yi konu aldığı çalışmasında 2006 ve 2007 yıllarını dikkate alarak halka ilk kez arz edilen 24 hisse senedinin ilk günlük fiyat performansını incelemeyi ve elde edilen getiriye bağlı olarak düşük fiyatlama olgusunun var olup olmadığını tespit etmeyi amaçlamıştır. Ortalama ilk gün getirisi % 4,17 olarak bulunmuştur. 'Halka arzın ilk gününde düşük fiyatlama vardır' hipotezi 24 hisse senedinden 13 tanesi için doğrulanmıştır.

Peng (2008) çalışmasında 2000-2002 yılları arasında Shanghai borsasında halka ilk kez arz olan 166 şirketin uzun dönem performanslarını incelemiştir. Shanghai endeksi karşılaştırma kriteri olarak alınmış ve halka arzdan sonraki 3 yıl için birikimli anormal getiriler (CAR) ve refah göstergesi hesaplanmıştır. Halka arzdan 6 ay geçtikten itibaren hisseler endeksten daha düşük getiri sağlamaya başlamıştır. Yıllık olarak bakıldığında, 1 yıl sonraki ortalama getiri değeri -% 2.05, 2 yıl sonraki -% 14.07, 3 yıl sonraki ise -% 32.02 olarak bulunmuştur. 3 yıl sonundaki refah göstergesi değeri 0.68 olarak bulunmuştur. Peng firmaları karakterlerine göre bir ayırım yapıp; devlet payı daha yüksek olanların, geleneksel endüstri özellikleri taşıyanların ve halka açılması geç yapılanların daha iyi performans gösterdiklerini söylemiştir. Çalışmada, kısa vadede halka ilk kez arz olan şirketlerin performansının piyasa endeksinden daha iyi olduğu fakat uzun dönemde bunu söylemenin mümkün olmadığından bahsedilmiştir.

Ünlü ve Ersoy (2008) 1995-2008 yılları arasında Türkiyede ilk kez halka arz olan 112 hisse senedini incelemiştir. Ortalama firma yaşının yaklaşık 18 olduğu not düşülen çalışmada, kısa dönem (ilk gün ve sonraki 20 işlem günü) performans incelenmiştir. Ortalama ilk gün getirisini % 6.52 ve ortalama birikimli getiriye % 5.35 olarak bulan Ünlü ile Ersoy 75 hisse senedinin düşük, 37 tanesinin ise yüksek fiyatlandığını belirtmiştir. İMKB'de düşük fiyatlama olgusunun geçerli olduğunu ve ilk halka arzların kısa dönemde yüksek performans gösterdiğini söylemişlerdir.

3. Araştırmanın Verileri

Çalışmada kriz öncesi ve sonrası dönem ele alınacağından 2008 yılı kriz yılı kabul edilerek, 2006 ve 2007 yılları kriz öncesi dönem, 2009 ve 2010 yılları kriz sonrası dönem olarak belirlenmiştir. Her bir yıl için 1 Ocak – 31 Aralık tarihleri arasında İMKB’de ilk kez halka arz olan şirketler çalışmaya dahil edilmiştir.

Araştırmaya konu olan dört yıllık süreçte 47 adet ilk halka arz işlemi gerçekleşmiştir. Bunlardan 24’ü kriz öncesi dönemde hayata geçmişken, kalan 23 tanesinde kriz sonrası dönemde olmuştur. Halka arz tarihleri itibarıyla belirlenen periyotta ilk kez halka arz olan şirketler, dönemlerine göre ayrılarak Tablo 2 ve Tablo 3’te gösterilmiştir.

Tablo 2. Kriz Öncesi Dönemde (2006-2007) İlk Kez Halka Arz Olan Şirketler

Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	10.02.2006
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	10.02.2006
Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	21.04.2006
Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	26.04.2006
Asya Katılım Bankası A.Ş.	12.05.2006
Coca-Cola İçecek A.Ş.	12.05.2006
Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	26.05.2006
Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	02.06.2006
Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	02.06.2006
Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.06.2006
Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	23.06.2006
Euro B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	26.06.2006
Tacirler yatırım Ortaklığı A.Ş.	10.07.2006
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20.10.2006
Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	08.12.2006
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	23.02.2007
Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	02.03.2007
Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	04.05.2007
Merkez B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.	04.05.2007
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	10.05.2007
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	18.05.2007
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	22.06.2007
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	29.06.2007
Tekfen Holding A.Ş.	23.11.2007

Tablo 3. Kriz Sonrası Dönemde (2009-2010) İlk Kez Halka Arz Olan Şirketler

Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	06.11.2009
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	12.02.2010
TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	09.04.2010
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	27.04.2010
Akfen Holding A.Ş.	14.05.2010
Aksa Eenerji Üretim A.Ş.	21.05.2010
Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	24.05.2010
İhlas Gazetecilik A.Ş.	14.06.2010
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret. A.Ş.	16.06.2010
Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	21.06.2010
İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	01.07.2010
Çemaş Döküm Sanayii A.Ş.	02.07.2010
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12.07.2010
Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	20.07.2010
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	29.07.2010
Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	24.09.2010
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	21.10.2010
İhlas Yayın Holding A.Ş.	05.11.2010
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.11.2010
Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.11.2010
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	02.12.2010
Do&Co Restaurants and Catering A.Ş.	02.12.2010
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	08.12.2010

Araştırmada kullanılacak olan veriler İMKB'nin web adresinden (www.imkb.gov.tr) tam ve sağlıklı bir şekilde elde edilmiş, ulaşılamayan veri olmamıştır.

4. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada öncelikle hisse senetlerinin ilk gün, 1. ay, 3. ay, 6. ay için ham ve anormal getirileri ile karşılaştırma değeri (benchmark) olarak kullanılacak olan İMKB Ulusal Tüm Endeksinin aynı dönemlerdeki getirileri aşağıdaki hesaplama yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır. Diğer aşamada da Minitab istatistiksel analiz programı (Versiyon 16.0)'nda verilerin normal dağılım durumuna göre Two-Sample T-Test veya Mann-Whitney U analizi kullanılarak;

- Kriz öncesi dönemdeki anormal getiriler ile kriz sonrası dönemdeki anormal getiriler,
- Kriz öncesi dönemdeki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri,
- Kriz sonrası dönemdeki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri,
- Dört yıldaki anormal getiriler ile aynı dönemdeki endeks getirileri belirlenen periyotlarda (ilk gün, 1 ay, 3 ay, 6 ay) kendi içlerinde karşılaştırılmıştır.

Getiri (performans) hesaplamak için kullanılan denklemler hisse senetleri için,

i hisse senedinin t dönemindeki ham getirisi ($R_{i,t}$);

$$R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}] * 100$$

Hisse senedinin ilk gün sonundaki ham getirisi ($R_{i,ilk}$);

$$R_{i,ilk} = [(P_{i,ilk} - P_{i,arz}) / P_{i,arz}] * 100$$

Hisse senedinin 1. ay sonundaki ham getirisi ($R_{i,1ay}$);

$$R_{i,1ay} = [(P_{i,1ay} - P_{i,arz}) / P_{i,arz}] * 100$$

Hisse senedinin 3. ay sonundaki ham getirisi ($R_{i,3ay}$);

$$R_{i,3ay} = [(P_{i,3ay} - P_{i,arz}) / P_{i,arz}] * 100$$

Hisse senedinin 6. ay sonundaki ham getirisi ($R_{i,6ay}$);

$$R_{i,6ay} = [(P_{i,6ay} - P_{i,arz}) / P_{i,arz}] * 100$$

formülleriyle hesaplanmıştır. t değeri zamanı ifade etmektedir ve “ilk”, “1ay”, “3ay”, “6ay” isimlerini alarak o zamanlardaki getiriler hesaplanmıştır. Örneğin $P_{i,t}$; i hisse senedinin t zamanındaki kapanış fiyatını göstermekte iken, $P_{i,t-1}$ aynı hisse senedinin kıyaslanmak istenen bir önceki zamandaki kapanış fiyatını göstermektedir. İlk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık getiriler belirlenirken karşılaştırılan fiyat daima ilk halka arz fiyatı olmuştur. Bunun nedeni, t hisse senedini ilk halka arzda satın alan yatırımcının, senedi al-sat yapmayarak; ilk gün, 1 ay, 3 ay ve 6 ay sonunda elde edebileceği getirileri hesaplamanın amaçlanmasındandır.

Getiri (performans) hesaplamak için kullanılan denklemler endeks getirisi için,

i hisse senedi için endeksin t dönemindeki getirisi ($R_{m,t}$);

$$R_{m,t} = [(P_{m,t} - P_{m,t-1}) / P_{m,t-1}] * 100$$

Endeksin ilk gün sonundaki getirisi ($R_{m,ilk}$);

$$R_{m,ilk} = [(P_{m,ilk} - P_{m,arz}) / P_{m,arz}] * 100$$

Endeksin 1. ay sonundaki getirisi ($R_{m,1ay}$);

$$R_{m,1ay} = [(P_{m,1ay} - P_{m,arz}) / P_{m,arz}] * 100$$

Endeksin 3. ay sonundaki getirisi ($R_{m,3ay}$);

$$R_{m,3ay} = [(P_{m,3ay} - P_{m,arz}) / P_{m,arz}] * 100$$

Endeksin 6. ay sonundaki getirisi ($R_{m,6ay}$);

$$R_{m,6ay} = [(P_{m,6ay} - P_{m,arz}) / P_{m,arz}] * 100$$

formülleriyle hesaplanmıştır. $P_{m,t}$; İMKB Ulusal Tüm Endeksinin t zamanındaki kapanış değerini göstermekte iken, $P_{m,t-1}$ Endeksin kıyaslanmak istenen bir önceki zamandaki kapanış değerini göstermektedir. Endeksin ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık getirileri belirlenirken karşılaştırılan değer daima o hisse senedinin ilk halka arz olduğu gündeki endeks değeri olmuştur.

Hisse senedinin ham getirisi, pazara veya riske göre düzeltilerek artık getiriye, diğer bir ifadeyle “anormal getiri”ye ulaşılmaktadır. Hisse senedi’nin endekse göre anormal getirisi, hisse senedi getirisi ile endeks getirisi arasındaki farktır. Bir hisse senedinin t dönemindeki anormal getirisi, halka ilk arzı gerçekleştiren hisse senedinin ham getirisinden, o dönem için elde edilen endeks getirisinin çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş getiriler (anormal getiriler)’in hesaplanmasında kullanılan formül;

i hisse senedinin t dönemindeki anormal getirisi ($AR_{i,t}$);

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

Hisse senedinin ilk gün sonundaki anormal getirisi ($AR_{i,ilk}$);

$$AR_{i,ilk} = (R_{i,ilk} - R_{m,ilk}) * 100$$

Hisse senedinin 1. ay sonundaki anormal getirisi ($AR_{i,1ay}$);

$$AR_{i,1ay} = (R_{i,1ay} - R_{m,1ay}) * 100$$

Hisse senedinin 3. ay sonundaki anormal getirisi ($AR_{i,3ay}$);

$$AR_{i,3ay} = (R_{i,3ay} - R_{m,3ay}) * 100$$

Hisse senedinin 6. ay sonundaki anormal getirisi ($AR_{i,6ay}$);

$$AR_{i,6ay} = [(R_{i,6ay} - R_{m,6ay}) * 100$$

şeklinde yazılmıştır ve

$AR_{i,t}$: i hisse senedinin t dönemindeki anormal getirisini,

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t dönemindeki ham getirisini,

$R_{m,t}$: i hisse senedinin t dönemindeki endeks getirisini ifade etmektedir. Getiriler, % olarak belirtilmek istendiği için her değer 100 ile çarpılmıştır.

Üçüncü Bölüm

Araştırma Verilerinin Analizi, Bulgular ve Sonuç

1. Hisse Senetleri Ham Getirileri

Kriz öncesi döneme ve kriz sonrası döneme ait ham getiriler ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık olarak hesaplanmıştır. Ham getirileri hesaplamada izlenen yol çalışmanın ikinci bölümündeki “4. Araştırmanın Yöntemi” kısmında gösterilmiştir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerine ait ham getiriler Tablo 4, Tablo 5, Tablo 6 ve Tablo 7’de gösterilmektedir. Tablo 8, Tablo 9, Tablo 10 ve Tablo 11’de ise kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerine ait ham getiriler verilmiştir.

Tablo 4. İlk Gün Sonundaki Ham Getiriler (Initial Raw Returns) - Kriz Öncesi

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. İlk Gün Kapanış Fiyatı	H. S. İlk Gün Ham Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	4,00	4,84	21,00%
2006	Datagate Bilgisayar	3,50	4,26	21,71%
2006	Vestel Beyaz Eşya	3,20	3,20	0,00%
2006	Selçuk Ecza Deposu	5,35	6,50	21,50%
2006	Asya Katılım Bankası	3,50	4,26	21,71%
2006	Coca-Cola İçecek	7,25	8,05	11,03%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	1,05	1,04	-0,95%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y. O.	1,05	1,21	15,24%
2006	Taksim Y. O.	1,08	1,26	16,67%
2006	Armada Bilgisayar	3,00	2,80	-6,67%
2006	Silverline Endüstri	2,60	2,64	1,54%
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,13	13,00%
2006	Tacirler Y. O.	1,00	1,07	7,00%
2006	Karel Elektronik	4,36	4,28	-1,83%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	0,99	-1,00%
2007	TAV Havalimanları	10,00	11,00	10,00%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	1,10	1,34	21,82%
2007	Oyak Y. O.	1,10	1,06	-3,64%
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	1,10	1,03	-6,36%
2007	Türkiye Halk Bankası	8,00	8,90	11,25%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	2,80	3,20	14,29%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	7,60	7,45	-1,97%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	4,10	4,96	20,98%
2007	Tekfen Holding	5,70	6,00	5,26%

Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerine kısa vadeli baktığımızda ilk gün sonunda en yüksek ham getiriyi % 21,82 ile Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (SAGYO), en düşük ham getiriyi ise -% 6,67 ile Armada Bilgisayar (ARMDA) hissesinin yapmakta olduğunu görmekteyiz. Bu vadede halka ilk kez arz edilen 24 hisse senedinden 16 tanesi pozitif, 1 tanesi nötr, 7 tanesi de negatif ilk gün ham getiriye sahiptir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama ilk gün ham getirisi % 8,82 olarak bulunmuştur.

Tablo 5. 1. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 1. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 1. Ay Ham Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	4,00	5,20	30,00%
2006	Datagate Bilgisayar	3,50	5,40	54,29%
2006	Vestel Beyaz Eşya	3,20	2,36	-26,25%
2006	Selçuk Ecza Deposu	5,35	6,45	20,56%
2006	Asya Katılım Bankası	3,50	3,44	-1,71%
2006	Coca-Cola İçecek	7,25	7,65	5,52%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	1,05	0,97	-7,62%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	0,92	-12,38%
2006	Taksim Y. O.	1,08	0,97	-10,19%
2006	Armada Bilgisayar	3,00	1,71	-43,00%
2006	Silverline Endüstri	2,60	2,10	-19,23%
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,12	12,00%
2006	Tacirler Y. O.	1,00	0,94	-6,00%
2006	Karel Elektronik	4,36	3,90	-10,55%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,04	4,00%
2007	TAV Havalimanları	10,00	10,60	6,00%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	1,10	1,65	50,00%
2007	Oyak Y. O.	1,10	0,98	-10,91%
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	1,10	0,90	-18,18%
2007	Türkiye Halk Bankası	8,00	8,50	6,25%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	2,80	2,76	-1,43%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	7,60	7,55	-0,66%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	4,10	5,35	30,49%
2007	Tekfen Holding	5,70	5,95	4,39%

Tablo 6. 3. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 3. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 3. Ay Ham Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	4,00	5,30	32,50%
2006	Datagate Bilgisayar	3,50	4,34	24,00%
2006	Vestel Beyaz Eşya	3,20	1,65	-48,44%
2006	Selçuk Ecza Deposu	5,35	5,80	8,41%
2006	Asya Katılım Bankası	3,50	3,74	6,86%
2006	Coca-Cola İçecek	7,25	6,75	-6,90%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	1,05	0,78	-25,71%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	0,75	-28,57%
2006	Taksim Y. O.	1,08	0,66	-38,89%
2006	Armada Bilgisayar	3,00	1,85	-38,33%
2006	Silverline Endüstri	2,60	1,93	-25,77%
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,18	18,00%
2006	Tacirler Y. O.	1,00	0,92	-8,00%
2006	Karel Elektronik	4,36	3,60	-17,43%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,05	5,00%
2007	TAV Havalimanları	10,00	12,60	26,00%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	1,10	1,44	30,91%
2007	Oyak Y. O.	1,10	0,86	-21,82%
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	1,10	0,84	-23,64%
2007	Türkiye Halk Bankası	8,00	8,35	4,38%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	2,80	2,48	-11,43%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	7,60	7,70	1,32%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	4,10	5,35	30,49%
2007	Tekfen Holding	5,70	6,25	9,65%

Tablo 7. 6. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Öncesi

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 6. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 6. Ay Ham Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	4,00	4,08	2,00%
2006	Datagate Bilgisayar	3,50	2,31	-34,00%
2006	Vestel Beyaz Eşya	3,20	2,03	-36,56%
2006	Selçuk Ecza Deposu	5,35	4,90	-8,41%
2006	Asya Katılım Bankası	3,50	4,48	28,00%
2006	Coca-Cola İçecek	7,25	8,35	15,17%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	1,05	0,83	-20,95%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	1,05	0,98	-6,67%
2006	Taksim Y. O.	1,08	1,04	-3,70%
2006	Armada Bilgisayar	3,00	2,03	-32,33%
2006	Silverline Endüstri	2,60	1,73	-33,46%
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,47	47,00%
2006	Tacirler Y. O.	1,00	0,77	-23,00%
2006	Karel Elektronik	4,36	3,80	-12,84%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	1,00	1,04	4,00%
2007	TAV Havalimanları	10,00	11,50	15,00%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	1,10	1,28	16,36%
2007	Oyak Y. O.	1,10	0,81	-26,36%
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	1,10	1,03	-6,36%
2007	Türkiye Halk Bankası	8,00	9,40	17,50%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	2,80	2,49	-11,07%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	7,60	7,90	3,95%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	4,10	6,25	52,44%
2007	Tekfen Holding	5,70	7,60	33,33%

2006-2007 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri için orta vade incelendiğinde, halka ilk arzda hisse senedini satın alıp hiç al-sat yapmadan elinde 6 ay tutan bir yatırımcının, en yüksek getiriyi % 52,44 ile Albaraka Türk Katılım Bankası (ALBRK), en düşük getiriyi ise -% 36,56 ile Vestel Beyaz Eşya (VESBE) hissesinden elde edebilmesi mümkündür. Bu vadede halka ilk kez arz edilen 24 hisse senedinden 11 tanesi pozitif, 13 tanesi de negatif 6. ay ham getirisine sahiptir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama 6. ay ham getirisi -% 0,87 olarak bulunmuştur.

Tablo 8. İlk Gün Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. İlk Gün Kapanış Fiyatı	H. S. İlk Gün Ham Getirisi
2009	Ran Lojistik	2,86	3,22	12,59%
2010	Koza Altın	36,80	34,75	-5,57%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	1,05	1,08	2,86%
2010	Latek Lojistik	3,96	4,14	4,55%
2010	Akfen Holding	12,50	13,60	8,80%
2010	Aksa Enerji	4,90	4,76	-2,86%
2010	Mango Gıda	3,60	3,92	8,89%
2010	İhlas Gazetecilik	1,65	1,90	15,15%
2010	Anel Elektrik	5,30	5,30	0,00%
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	1,71	2,08	21,64%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	1,27	1,54	21,26%
2010	Çemaş Döküm	2,14	2,33	8,88%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	1,00	1,00	0,00%
2010	Ekiz Yağ	6,65	5,50	-17,29%
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	1,58	1,92	21,52%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	1,42	1,38	-2,82%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	7,30	7,15	-2,05%
2010	İhlas Yayın Holding	1,30	1,58	21,54%
2010	Katmerciler Ekipman	6,00	5,88	-2,00%
2010	Uyum Gıda	8,75	8,32	-4,91%
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	1,70	1,90	11,76%
2010	Do&Co Restaurants	43,18	49,20	13,94%
2010	Despec Bilgisayar	7,15	7,26	1,54%

Kısa vadeli olarak incelediğimizde, kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerinde ilk gün sonunda en yüksek ham getiriye % 21,64 ile Euro Yatırım Menkul Değerler (EUROM), en düşük ham getiriye ise -% 17,29 ile Ekiz Yağ Sanayii (EKİZ) hissesinin yapmakta olduğunu görmekteyiz. Bu vadede halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinden 7 tanesi pozitif, 2 tanesi nötr, 14 tanesi de negatif ilk gün ham getiriye sahiptir. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama ilk gün ham getirisi % 5,97 olarak bulunmuştur.

Tablo 9. 1. Ay Sonundaki Ham Getiriler – Kriz Sonrası

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 1. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 1. Ay Ham Getirisi
2009	Ran Lojistik	2,86	3,52	23,08%
2010	Koza Altın	36,80	33,75	-8,29%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	1,05	0,97	-7,62%
2010	Latek Lojistik	3,96	4,28	8,08%
2010	Akfen Holding	12,50	12,50	0,00%
2010	Aksa Enerji	4,90	4,78	-2,45%
2010	Mango Gıda	3,60	3,72	3,33%
2010	İhlas Gazetecilik	1,65	2,84	72,12%
2010	Anel Elektrik	5,30	4,88	-7,92%
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	1,71	3,26	90,64%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	1,27	2,14	68,50%
2010	Çemaş Döküm	2,14	1,98	-7,48%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	1,00	0,89	-11,00%
2010	Ekiz Yağ	6,65	4,76	-28,42%
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	1,58	2,06	30,38%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	1,42	1,20	-15,49%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	7,30	6,52	-10,68%
2010	İhlas Yayın Holding	1,30	1,85	42,31%
2010	Katmerciler Ekipman	6,00	5,96	-0,67%
2010	Uyum Gıda	8,75	7,54	-13,83%
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	1,70	2,09	22,94%
2010	Do&Co Restaurants	43,18	64,25	48,80%
2010	Despec Bilgisayar	7,15	8,06	12,73%

Tablo 10. 3. Ay Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 3. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 3. Ay Ham Getirisi
2009	Ran Lojistik	2,86	3,88	35,66%
2010	Koza Altın	36,80	39,75	8,02%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	1,05	0,89	-15,24%
2010	Latek Lojistik	3,96	5,50	38,89%
2010	Akfen Holding	12,50	11,70	-6,40%
2010	Aksa Enerji	4,90	4,56	-6,94%
2010	Mango Gıda	3,60	3,98	10,56%
2010	İhlas Gazetecilik	1,65	4,52	173,94%
2010	Anel Elektrik	5,30	4,96	-6,42%
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	1,71	2,29	33,92%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	1,27	3,26	156,69%
2010	Çemaş Döküm	2,14	1,94	-9,35%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	1,00	0,89	-11,00%
2010	Ekiz Yağ	6,65	5,15	-22,56%
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	1,58	2,14	35,44%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	1,42	1,06	-25,35%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	7,30	6,70	-8,22%
2010	İhlas Yayın Holding	1,30	1,76	35,38%
2010	Katmerciler Ekipman	6,00	7,26	21,00%
2010	Uyum Gıda	8,75	8,32	-4,91%
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	1,70	2,36	38,82%
2010	Do&Co Restaurants	43,18	57,75	33,74%
2010	Despec Bilgisayar	7,15	5,86	-18,04%

Tablo 11. 6. Ay Sonundaki Ham Getiriler - Kriz Sonrası

H.S. Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	H.S. Halka Arz Fiyatı	H.S. 6. Ay Kapanış Fiyatı	H. S. 6. Ay Ham Getirisi
2009	Ran Lojistik	2,86	3,62	26,57%
2010	Koza Altın	36,80	33,80	-8,15%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	1,05	0,91	-13,33%
2010	Latek Lojistik	3,96	5,00	26,26%
2010	Akfen Holding	12,50	13,00	4,00%
2010	Aksa Enerji	4,90	5,12	4,49%
2010	Mango Gıda	3,60	3,01	-16,39%
2010	İhlas Gazetecilik	1,65	4,03	144,24%
2010	Anel Elektrik	5,30	5,60	5,66%
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	1,71	1,71	0,00%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	1,27	2,77	118,11%
2010	Çemaş Döküm	2,14	3,89	81,78%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	1,00	0,94	-6,00%
2010	Ekiz Yağ	6,65	5,72	-13,98%
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	1,58	2,04	29,11%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	1,42	1,13	-20,42%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	7,30	6,78	-7,12%
2010	İhlas Yayın Holding	1,30	1,68	29,23%
2010	Katmerciler Ekipman	6,00	13,55	125,83%
2010	Uyum Gıda	8,75	8,40	-4,00%
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	1,70	2,92	71,76%
2010	Do&Co Restaurants	43,18	69,75	61,53%
2010	Despec Bilgisayar	7,15	6,16	-13,85%

2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri için orta vade incelendiğinde, halka ilk arzda hisse senedini satın alıp hiç al-sat yapmadan elinde 6 ay tutan bir yatırımcının, en yüksek getiriyi % 144,24 ile İhlas Gazetecilik (IHGZT), en düşük getiriyi ise -% 20,42 ile Martı Gayrimenkul (MRGYO) hissesinden elde edebilmesi mümkündür. Bu vadede halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinden 13 tanesi pozitif, 1 tanesi nötr, 9 tanesi de negatif 6. ay ham getirisine sahiptir. Kriz sonrası

dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama 6. ay ham getirisi % 27,19 olarak bulunmuştur.

Çalışmanın analiz bölümünde kullanılacak olan getiriler ham getiriler değil, endeks etkisinin ham getirilerden arındırılmış hali olan anormal getirilerdir ve çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sunulmuşlardır.

2. Endeks Getirileri

Kriz öncesi döneme ve kriz sonrası döneme ait endeks getirileri ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık olarak hesaplanmıştır. Endeks getirilerini hesaplamada izlenen yol çalışmanın ikinci bölümündeki “4. Araştırmanın Yöntemi” kısmında belirtilmiştir.

Endeks getirilerinin hesaplanma nedeni, bu getirilerin anormal getirileri bulmada kullanılacak olmasıdır. Ham getirilerden endeksin etkisi arındırılacak ve anormal getirilere ulaşılabacaktır.

Kriz öncesi dönemdeki endeks getirileri Tablo 12’de gösterilmekte iken, kriz sonrası dönemdeki endeks getirileri Tablo 13’te gösterilmiştir. Ayrıca, endeks getirilerini hesaplamada kullanılmış olan endeks değerleri çalışmanın sonunda sunulmuştur.

Tablo 12. Kriz Öncesi Dönemdeki Endeks Getirileri

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	İlk Gün Endeks Getirisi	1. Ay Endeks Getirisi	3. Ay Endeks Getirisi	6. Ay Endeks Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	1,41%	-4,81%	-2,06%	-16,00%
2006	Datagate Bilgisayar	1,41%	-4,81%	-2,06%	-16,00%
2006	Vestel Beyaz Eşya	2,64%	-18,47%	-21,93%	-9,02%
2006	Selçuk Ecza Deposu	-1,22%	-13,24%	-19,35%	-8,56%
2006	Asya Katılım Bankası	-3,77%	-17,71%	-10,54%	-6,52%
2006	Coca-Cola İçecek	-3,77%	-17,71%	-10,54%	-6,52%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	4,87%	-16,82%	-4,76%	-0,59%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	2,12%	-9,75%	-2,73%	-3,72%
2006	Taksim Y. O.	2,12%	-9,75%	-2,73%	-3,72%
2006	Armada Bilgisayar	2,24%	-3,18%	13,46%	19,26%
2006	Silverline Endüstri	-3,11%	5,10%	9,54%	17,03%
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	-3,33%	11,75%	14,35%	21,16%
2006	Tacirler Y. O.	-0,16%	3,75%	4,80%	2,29%
2006	Karel Elektronik	-0,34%	-3,21%	3,59%	18,02%
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	-1,25%	-3,57%	5,21%	12,10%
2007	TAV Havalimanları	-0,40%	-0,64%	5,84%	7,84%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	2,18%	6,91%	13,14%	21,68%
2007	Oyak Y. O.	-0,48%	3,13%	12,01%	23,62%
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	-0,48%	3,13%	12,01%	23,62%
2007	Türkiye Halk Bankası	-0,09%	-0,13%	8,94%	18,91%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	0,48%	0,59%	0,21%	14,73%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	-0,47%	20,30%	16,40%	20,15%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	1,90%	8,63%	14,26%	16,69%
2007	Tekfen Holding	0,25%	5,62%	-13,35%	-21,64%

Tablo 13. Kriz Sonrası Dönemdeki Endeks Getirileri

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	İlk Gün Endeks Getirisi	1. Ay Endeks Getirisi	3. Ay Endeks Getirisi	6. Ay Endeks Getirisi
2009	Ran Lojistik	-0,58%	5,84%	6,75%	19,67%
2010	Koza Altın	-0,59%	2,73%	13,57%	14,26%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	1,26%	-4,66%	-3,20%	15,88%
2010	Latek Lojistik	-1,32%	-6,82%	2,91%	17,09%
2010	Akfen Holding	-3,74%	-0,33%	5,39%	21,59%
2010	Aksa Enerji	-0,73%	5,93%	8,87%	25,46%
2010	Mango Gıda	0,86%	2,59%	7,47%	23,05%
2010	İhlas Gazetecilik	1,02%	4,78%	12,23%	19,94%
2010	Anel Elektrik	0,02%	2,32%	12,94%	15,08%
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	0,48%	3,60%	11,84%	13,96%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	-0,59%	10,78%	18,60%	24,59%
2010	Çemaş Döküm	1,94%	8,67%	17,26%	22,22%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	0,58%	1,18%	20,11%	18,53%
2010	Ekiz Yağ	0,18%	1,01%	18,86%	13,56%
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	0,51%	-1,04%	13,76%	5,66%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	0,15%	10,14%	3,91%	1,35%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	1,51%	-3,28%	-5,02%	-0,82%
2010	İhlas Yayın Holding	-0,19%	-3,93%	-7,00%	0,01%
2010	Katmerciler Ekipman	-0,55%	-4,73%	-6,33%	-4,26%
2010	Uyum Gıda	-2,25%	-2,87%	-3,90%	-5,18%
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	1,12%	1,71%	-11,56%	-3,97%
2010	Do&Co Restaurants	1,12%	1,71%	-11,56%	-3,97%
2010	Despec Bilgisayar	-0,21%	0,86%	-8,73%	-3,77%

Her hisse senedi için hesaplanan ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık sürelerle ait endeks getirileri hesaplanmıştır. Endeksin ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık getirileri belirlenirken karşılaştırılan değer daima o hisse senedinin ilk halka arz olduğu gündeki endeks değeri olmuştur. Bir örnekle açıklamak gerekirse, i hisse senedine ait 1 aylık endeks getirisi bulunmak istendiğinde o hisse senedinin halka arz olduğu tarihteki endeks değeriyle, halka arzdan 1 ay sonraki tarihte endeksin gösterdiği değer kıyaslanmış ve bir yüzde değeri bulunarak endeks getirisi hesaplanmıştır. Endeks getirisi, hisse senedinin getirisinden bağımsız bir kavramdır ve ait olduğu dönemdeki İMKB Ulusal Tüm Endeksinin getirisini ifade etmektedir.

3. Hisse Senetleri Anormal Getirileri

Kriz öncesi döneme ve kriz sonrası döneme ait hisse senedi anormal getirileri ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık olarak hesaplanmıştır. Anormal getirileri hesaplarken izlenen yol, çalışmanın ikinci bölümündeki “4. Araştırmanın Yöntemi” kısmındadır. Kriz öncesi dönemdeki anormal getiriler Tablo 14 ve Tablo 15’te gösterilmiş, Tablo 16 ve Tablo 17’de kriz sonrası döneme ait anormal getiriler sunulmuştur.

Tablo 14. Kriz Öncesi Dönemdeki Anormal Getiriler – İlk Gün ve 1. Ay

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	A: H. S. İlk Gün Ham Getirisi	B: İlk Gün Endeks Getirisi	A-B: H. S. İlk Gün Anormal Getirisi	C: H. S. 1. Ay Ham Getirisi	D: 1. Ay Endeks Getirisi	C-D: H. S. 1. Ay Anormal Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	21,00%	1,41%	19,59%	30,00%	-4,81%	34,81%
2006	Datagate Bilgisayar	21,71%	1,41%	20,30%	54,29%	-4,81%	59,10%
2006	Vestel Beyaz Eşya	0,00%	2,64%	-2,64%	-26,25%	-18,47%	-7,78%
2006	Selçuk Ecza Deposu	21,50%	-1,22%	22,72%	20,56%	-13,24%	33,80%
2006	Asya Katılım Bankası	21,71%	-3,77%	25,48%	-1,71%	-17,71%	16,00%
2006	Coca-Cola İçecek	11,03%	-3,77%	14,80%	5,52%	-17,71%	23,23%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	-0,95%	4,87%	-5,82%	-7,62%	-16,82%	9,21%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y. O.	15,24%	2,12%	13,12%	-12,38%	-9,75%	-2,63%
2006	Taksim Y. O.	16,67%	2,12%	14,55%	-10,19%	-9,75%	-0,44%
2006	Armada Bilgisayar	-6,67%	2,24%	-8,91%	-43,00%	-3,18%	-39,82%
2006	Silverline Endüstri	1,54%	-3,11%	4,65%	-19,23%	5,10%	-24,33%
2006	Euro B Tipi Men. Kıy. Y. O.	13,00%	-3,33%	16,33%	12,00%	11,75%	0,25%
2006	Tacirler Y. O.	7,00%	-0,16%	7,16%	-6,00%	3,75%	-9,75%
2006	Karel Elektronik	-1,83%	-0,34%	-1,49%	-10,55%	-3,21%	-7,34%
2006	Marbaş B Tipi Men. Kıy. Y. O.	-1,00%	-1,25%	0,25%	4,00%	-3,57%	7,57%
2007	TAV Havalimanları	10,00%	-0,40%	10,40%	6,00%	-0,64%	6,64%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	21,82%	2,18%	19,64%	50,00%	6,91%	43,09%
2007	Oyak Y. O.	-3,64%	-0,48%	-3,16%	-10,91%	3,13%	-14,04%
2007	Merkez B Tipi Men. Kıy. Y. O.	-6,36%	-0,48%	-5,88%	-18,18%	3,13%	-21,31%
2007	Türkiye Halk Bankası	11,25%	-0,09%	11,34%	6,25%	-0,13%	6,38%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	14,29%	0,48%	13,81%	-1,43%	0,59%	-2,02%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	-1,97%	-0,47%	-1,50%	-0,66%	20,30%	-20,95%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	20,98%	1,90%	19,08%	30,49%	8,63%	21,85%
2007	Tekfen Holding	5,26%	0,25%	5,01%	4,39%	5,62%	-1,23%

Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerine kısa vadeli baktığımızda endeksin de etkisiyle ilk gün sonunda en yüksek anormal getiriyi % 25,48 ile Asya Katılım Bankası (ASYAB), en düşük anormal getiriyi ise aynı dönemdeki ham getirilerde de olduğu gibi -% 8,91 ile Armada Bilgisayar (ARMDA) hissesinin yapmakta olduğunu görmekteyiz. Bu vadede 24 hisse senedinden 17 tanesi pozitif, 7 tanesi de negatif ilk gün anormal getiriye sahiptir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama ilk gün anormal getirisi % 8,70 olmuştur.

Tablo 15. Kriz Öncesi Dönemdeki Anormal Getiriler – 3. Ay ve 6. Ay

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	A: H. S. 3. Ay Ham Getirisi	B: 3. Ay Endeks Getirisi	A-B: H. S. 3. Ay Anormal Getirisi	C: H. S. 6. Ay Ham Getirisi	D: 6. Ay Endeks Getirisi	C-D: H. S. 6. Ay Anormal Getirisi
2006	Reysaş Taşımacılık	32,50%	-2,06%	34,56%	2,00%	-16,00%	18,00%
2006	Datagate Bilgisayar	24,00%	-2,06%	26,06%	-34,00%	-16,00%	-18,00%
2006	Vestel Beyaz Eşya	-48,44%	-21,93%	-26,51%	-36,56%	-9,02%	-27,54%
2006	Selçuk Ecza Deposu	8,41%	-19,35%	27,76%	-8,41%	-8,56%	0,15%
2006	Asya Katılım Bankası	6,86%	-10,54%	17,39%	28,00%	-6,52%	34,52%
2006	Coca-Cola İçecek	-6,90%	-10,54%	3,64%	15,17%	-6,52%	21,69%
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	-25,71%	-4,76%	-20,95%	-20,95%	-0,59%	-20,36%
2006	Metro Menkul Kıymetler Y. O.	-28,57%	-2,73%	-25,84%	-6,67%	-3,72%	-2,95%
2006	Taksim Y. O.	-38,89%	-2,73%	-36,16%	-3,70%	-3,72%	0,02%
2006	Armada Bilgisayar	-38,33%	13,46%	-51,80%	-32,33%	19,26%	-51,59%
2006	Silverline Endüstri	-25,77%	9,54%	-35,31%	-33,46%	17,03%	-50,49%
2006	Euro B Tipi Men. Kıy. Y. O.	18,00%	14,35%	3,65%	47,00%	21,16%	25,84%
2006	Tacirler Y. O.	-8,00%	4,80%	-12,80%	-23,00%	2,29%	-25,29%
2006	Karel Elektronik	-17,43%	3,59%	-21,03%	-12,84%	18,02%	-30,86%
2006	Marbaş B Tipi Men. Kıy. Y. O.	5,00%	5,21%	-0,21%	4,00%	12,10%	-8,10%
2007	TAV Havalimanları	26,00%	5,84%	20,16%	15,00%	7,84%	7,16%
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	30,91%	13,14%	17,77%	16,36%	21,68%	-5,32%
2007	Oyak Y. O.	-21,82%	12,01%	-33,83%	-26,36%	23,62%	-49,99%
2007	Merkez B Tipi Men. Kıy. Y. O.	-23,64%	12,01%	-35,64%	-6,36%	23,62%	-29,99%
2007	Türkiye Halk Bankası	4,38%	8,94%	-4,57%	17,50%	18,91%	-1,41%
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	-11,43%	0,21%	-11,64%	-11,07%	14,73%	-25,80%
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	1,32%	16,40%	-15,09%	3,95%	20,15%	-16,20%
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	30,49%	14,26%	16,23%	52,44%	16,69%	35,75%
2007	Tekfen Holding	9,65%	-13,35%	23,00%	33,33%	-21,64%	54,97%

Kriz öncesi dönem için 6 aylık anormal getiriler değerlendirildiğinde vadenin uzamasının etkisi farkedilebilmektedir. Tekfen Holding (TKFEN) % 54,97’lik bir prim ile 6 ay sonunda en yüksek anormal getiriye sağlayan hisse olurken, Armada Bilgisayar (ARMDA) -% 51,59’ye varan bir kayıpla en düşük anormal getiri yapan hisse olarak karşımıza çıkmıştır. Bu vadede halka ilk kez açılan 24 hisse senedinden 9 tanesi pozitif, 15 tanesi de negatif 6 aylık getiriye sahiptir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama 6. ay anormal getirisi -% 6,91 olarak bulunmuştur.

Tablo 16. Kriz Sonrası Dönemdeki Anormal Getiriler – İlk Gün ve 1. Ay

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	A: H. S. İlk Gün Ham Getirisi	B: İlk Gün Endeks Getirisi	A-B: H. S. İlk Gün Anormal Getirisi	C: H. S. 1. Ay Ham Getirisi	D: 1. Ay Endeks Getirisi	C-D: H. S. 1. Ay Anormal Getirisi
2009	Ran Lojistik	12,59%	-0,58%	13,17%	23,08%	5,84%	17,24%
2010	Koza Altın	-5,57%	-0,59%	-4,98%	-8,29%	2,73%	-11,02%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	2,86%	1,26%	1,60%	-7,62%	-4,66%	-2,96%
2010	Latek Lojistik	4,55%	-1,32%	5,87%	8,08%	-6,82%	14,90%
2010	Akfen Holding	8,80%	-3,74%	12,54%	0,00%	-0,33%	0,33%
2010	Aksa Enerji	-2,86%	-0,73%	-2,13%	-2,45%	5,93%	-8,37%
2010	Mango Gıda	8,89%	0,86%	8,03%	3,33%	2,59%	0,75%
2010	İhlas Gazetecilik	15,15%	1,02%	14,13%	72,12%	4,78%	67,34%
2010	Anel Elektrik	0,00%	0,02%	-0,02%	-7,92%	2,32%	-10,25%
2010	Euro Yatırım Men. Değer.	21,64%	0,48%	21,16%	90,64%	3,60%	87,04%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	21,26%	-0,59%	21,85%	68,50%	10,78%	57,72%
2010	Çemaş Döküm	8,88%	1,94%	6,94%	-7,48%	8,67%	-16,15%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	0,00%	0,58%	-0,58%	-11,00%	1,18%	-12,18%
2010	Ekiz Yağ	-17,29%	0,18%	-17,47%	-28,42%	1,01%	-29,43%
2010	Gedik Yatırım Men. Değer.	21,52%	0,51%	21,01%	30,38%	-1,04%	31,42%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	-2,82%	0,15%	-2,97%	-15,49%	10,14%	-25,63%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	-2,05%	1,51%	-3,56%	-10,68%	-3,28%	-7,40%
2010	İhlas Yayın Holding	21,54%	-0,19%	21,73%	42,31%	-3,93%	46,24%
2010	Katmerciler Ekipman	-2,00%	-0,55%	-1,45%	-0,67%	-4,73%	4,07%
2010	Uyum Gıda	-4,91%	-2,25%	-2,66%	-13,83%	-2,87%	-10,96%
2010	Emlak Konut G. Y. O.	11,76%	1,12%	10,64%	22,94%	1,71%	21,23%
2010	Do&Co Restaurants	13,94%	1,12%	12,82%	48,80%	1,71%	47,09%
2010	Despec Bilgisayar	1,54%	-0,21%	1,75%	12,73%	0,86%	11,87%

2009-2010 döneminde halka ilk kez arz olan hisse senetlerinin kısa vadeli anormal getirileri incelendiğinde ilk gün sonunda en yüksek anormal getiriyi % 21,85 ile İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (IDGYO)‘nın, en düşük anormal getiriyi ise aynı dönemdeki ham getirilerde de olduğu gibi -% 17,47 ile Ekiz Yağ Sanayii (EKIZ) ‘nin yaptığını görmekteyiz. Bu vadede halka ilk kez açılan 23 hisse senedinden 14’ü pozitif, 9’u negatif ilk gün anormal getirisine sahiptir. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama ilk gün anormal getirisi % 5,97 olmuştur.

Tablo 17. Kriz Sonrası Dönemdeki Anormal Getiriler – 3. Ay ve 6. Ay

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	A: H. S. 3. Ay Ham Getirisi	B: 3. Ay Endeks Getirisi	A-B: H. S. 3. Ay Anormal Getirisi	C: H. S. 6. Ay Ham Getirisi	D: 6. Ay Endeks Getirisi	C-D: H. S. 6. Ay Anormal Getirisi
2009	Ran Lojistik	35,66%	6,75%	28,91%	26,57%	19,67%	6,90%
2010	Koza Altın	8,02%	13,57%	-5,55%	-8,15%	14,26%	-22,41%
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	-15,24%	-3,20%	-12,04%	-13,33%	15,88%	-29,21%
2010	Latek Lojistik	38,89%	2,91%	35,98%	26,26%	17,09%	9,17%
2010	Akfen Holding	-6,40%	5,39%	-11,79%	4,00%	21,59%	-17,59%
2010	Aksa Enerji	-6,94%	8,87%	-15,81%	4,49%	25,46%	-20,97%
2010	Mango Gıda	10,56%	7,47%	3,08%	-16,39%	23,05%	-39,44%
2010	İhlas Gazetecilik	173,94%	12,23%	161,71%	144,24%	19,94%	124,31%
2010	Anel Elektrik	-6,42%	12,94%	-19,35%	5,66%	15,08%	-9,42%
2010	Euro Yatırım Men. Değer.	33,92%	11,84%	22,08%	0,00%	13,96%	-13,96%
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	156,69%	18,60%	138,09%	118,11%	24,59%	93,52%
2010	Çemaş Döküm	-9,35%	17,26%	-26,61%	81,78%	22,22%	59,56%
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	-11,00%	20,11%	-31,11%	-6,00%	18,53%	-24,53%
2010	Ekiz Yağ	-22,56%	18,86%	-41,42%	-13,98%	13,56%	-27,54%
2010	Gedik Yatırım Men. Değer.	35,44%	13,76%	21,68%	29,11%	5,66%	23,45%
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	-25,35%	3,91%	-29,27%	-20,42%	1,35%	-21,77%
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	-8,22%	-5,02%	-3,20%	-7,12%	-0,82%	-6,30%
2010	İhlas Yayın Holding	35,38%	-7,00%	42,39%	29,23%	0,01%	29,22%
2010	Katmerciler Ekipman	21,00%	-6,33%	27,33%	125,83%	-4,26%	130,09%
2010	Uyum Gıda	-4,91%	-3,90%	-1,01%	-4,00%	-5,18%	1,18%
2010	Emlak Konut G. Y. O.	38,82%	-11,56%	50,38%	71,76%	-3,97%	75,73%
2010	Do&Co Restaurants	33,74%	-11,56%	45,30%	61,53%	-3,97%	65,50%
2010	Despec Bilgisayar	-18,04%	-8,73%	-9,32%	-13,85%	-3,77%	-10,08%

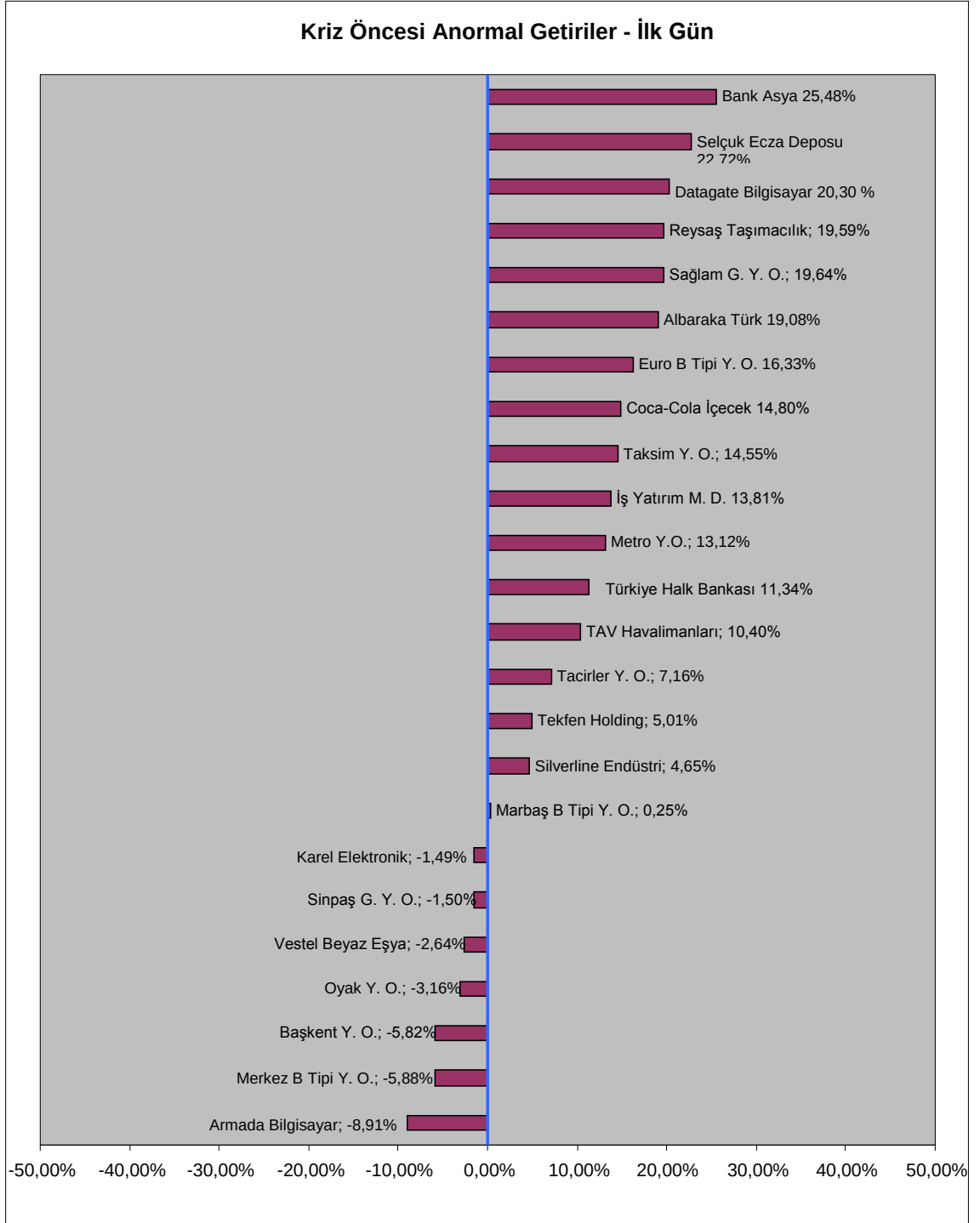
Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz olan hisse senetlerinin 6 aylık anormal getirileri incelendiğinde en yüksek anormal getiriye, aynı dönemdeki ham getirilerde de olduğu gibi Katmerciler Ekipman Sanayii (KATMR) hissesinin % 130,09'lık bir primle sağladığını görmekteyiz. En düşük anormal getiriye yapan hisse ise -% 39,44 ile Mango Gıda (MANGO) hissesi olmuştur. MANGO, kriz sonrası dönemdeki ham getirilerde de en az getiri değerine sahip hisse olmuştur. Bu vadede halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinden 11'i pozitif, 12'si negatif 6 aylık anormal getiriye sahiptir. Kriz sonrasında halka arz edilen payların 6. ay ortalama anormal getirisi % 16,32 olarak bulunmuştur.

4. Araştırmanın Bulguları

Çalışmada bu aşamaya gelinene kadar, araştırmaya konu olan 2006-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri hesaplanarak dönemsel (ilk gün, 1 ay, 3 ay, 6 ay) fiyat performansları bulunmuştur. Çalışmanın bu bölümünde, bulunan fiyat performanslarına göre hisse senetlerinin düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığı irdelenecek ve daha önce bu olguyu inceleyen çalışmaların sonuçları ile kıyaslama yapılacaktır. Sonrasında ise kriz öncesi dönem ilk halka arzları, kriz sonrası ilk halka arzları ve tüm dönemler için endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırılıp yorumlanacaktır.

4.1. Düşük fiyatlama olgusunun varlığının incelenmesi

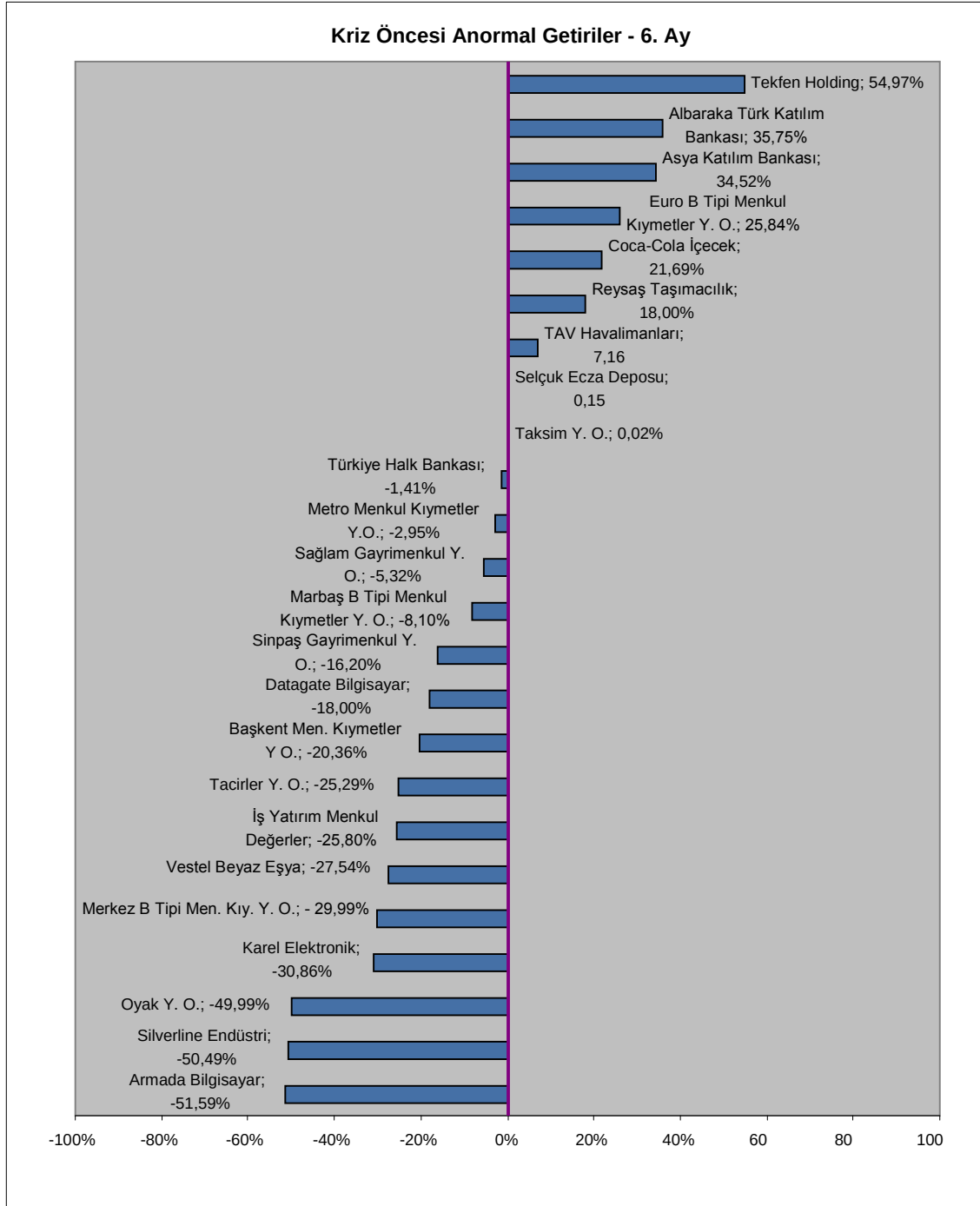
En basit ifadeyle, halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin “normal”in üzerinde bir getiri sağlaması, düşük fiyatlama olgusu olarak isimlendirilmektedir. “Normal” kavramı, endeksin aynı dönemdeki getirisini ifade etmektedir. Hisse senedinin endekse göre düzeltilmiş getirisi olan anormal getiri pozitif ise hisse senedi düşük fiyatlanmış kabul edilmektedir. Kriz öncesi incelendiğinde, o dönemde halka ilk kez arz edilen 24 hisse senedinden 17'sinin pozitif ilk gün anormal getirisine sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, 17 senedin ilk gün sonunda düşük fiyatlandığına ve yaklaşık % 71'lik düşük fiyatlanmış hisse senedi oranına işaret etmektedir. Aynı dönemdeki senetlerin ortalama ilk gün anormal getirisinin % 8,70 olması da ilk gündeki düşük fiyatlama varlığını desteklemektedir.



Grafik 1. Kriz Öncesi Anormal Getiriler - İlk Gün

Aynı dönemdeki hisse senetlerinin 6. ay sonundaki anormal getirilerine baktığımızda 9 tanesinin pozitif anormal getiriye, dolayısıyla da düşük fiyatlamaya sahip olduğunu görmekteyiz. Kriz öncesinin 6. ay performanslarına bakarak hisse senetlerinin yaklaşık % 38'inin düşük fiyatlandığını söylemek mümkündür. Görülmektedir ki kriz öncesi

dönemdeki halka arzlarda vade uzadıkça düşük fiyatlamamanın varlığı azalmıştır. 6. ay sonundaki -% 6,91'lik negatif ortalama anormal getiri de bu durumu kanıtlamaktadır.



Grafik 2. Kriz Öncesi Anormal Getiriler - 6. Ay

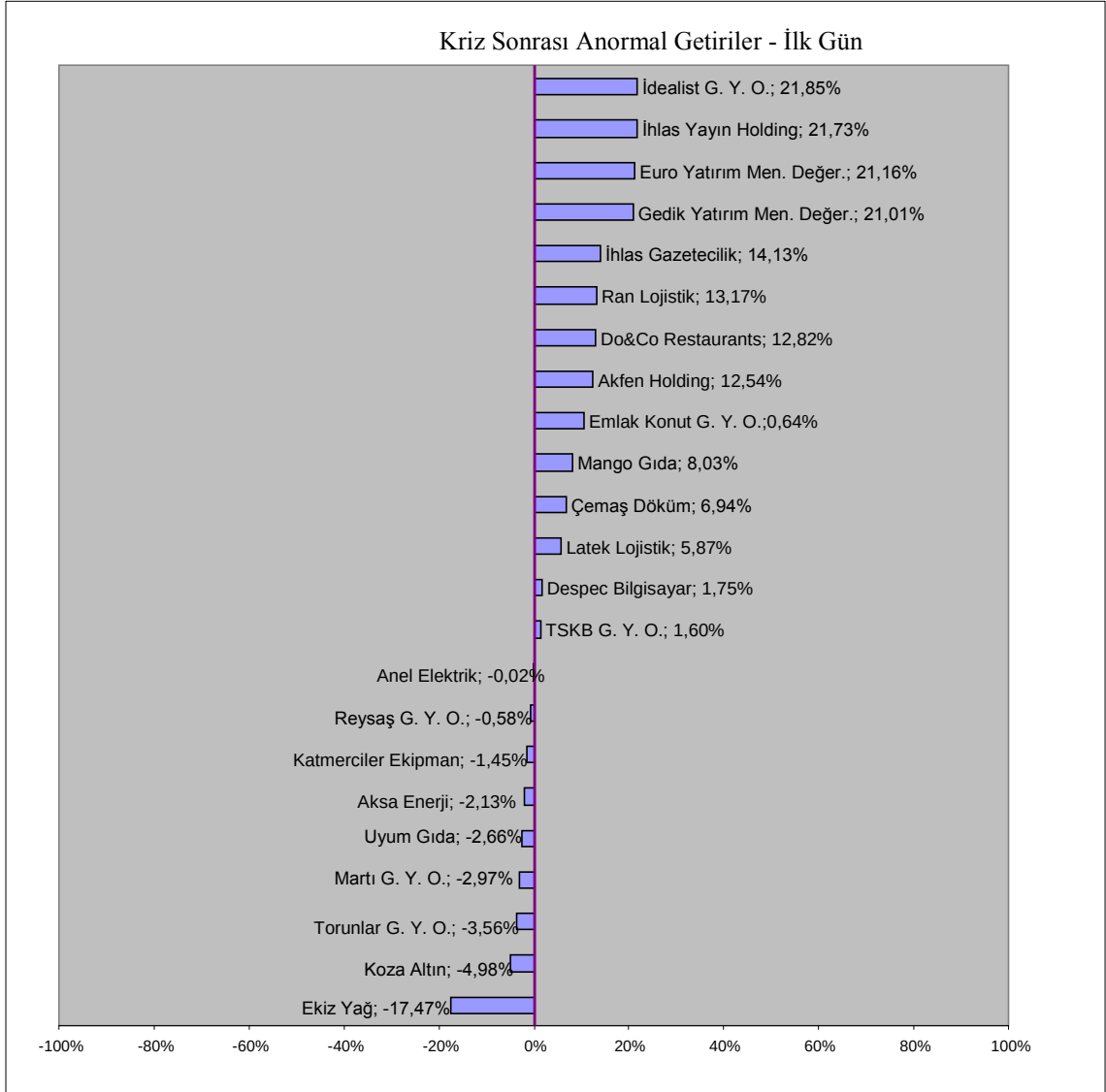
Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri için hesaplanan getiriler, literatür çalışmasında incelenen birçok çalışma ile benzerlik göstermiş ve kısa vadede

düşük fiyatlama olgusunun varlığına rastlanmışken, vade uzadıkça hisse senetlerinin performansı düşmüş ve düşük fiyatlanan hisse senedi sayısı azalmıştır.

Çalışma, önceki çalışmalardan bazılarıyla rakamsal benzerlik de göstermiştir. Aussenegg (1997), Viyana borsasında 1984'ten 1996'ya kadarki sürede halka ilk kez arz olan 67 hisse senedinin kısa ve uzun dönem performanslarını incelediği çalışmasında ortalama ilk gün getirisini % 6,5 bulmuştur. Özden (2001) yaptığı çalışmasında 1990-1997 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda halka ilk kez arz olmuş 134 şirketi incelemiş ve ilk işlem günündeki ortalama anormal getiriye % 7.05 olarak hesaplamıştır. Durukan (2006), çalışmasında İMKB'de 1994-2003 yılları arasında ilk kez halka arz edilen şirketleri incelediğinde hisse senetlerinin ilk gün ortalama getirisini % 7.5 olarak tespit etmiş ve düşük fiyatlama olgusunun İMKB'de bulunduğunu söylemiştir. Benzer şekilde Yalçınar (2006)'de 1997-2004 yılları arasında İMKB'de halka ilk kez arz edilen 93 hisse senedinin kısa dönem performansını inceleyerek düşük fiyatlama olgusunun varlığını araştırmıştır. Halka arz sonrası ilk işlem günündeki ortalama getiriye % 7.2 olarak belirtmiştir. Ünlü ve Ersoy (2008) 1995-2008 yılları arasında Türkiyede ilk kez halka arz olan 112 hisse senedini inceleyerek ortalama ilk gün getirisini % 6.52 olarak bulan ikili, kısa vadede düşük fiyatlama olduğunu ifade etmiştir.

Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinin kısa ve uzun vadeli performansları incelendiğinde kısa vade bulgularının beklendiği gibi düşük fiyatlama olgusunun varlığından söz ettirdiğini görmekteyiz fakat aynı hisse senetlerinin uzun vadeli performanslarına bağlı olarak aynı şeyden söz etmek mümkün değildir.

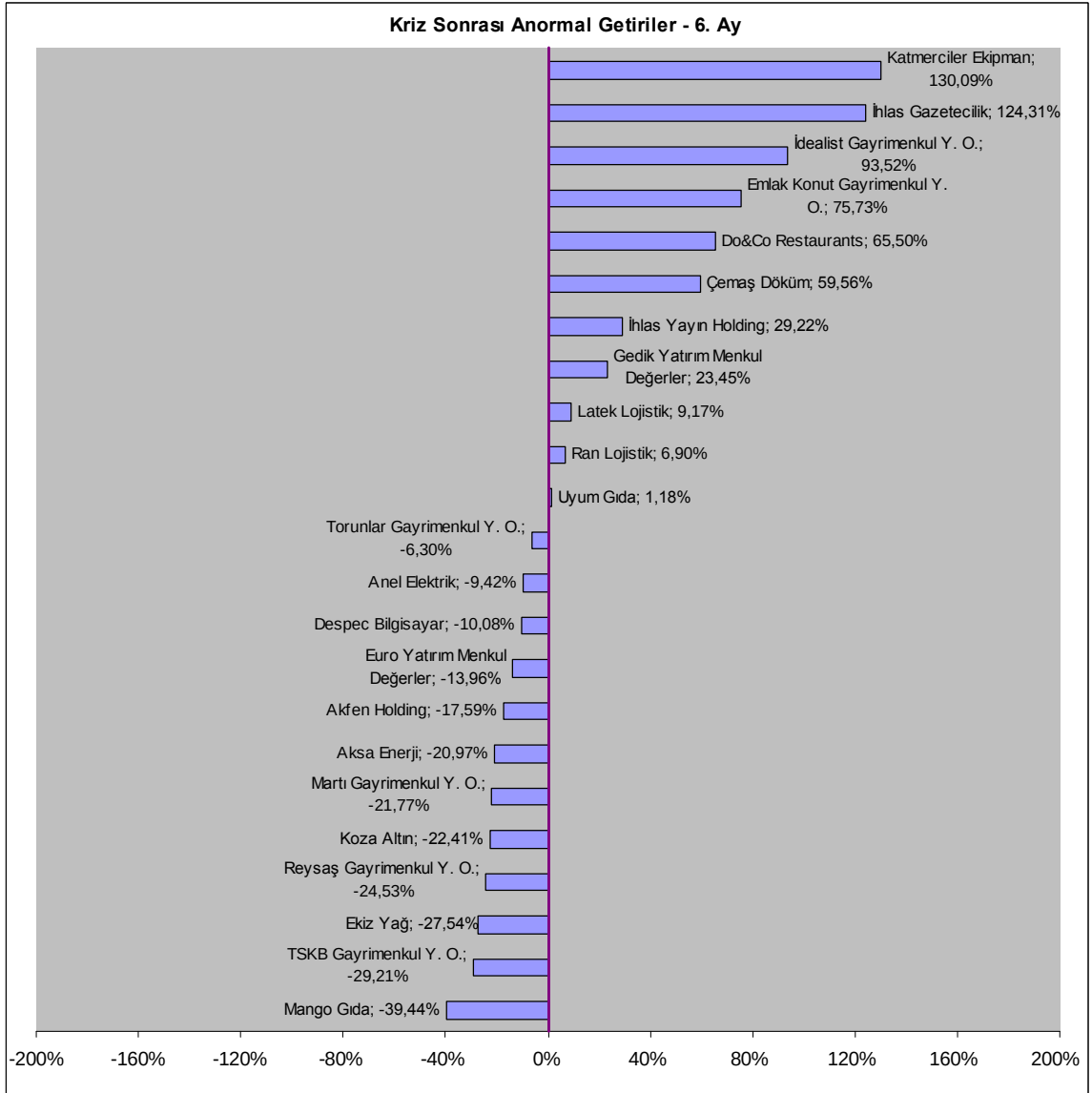
2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri için ortalama % 5,97'lik ilk gün anormal getirisi bulunmuştur. Arz edilen 23 hisse senedinden 14 tanesi pozitif ilk gün anormal getirisine sahiptir. Böylelikle ilk gün sonunda yaklaşık % 61'lik bir düşük fiyatlama oranına rastlanmıştır.



Grafik 3. Kriz Sonrası Anormal Getiriler – İlk Gün

Fakat kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 6. ay sonundaki performansları incelendiğinde kriz öncesi dönemden ve önceki literatür çalışmalarından farklı bir durumla karşı karşıya kalınmıştır. 2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinden 11 tanesi 6. ay sonunda pozitif anormal getiriye sahiptir. Düşük fiyatlama oranına bakıldığında yaklaşık % 48 gibi bir değer bulunmaktadır yani 6. ay sonunda düşük fiyatlanan hisse senetleri grupta azınlık teşkil etmektedir. Bu daha önceki birçok çalışmaya göre beklenen bir sonuçtur ancak kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 6. ay sonunda ortalama anormal getirisine baktığımızda % 16,32’lik pozitif bir getiri hesaplanmaktadır. Bu da demek oluyor ki beklenenin aksine, kriz sonrası dönemde İMKB’de halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinde uzun

vadede düşük fiyatlamaya varlığını sürdürmüştür. Aynı durum 6 ayın tümünü alıp ortalama anormal getiriye hesapladığımızda da karşımıza çıkmaktadır. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk günlük, 1 aylık, 3 aylık ve 6 aylık getirileri dikkate alındığında bu dönemde ortalama % 12,57'lik pozitif anormal getiri sağladıkları hesaplanmıştır. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri getirilerine göre sıralanarak Grafik 4'te gösterilmiştir.



Grafik 4. Kriz Sonrası Anormal Getiriler – 6. Ay

Düşük fiyatlamayı inceleyen önceki çalışmalarda da görüldüğü üzere hisse senetleri, ilk halka arzdan itibaren uzun vadeye gidildikçe azalan bir getiri performansına sahiptirler. Bu çalışmada da kriz öncesi dönem incelendiğinde vade uzadıkça hisse senedi

performansının azaldığı yani düşük fiyatlamamanın yerini yüksek fiyatlamamanın aldığı önceki bölümlerde belirtilmiştir. Kriz öncesi dönemdeki ortalama anormal getirilerin ilk gün değeri % 8,70 olarak bulunmuşken bu değer 1. ay sonunda % 4,60, 3. ay sonunda -% 5,88, 6. ay sonunda da -% 6,91 olarak hesaplanarak vade uzadıkça düşük fiyatlamamanın varlığından uzaklaşıldığı görülmüştür.

Fakat durum kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinde uzun dönemde farklı bir seyir izlemiştir. Bu dönemdeki ortalama anormal getirilerin ilk gün değeri % 5,97 ve 1. ay değeri % 11,86 olarak hesaplanmıştır. Beklenmedik bir şekilde ilk gün sonundan 1. ay sonuna kadar olan sürede ortalama anormal getiri yükselmiştir. 1. aydan sonra da hisse senetlerinin anormal getirisi yükselmeye devam etmiştir. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 3. ay sonundaki ortalama anormal getirisi % 16,11 olmuşken, 6. ay sonunda bu getiri daha da artarak % 16,32 seviyesine ulaşmıştır.

4.2. Anormal getirilere ait istatistiksel bulgular

Çalışmanın bir önceki bölümünde, hisse senetlerinin ham getirilerine ve İMKB endeks getirilerine bağlı olarak hesaplanan anormal getiriler baz alınarak hisse senetlerinin düşük fiyatlanıp fiyatlanmadığı irdelenmiştir ve gerek kriz öncesi dönemdeki, gerekse kriz sonrası dönemdeki anormal getiriler incelendiğinde kısa vadede her iki dönemde de düşük fiyatlamamanın varlığı kanıtlanmıştır. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde kriz öncesi dönem ilk halka arzları, kriz sonrası dönem ilk halka arzları ve bu dönemler için endeks getirileri ile tüm çalışma süresini kapsayan dönem için halka arz ve endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırılıp yorumlanacaktır.

Öncelikle 4 farklı inceleme (kıyaslama) grubu altında 8 adet hipotez oluşturulmuştur. Birinci grupta, kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri ile kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark olup olmadığı analiz edilecektir. İkinci grupta, kriz öncesinde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasındaki ilişki incelenirken; üçüncü grupta, kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz

edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri kıyaslanacaktır. Son olarak dördüncü grupta, çalışmaya konu olan 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri karşılaştırılacaktır.

Analizler Minitab istatistik programında yapılmıştır. Öncelikle veri setlerinin normal dağılım gösterip göstermediği Anderson-Darling (AD) normal dağılım testi kullanılarak belirlenmiştir. Her inceleme grubundaki iki veri setinden ikisinin normal dağılım göstermesi durumunda Two-Sample T-Test uygulanmıştır. Herhangi bir tanesinin normal dağılım göstermemesi durumunda T testi uygulanamayacağından, parametrik bir test olmayan Mann-Whitney testi kullanılmıştır. 4 farklı grup altında oluşturulan 8 hipotez aşağıda sunulmuştur.

Birinci grup için;

H_0 = Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark vardır.

İkinci grup için;

H_0 = Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark vardır.

Üçüncü grup için;

H_0 = Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark yoktur.

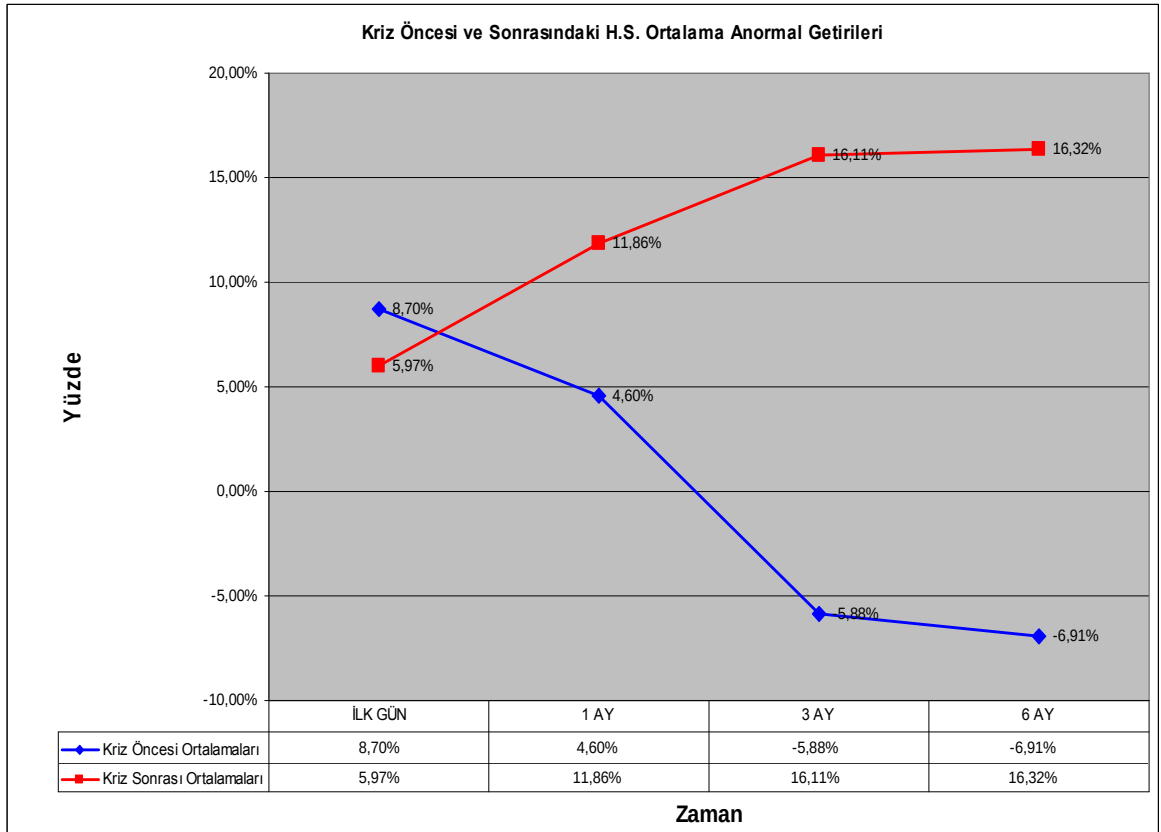
H_1 = Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark vardır.

Dördüncü grup için;

H_0 = 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark vardır.

4 farklı grupta oluşturulan 8 hipotez % 95 güven düzeyinde istatistik analize tabi tutularak test edilmiştir. İlk olarak birinci grup olan, kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri arasındaki ilişki test edilmiş ve istatistiksel bulgular Tablo 18’de sunulmuştur. Ayrıca, öncesinde buna paralel olarak kriz öncesi dönemde ve kriz sonrası dönemdeki hisse senetlerinin ortalama anormal getirilerinin karşılaştırılması Grafik 5’te görsel olarak bulunmaktadır.



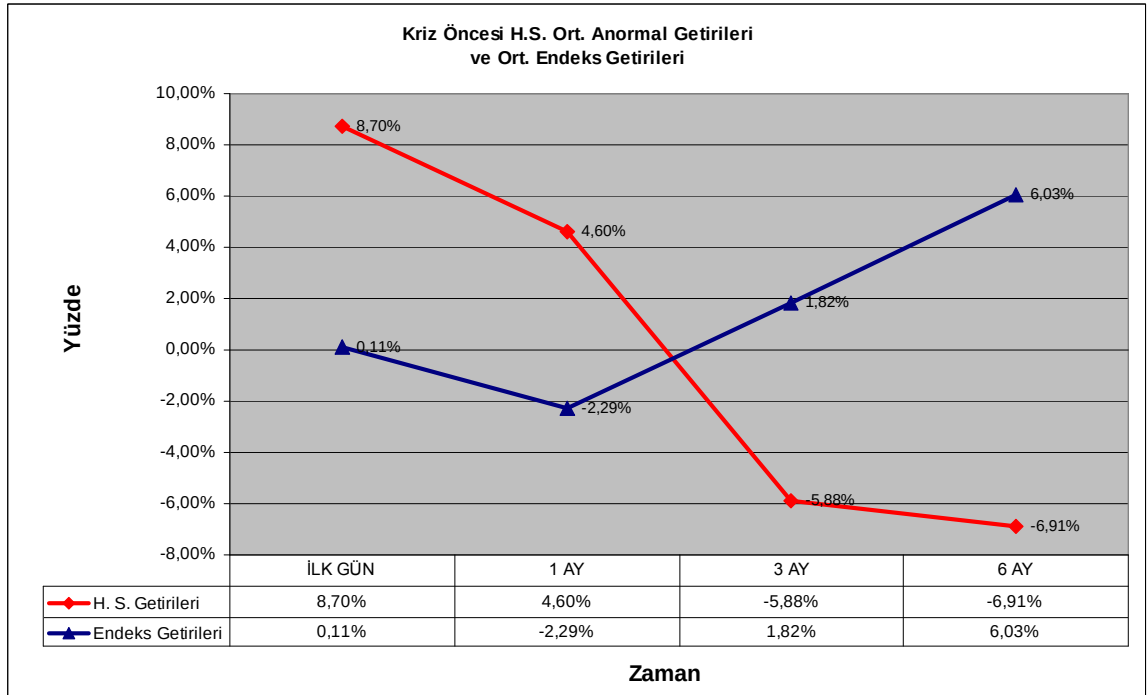
Grafik 5. Kriz Öncesi ve Sonrasındaki H. S. Ortalama Anormal Getirileri

Tablo 18. Birinci Grup Test Sonuçları

Two-Sample T-Test and CI: Kriz.Önc.Hs. Ort; Kriz.Son.Hs. Ort				
Two-sample T for Kriz.Önc.Hs. Ort vs Kriz.Son.Hs. Ort				
	N	Mean	StDev	SE Mean
Kriz.Önc.Hs. Ort	24	0,001	0,190	0,039
Kriz.Son.Hs. Ort	23	0,126	0,310	0,065
Difference = mu (Kriz.Önc.Hs. Ort) - mu (Kriz.Son.Hs. Ort)				
Estimate for difference: -0,1244				
95% CI for difference: (-0,2773; 0,0285)				
T-Test of difference = 0 (vs not =): T-Value = -1,65 P-Value = 0,48 DF = 36				

İlk grupta kıyaslanan kriz öncesi verileriyle kriz sonrası verileri normal dağılım testine tabi tutulmuştur. Kriz öncesi hisse senedi verileri ve kriz sonrası hisse senedi verilerinin normal dağıldığı gözlemlenmiş ve bu inceleme grubu için Two-Sample T-Test kullanılmıştır. Tablo 18’de görüldüğü üzere ilk grup için % 95 güven düzeyinde hesaplanan P değeri 0,048’dir. Bu değer 0,05’ten küçük ($P=0,048<0,05$) olduğu için kriz öncesi anormal getiriler ile kriz sonrası anormal getirilerin ilişkisini test etmek için kurulan 1. grup hipotezlerinden H_0 red, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Kriz öncesinde halka ilk kez açılan hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrasında halka ilk kez açılan hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark olduğu görülmüştür.

İkinci grup olarak adlandırılan, kriz öncesinde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasındaki ilişki incelenmiş ve istatistiksel bulguları Tablo 19’da sunulmuştur. Grafik 6’da ise kriz öncesinde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri ile aynı dönemdeki ortalama endeks getirileri görsel olarak verilmiştir.



Grafik 6. Kriz Öncesi H.S. Ort. Anormal Getirileri ve Ort. Endeks Getirileri

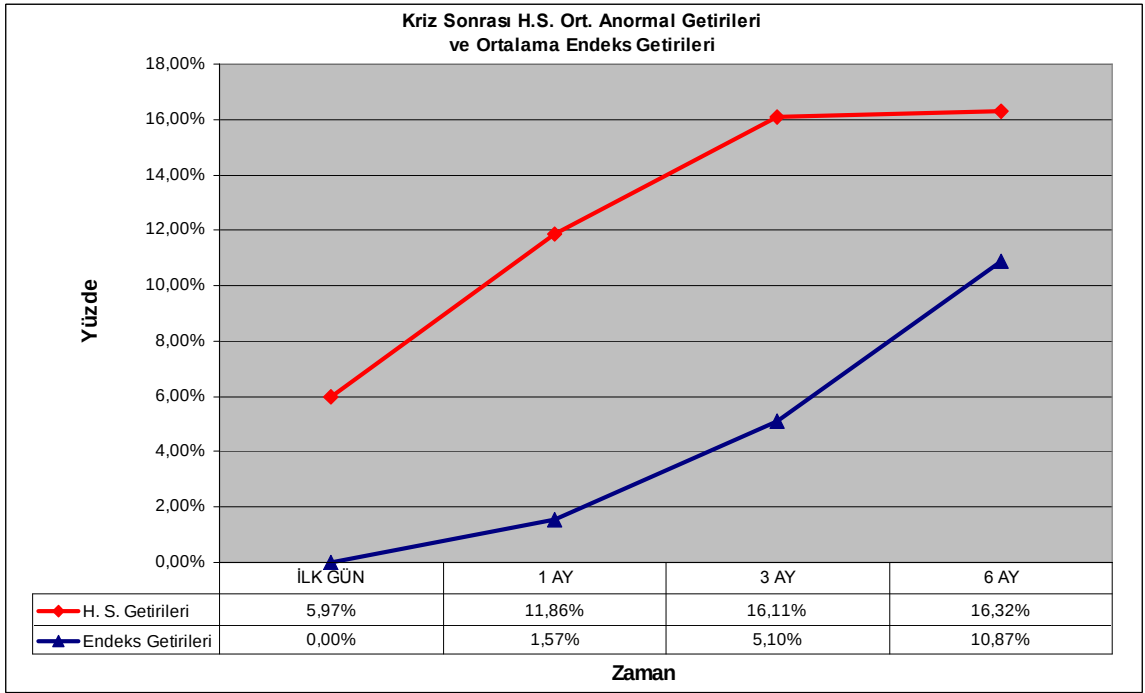
Tablo 19. İkinci Grup Test Sonuçları

Two-Sample T-Test and CI: Kriz.Önc.Hs. Ort; Kriz.Önc.End. Ort					
Two-sample T for Kriz.Önc.Hs. Ort vs Kriz.Önc.End. Ort					
N	Mean	StDev	SE Mean		
Kriz.Önc.Hs. Ort	24	0,001	0,190	0,039	
Kriz.Önc.End. Ort	24	0,0142	0,0806	0,016	
Difference = mu (Kriz.Önc.Hs. Ort) - mu (Kriz.Önc.End. Ort)					
Estimate for difference: -0,0129					
95% CI for difference: (-0,0988; 0,0729)					
T-Test of difference = 0 (vs not =): T-Value = -0,31 P-Value = 0,036 DF = 31					

Kriz öncesi hisse senedi verilerinin normal dağılıma sahip olduğu birinci grupta belirtilmişti. Kriz öncesi endeks verilerinin de normal dağılım gösterdiği belirlenmiştir ve ikinci grup için % 95 güven düzeyinde hesaplanan P değeri 0,036 olarak çıkmıştır. Bu değer 0,05'ten küçük ($P=0,036<0,05$) olduğu için kriz öncesinde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri

arasındaki ilişkiyi test etmek için kurulan ikinci grup hipotezlerinden H_0 red, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark olduğu bulunmuştur.

Üçüncü grupta incelenen, kriz sonrasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasındaki ilişki istatistiksel olarak Tablo 20’de sunulmuştur. Ayrıca Grafik 7’de ise kriz sonrasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri ile aynı dönemdeki ortalama endeks getirileri görsel olarak bulunmaktadır.



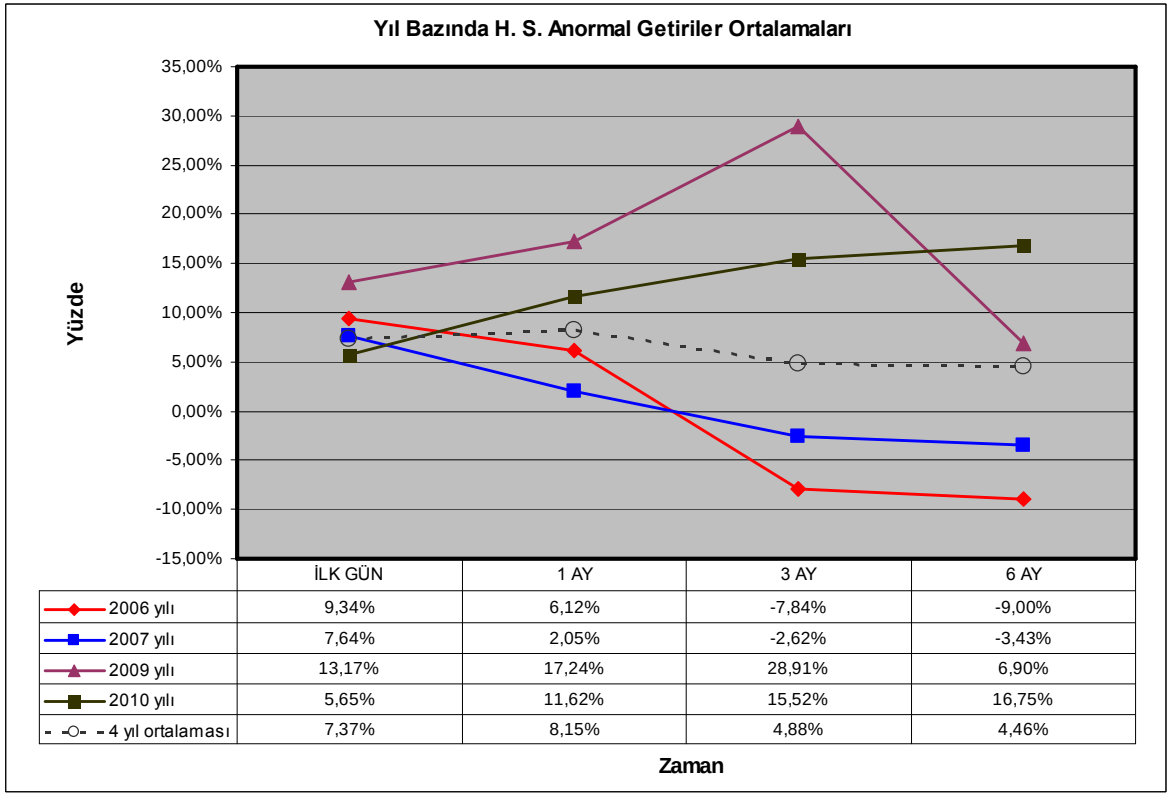
Grafik 7. Kriz Sonrası H.S. Ort. Anormal Getirileri ve Ort. Endeks Getirileri

Tablo 20. Üçüncü Grup Test Sonuçları

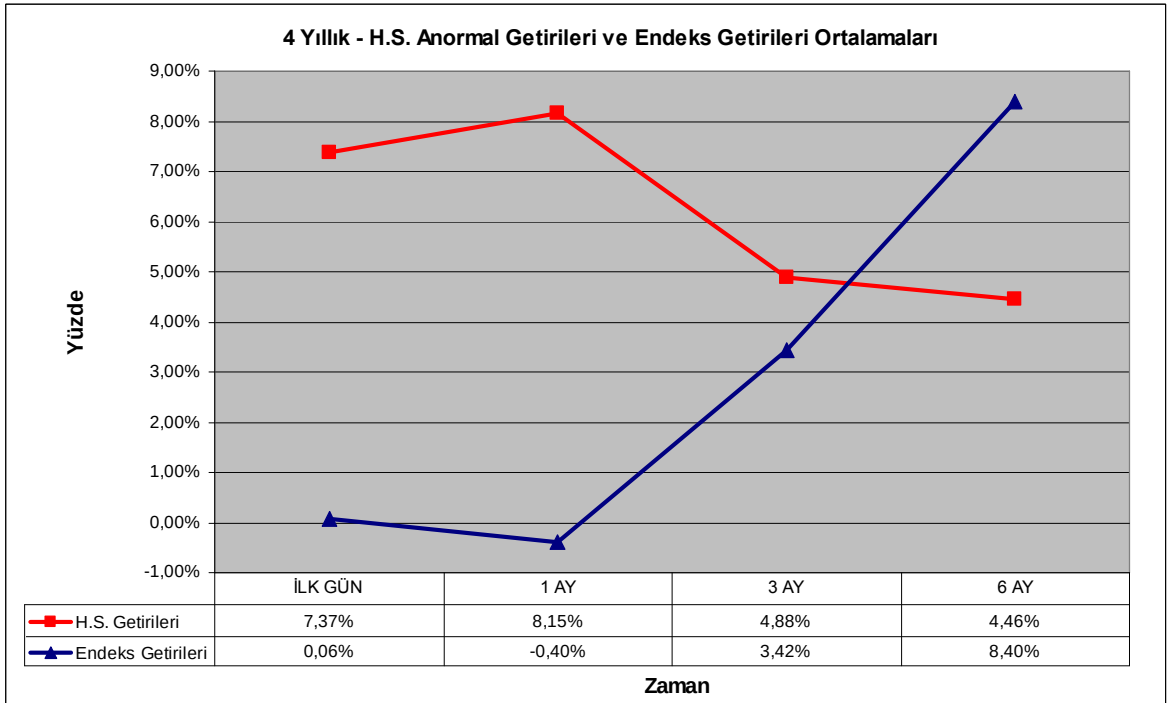
Mann-Whitney Test and CI: Kriz.Son.Hs. Ort; Kriz.Son.End. Ort		
	N	Median
Kriz.Son.Hs. Ort	23	-0,0144
Kriz.Son.End. Ort	23	0,0573
Point estimate for ETA1-ETA2 is -0,0156		
95,2 Percent CI for ETA1-ETA2 is (-0,1162;0,1966)		
W = 527,0		
Test of ETA1 = ETA2 vs ETA1 not = ETA2 is significant at 0,7752		
The test is significant at 0,7752 (adjusted for ties)		

Normal dağılım testine tabi tutulan kriz sonrası endeks verilerinin normal dağılmadığı saptanmış ve bu yüzden üçüncü grup verileri için parametrik bir test olmayan Mann-Whitney testi kullanılmaya karar verilmiştir. Üçüncü grup için % 95 güven düzeyinde hesaplanan anlamlılık değeri 0,7752 olarak bulunmuştur. Bu değer 0,05'ten büyük olduğu için kriz sonrasında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan üçüncü grup hipotezlerinden H_1 red, H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı dönemdeki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark olmadığı bulunmuştur.

Dördüncü ve son grupta, çalışmaya konu olan 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırılmış ve bulgular Tablo 21'de sunulmuştur. Ayrıca Grafik 8'de 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama anormal getirilerine, yıl bazında ve 4 yıl ortalaması şeklinde yer verilmiştir. Bununla beraber Grafik 9'da 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama anormal getirileri ile aynı süreçteki ortalama endeks getirileri görsel olarak bulunmaktadır.



Grafik 8. Yıl Bazında Anormal Getiriler Ortalamaları



Grafik 9. 4 Yıllık - H.S. Anormal Getirileri ve Endeks Getirileri Ortalamaları

Tablo 21. Dördüncü Grup Test Sonuçları

Mann-Whitney Test and CI: 4Yıllık.Hs. Ort; 4Yıllık.End. Ort		
	N	Median
4Yıllık.Hs. Ort	47	-0,0144
4Yıllık.End. Ort	47	0,0400
Point estimate for ETA1-ETA2 is -0,0105		
95,1 Percent CI for ETA1-ETA2 is (-0,0865;0,0877)		
W = 2201,0		
Test of ETA1 = ETA2 vs ETA1 not = ETA2 is significant at 0,8147		
The test is significant at 0,8147 (adjusted for ties)		

Dördüncü grupta incelenecek olan 4 yıllık süreçteki hisse senetleri verileri ile aynı süreçteki endeks verilerine normal dağılım testi yapıldığında iki veri grubunda normal dağılım göstermediği görülmüştür. Bu sebeple anlamlılığı ölçmede Mann-Whitney testi kullanılmıştır. Dördüncü inceleme grubu için % 95 güven düzeyinde hesaplanan anlamlılık değeri 0,8147 olarak bulunmuştur. Bu değer 0,05'ten büyük olduğu için 4 yıllık anormal getiriler ile 4 yıllık endeks getirilerinin arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan dördüncü grup hipotezlerinden H_1 red, H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Çalışmaya konu olan 4 yıllık süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri arasında anlamlı bir fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.3. Yorum ve sonuç

Gün geçtikçe şirketler için fon kaynakları artsa da maliyet konusunda en avantajlı olanını seçmek gerekmektedir. Halka açılarak sağlanacak sermaye bir çok işletmenin dikkatini çekmektedir. Şirketler halka açılıp, hisse senetlerini organize bir pazarda işlem görmeleri için arz etme hareketiyle her şeyden önce önemli bir finansman kaynağından faydalanmış olmaktadır. Faaliyet gösterdikleri sektör ve içinde bulundukları durum, şirketler için finansman tedarikinde önem gösteren etkenlerdir.

Finansman yöntemi olarak halka açılmayı tercih eden şirketler, paylarını primli fiyatlardan halka arz ederek, bir nevi “satış” a çıkararak düşük maliyetli ve uzun vadeli kaynak elde etmiş olurlar. Bunun yanı sıra, kaynak yaratmak için halka arzı tercih eden şirketler, mevcut ortaklarına önemli bir likidite imkanı sunmakla beraber, globalleşen dünya piyasasında kendilerine yeni yerli/yabancı ortaklar edinerek kurumsallaşma yolunda büyük adımlar atabilirler. Diğer taraftan, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketler, bankacılık ve para piyasasındaki kredibilitelerini arttırarak az maliyetli ve kolay kredi bulma imkanı kazanmaktadır.

Bu tez çalışmasında, yukarıda bahsedilen avantajlardan yararlanmak isteyen, 2006-2010 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda halka ilk kez arz olan 47 şirketin hisse senetleri incelenmiştir.

Düşük fiyatlama ve getiri performansı konusunda yapılmış diğer çalışmalardan farklı olarak, “Kriz öncesi dönem (2006-2007)” ve “Kriz sonrası dönem (2009-2010)” grupları altında ikiye ayrılarak incelenen bu çalışmada bahsi geçen “Kriz”, ülkemizde 2008 yılında patlak veren finansal krizdir. Çalışmada, belirlenen dört yıllık süreç içerisinde İMKB’de düşük fiyatlama olgusunun varlığı ve getiri performanslarıyla beraber farklı dönemlerdeki hisse senetlerinin anormal getirileri ile endeks getirileri arasındaki ilişki istatistiksel olarak araştırılmıştır.

Kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen 24 şirketin hisse senetlerinden 17 tanesinin ilk gün sonunda düşük fiyatlandığı görülmüştür. Bu dönemde, ilk gün sonunda

görülen en düşük anormal getiri -% 8,91 olurken, en yüksek anormal getiri % 25,48 olarak hesaplanmıştır. Bunun yanı sıra kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ortalama ilk gün anormal getirisi % 8,70 olarak bulunarak, kriz öncesi dönemde İMKB’de kısa vadede düşük fiyatlamamanın varlığı kanıtlanmıştır. Fakat aynı dönemde 1. ay sonunda % 4,60, 3. ay sonunda -% 5,88, 6. ay sonunda da -% 6,91 olarak hesaplanan anormal getiriler, vade uzadıkça düşük fiyatlamamanın varlığından uzaklaştığını göstermiştir. İlk halka arzda söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı kısa vadede piyasanın üzerinde bir getiri elde etmesine rağmen bu olumlu durumu uzun vadede elde edememiştir. Bulunan bu sonuç, gerek yurtiçindeki gerekse yurtdışındaki bir çok çalışma ile paralellik göstermiştir. Finans literatüründe, düşük fiyatlamamanın kısa vadede var olup, vade uzadıkça etkisini yitirmesi sıklıkla karşılaşılan bir durum olmuştur. Kriz öncesi dönemdeki hisse senetlerinin anormal getirileriyle aynı dönemdeki endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırıldıklarında % 95 güven düzeyinde aralarında anlamlı bir fark olduğu görülmüştür.

Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinin kısa ve uzun vadeli performansları incelendiğinde kısa vade bulgularının beklendiği gibi düşük fiyatlama olgusunun varlığından söz ettirdiğini görmekteyiz fakat bu olgunun beklenmedik bir şekilde aynı hisse senetlerinin uzun vadeli performanslarında da var olduğuna şahit olunmuştur.

2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen hisse senetleri için ortalama % 5,97’lik ilk gün anormal getirisi bulunmuştur. Arz edilen 23 hisse senedinden 14 tanesi pozitif ilk gün anormal getirisine sahiptir. İlk gün sonunda yaklaşık % 61’lik bir düşük fiyatlama oranına rastlanarak kısa vadede düşük fiyatlamamanın varlığı kanıtlanmıştır. Bu dönemde, ilk gün sonunda görülen en düşük anormal getiri -% 17,47 olurken, en yüksek anormal getiri % 21,85 olarak hesaplanmıştır.

Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 6. ay sonundaki performansları incelendiğinde kriz öncesi dönemden ve önceki literatür çalışmalarından farklı bir durumla karşı karşıya kalınmıştır. 2009-2010 döneminde halka ilk kez arz edilen 23 hisse senedinden 11 tanesi 6. ay sonunda pozitif anormal getiriye sahiptir.

Düşük fiyatlama oranına bakıldığında yaklaşık % 48 gibi bir değer bulunmaktadır yani 6. ay sonunda düşük fiyatlanan hisse senetleri grupta azınlık teşkil etmektedir. Her ne kadar bu durum, önceki birçok çalışmaya göre beklenen bir sonuçmuş gibi gözükse de, kriz sonrası dönemde halka ilk arz edilen hisse senetlerinin 6. ay sonunda ortalama anormal getirisine baktığımızda % 16,32'lik pozitif bir getiri hesaplanmıştır.

Beklenenin aksine, kriz sonrası dönemde İMKB'de halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinde uzun vadede düşük fiyatlamanın varlığına rastlanmıştır. 6 aylık sürecin ortalaması alındığında elde edilen % 12,57'lik pozitif anormal getiri de, kriz sonrası dönemde İMKB'de halka ilk kez açılan hisse senetlerinde uzun vadede de düşük fiyatlamanın varlığından söz edilebileceğini kanıtlayan bir göstergedir. Kriz sonrası dönemdeki ortalama anormal getirilerin ilk gün değeri % 5,97 ve 1. ay değeri % 11,86 olarak hesaplanmıştır. Beklenmedik bir şekilde ilk gün sonundan 1. ay sonuna kadar olan sürede ortalama anormal getiri yükselmiştir. 1. aydan sonra da hisse senetlerinin anormal getirisi yükselmeye devam etmiştir. Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin 3. ay sonundaki ortalama anormal getirisi % 16,11 olmuşken, 6. ay sonunda bu getiri daha da artarak % 16,32 seviyesine ulaşmıştır.

Bu durum, kriz sonrası dönemde halka arz olmak isteyen şirketlerin, 2008 finansal krizinin piyasalar üzerindeki etkilerini göstermeye başlamasından sonra İMKB'nin kayıplar yaşamasının ardından Borsaya olan güvenin azalmasından dolayı hisse fiyatlama stratejilerinde değişikliklere yol açmasına sebep olmasından kaynaklanabilir.

Genellikle halka arz aşamasında hisseleri için zaten düşük fiyat belirlemeyi hedefleyen şirketler, borsaya olan güvenin azaldığı kriz sonrası dönemde, halka ilk kez arz edecekleri hisse senetlerini önceden düşündüklerinden daha da düşük bir fiyatla talep toplama aşamasına dahil etmiş olabilirler. Bu stratejiyi izlemedeki amaç, hisse senetlerinin mümkün olduğunca uzun vadelerde yatırımcısına pozitif anormal getiri getirmesini sağlamak ve istenen miktarda fon toplanmasını garantiye aldıktan sonra hem o hisse senedine, hem de borsaya olan güvenin artırılmasına yönelik bir yol izlemek olabilir. Diğer taraftan kriz sonrası dönemdeki hisse senetlerinin anormal

getirileriyle aynı dönemdeki endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırıldıklarında % 95 güven düzeyinde aralarında anlamlı bir fark olmadığı görülmüştür.

Kriz öncesi ve kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerindeki düşük fiyatlama olgusu ve getiri performansı hesaplandıktan sonra % 95 güven düzeyinde bu iki veri setinin ortalama anormal getirileri istatistiksel olarak test edilmiş ve kriz öncesi dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri ile kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin anormal getirileri arasında anlamlı bir fark olduğu görülmüştür.

Dört yıllık sürece bakıldığında İMKB’de düşük fiyatlama olgusunun varlığından hem kısa vadede hem de uzun vadede söz etmek mümkündür. Bu süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk gün ortalama anormal getirisi % 7,37 bulunarak bu durum kanıtlanmıştır. Dört yıllık süreçte vade uzadıkça düşük fiyatlama olgusundan uzaklaşılması beklenirken, hesaplanan anormal getiri 1. ay sonunda % 8,15 3. ay sonunda % 4,88, 6. ay sonunda da % 4,46 olarak bulunarak kısa vadedeki düşük fiyatlama avantajının uzun vade de yatırımcı için devam ettiği gözlemlenmiştir. Dört yıllık süreçteki hisse senetlerinin anormal getirileri ile aynı süreçteki endeks getirileri istatistiksel olarak karşılaştırıldıkların aralarında % 95 güven seviyesinde anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Dört yıllık süreçte düşük fiyatlamaya uzun vadede rastlanmasının kaynağı, kriz sonrası dönemde uzun vadede % 16,32 pozitif getiri getiren hisse senetleridir. Her ne kadar kriz öncesi dönemde düşük fiyatlamanın varlığı vade uzadıkça geçerliliğini yitirse de kriz sonrası dönemde, halka arzdan 6. ay sonuna kadar elde edilen getiri daima pozitif olmuştur ve iki dönemin ortalaması alındığında dahi kriz sonrası dönemde uzun vadedeki getirilerin pozitif büyüklüğü, kriz öncesi dönemdeki negatif getirilere baskın gelerek çalışmaya konu olan dört yıllık süreçte hem kısa hem de uzun vadede hisse senedi getirileri düşük fiyatlamanın varlığını yansıtmaktadırlar.

Bu durum daha önceki yıllarda yapılan çalışmalarla büyük oranda benzerlik göstermemekle beraber Ibbotson’un 1975 yılında ABD piyasasında yaptığı araştırmayla

benzer bir sonucu yansıtmaktadır. Ibbotson, halka arz edilen hisse senetlerinin 1 yıllık getirisinin pozitif olduğunu bularak 1960-1969 yılları arasında ABD’de halka ilk kez arz edilen 120 hisse senedinin hem kısa vadede hem uzun vadede düşük fiyatlandığını belirtmiştir. Çalışmanın kapsamı, Amerikan piyasasının ekonomik durgunluğu yoğun olarak yaşadığı 1958-1961 döneminden sonraki 9-10 yıllık bir zaman diliminden oluşmaktadır. Bu tez çalışmasında da olabileceği gibi, o dönemde de şirket yönetimlerinin, halka arz aşamasında hisse senetlerinin fiyatlarını özellikle ucuz tutmak suretiyle durgunluktan kaynaklanan soru işaretlerinden etkilenmeyecek bir şekilde kaynak toplamayı amaçlamış olmaları muhtemeldir.

Kriz sonrası dönemde halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun vadede (6 ay) sergilediği düşük fiyatlama ve yüksek performansın daha uzun vadelerde de var olup olmadığının belirlenmesi açısından çalışma, incelenen zaman aralığı bakımından genişletilerek araştırma yapılabilir.

Ekler Listesi

Ek 1. Kriz Öncesi Dönemdeki Endeks Değerleri.....	74
Ek 2. Kriz Sonrası Dönemdeki Endeks Değerleri.....	75

Ek 1. Kriz Öncesi Dönemdeki Endeks Değerleri

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	İlk Gün Endeks Değeri	1. Ay Endeks Değeri	3. Ay Endeks Değeri	6. Ay Endeks Değeri
2006	Reysaş Taşımacılık	43414,7	41325,44	42521,8	36466,7
2006	Datagate Bilgisayar	43414,7	41325,44	42521,8	36466,7
2006	Vestel Beyaz Eşya	43694,06	35625,28	34110,9	39752,2
2006	Selçuk Ecza Deposu	43474,04	37719,76	35060,3	39752,2
2006	Asya Katılım Bankası	41025,32	33758,70	36702,8	38351
2006	Coca-Cola İçecek	41025,32	33758,70	36702,8	38351
2006	Başkent Menkul Kıymetler Y. O.	37719,76	31373,54	35924,3	37498,1
2006	Metro Menkul Kıymetler Y.O.	38407,29	34663,55	37359,7	36979
2006	Taksim Y. O.	38407,29	34663,55	37359,7	36979
2006	Armada Bilgisayar	33002,59	31954,09	37446,3	39358
2006	Silverline Endüstri	32453,12	34107,55	35548,8	37980,6
2006	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	31373,54	35060,25	35876,9	38011,4
2006	Tacirler Y. O.	35149,33	36466,66	36836	35955,7
2006	Karel Elektronik	38871,21	37623,81	40268,4	45875,5
2006	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Y. O.	38488,64	37113,42	40494,2	43146,1
2007	TAV Havalimanları	42520,25	42249,24	45003	45854
2007	Sağlam Gayrimenkul Y. O.	39645,73	42383,52	44854,3	48241,9
2007	Oyak Y. O.	43493,33	44854,28	48715,9	53767,8
2007	Merkez B Tipi Menkul Kıymet Y. O.	43493,33	44854,28	48715,9	53767,8
2007	Türkiye Halk Bankası	43726,10	43667,74	47636,3	51996,3
2007	İş Yatırım Menkul Değerler	44687,47	44950,17	44783,4	51271
2007	Sinpaş Gayrimenkul Y. O.	44321,86	53317,15	51592,4	53253,2
2007	Albaraka Türk Katılım Bankası	45682,89	49627,39	52195,6	53307,5
2007	Tekfen Holding	50419,32	53253,22	43686,3	39510,9

Ek 2. Kriz Sonrası Dönemdeki Endeks Değerleri

Halka Arz Yılı	Hisse Senedi Adı (Şirket Unvanı)	İlk Gün Endeks Değeri	1. Ay Endeks Değeri	3. Ay Endeks Değeri	6. Ay Endeks Değeri
2009	Ran Lojistik	46285,76	48988,73	49410,65	55391,31
2010	Koza Altın	50634,77	52018,74	57504,99	57855,04
2010	TSKB Gayrimenkul Y. O.	58730,74	55992,08	56853,66	68055,72
2010	Latek Lojistik	57885,85	53939,39	59567,76	67781,3
2010	Akfen Holding	55268,15	55088,39	58249,67	67200,05
2010	Aksa Enerji	53561,31	56735,10	58313,66	67200,05
2010	Mango Gıda	54024,49	55421,37	58060,68	66479,56
2010	İhlas Gazetecilik	55088,39	57721,12	61827,56	66071,03
2010	Anel Elektrik	55804,52	57100,73	63025,14	64219,82
2010	Euro Yatırım Menkul Değerler	56735,10	58778,63	63453,84	64656,1
2010	İdealist Gayrimenkul Y. O.	54141,73	59979,10	64213,86	67457,76
2010	Çemaş Döküm	55194,22	59979,10	64722,11	67457,76
2010	Reysaş Gayrimenkul Y. O.	57181,54	57855,04	68681,24	67774,79
2010	Ekiz Yağ	57587,04	58167,60	68449,28	65395,09
2010	Gedik Yatırım Menkul Değerler	59965,23	59341,31	68217,17	63358,96
2010	Martı Gayrimenkul Y. O.	63566,00	70010,93	66054,51	64422,06
2010	Torunlar Gayrimenkul Y. O.	69481,46	67200,05	65995,05	68911,27
2010	İhlas Yayın Holding	69826,28	67082,82	64935,15	69833,91
2010	Katmerciler Ekipman	69237,23	65958,92	64856,84	66286,58
2010	Uyum Gıda	67200,05	65274,15	64578,77	63717,09
2010	Emlak Konut Gayrimenkul Y. O.	66323,86	67457,76	58659,8	63692,2
2010	Do&Co Restaurants	66323,86	67457,76	58659,8	63692,2
2010	Despec Bilgisayar	67128,01	67701,98	61269,94	64599,22

Kaynakça

- Aggarwal, R. ve Rivoli, P. (1990). Fads in initial public offering market. *Financial Management, Vol: 19*.
- Aggarwal, R., Leal, R. ve Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management, Spring, Vol: 22*.
- Aksoy, P. (2009). *Hisse senetlerinin halka arzı ve satış süreçleri*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi.
- Aussenegg, W. (1997). Short and long-run performance of initial public offerings in the Austrian stock market. *Vienna University of Technology*.
- Ayaz, S. (2006). *Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi.
- Ayoğlu, T. (2006). *Sermaye piyasası hukuku'nda halka arz kavramı ve halka arza aracılık sözleşmeleri*. Doktora Tezi. Galatasaray Üniversitesi.
- Bilgiç, F. (2008). *Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları ve İMKB'de 2006-2007 yıllarına ilişkin ampirik bir çalışma*. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye piyasası, menkul kıymetler ve portföy analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Borges, M. R. (2006). Underpricing of initial public offerings: The case of Portugal. *International Advances in Economic Research, Vol: 13*.
- Ceylan, A. (2003). *Şirketlerde finansal yönetim*. (8. Basım). Bursa: Ekin Kitabevi.

- Chalk, A.J. ve Peavy, J.W. (1987). Initial public offerings, daily returns, offerings types and price effect. *Financial Analyst Journal*, September-October, Vol: 43/5.
- Dinç, İ. (2006). *Sermaye piyasası hukukunda çağrı yolu ile hisse senedi toplanması*. İstanbul: Legal Yayıncılık.
- Durukan, M. B. (2006), IPO underpricing and ownership structure; evidence from the Istanbul stock exchange. *Elsevier Burkington Mass*.
- Düzakın, H. G. (1998). *Türkiye’de hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların halka ilk arz ile ilgili görüşlerinin değerlendirilmesi*. Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi.
- Goergen, M., Khurshed, A. ve Mudambi, R. (2007). The long-run performance of UK IPOs: Can it be predicted?. *Managerial Finance*, Vol: 33/6.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, Vol: 2.
- İhtiyar, M. (2006). *Sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma ilkesi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2011). *Sermaye piyasası araçları kılavuzu*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Kandil, İ. E. (2009). *Halka ilk hisse senedi arzı ve dönemsel hisse senedi arzının yatırımcı açısından analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi.
- Karayalçın, Y. (1964). *Ticaret hukuku dersleri II*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

- Karşlı, M. (2003). *Sermaye piyasası-borsa-menkul kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Kıymaz, H. (1996). İMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları ve bunları etkileyen faktörler: İmalat sektörü 1990-1995 uygulaması. *İMKB Dergisi, Sayı: 3*.
- Levis, M. (1993). The long-run performance Of initial public offerings: The U.K. experience 1980-1988. *Financial Management, Vol: 22*.
- Loughran, T. (1993). NYSE vs NASDAQ returns. *Journal of Financial Economics, Vol: 33*.
- Loughran, T. ve Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *Journal Of Finance, Vol: 50/1*.
- McDonald, J. G. ve Fisher, A. K. (1972). New issue stock price behavior. *The Journal of Finance, Vol: 27*.
- Menemencioğlu, H. (2003). *İMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusu*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi.
- Özden, Ö. E. (2001). *The initial and long-run price performance of initial public offerings: The Turkish experience 1990-1997*. Master Thesis in Finance. University of Texas.
- Peng, L. (2008). Empirical study on the performance of initial public offerings in China. *Journal of Service Science and Management, Vol: 1*.
- Reilly, F. K. (1977). New issues revisited. *Financial Management, Vol: 6*.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal Of Finance, 46(1)*.

- Ritter, J. R. ve Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, Vol: 57/4.
- Sağlam, G. Y. (2007). *Halka arzda düşük fiyatlandırmaya aracılık türü, arz yılı ve aracı kurum etkileri: İMKB’de bir inceleme*. Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi.
- Sevim, Ş. ve Akkoç, S. (2006). İlk halka arzların uzun vadeli performansları ve ucuz fiyat olgusu: İMKB’de sektörel karşılaştırmalı bir uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 16.
- Soygür, N. (1997). *Ticaret hukuku-şirketler*. Cilt 2. İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları
- Tuncer, S. (1985). *Türkiye’de sermaye piyasası*. İstanbul: Okan Yayınevi.
- Türk Hukuk Kurumu (1992). *Türk hukuk lügatı*. Ankara.
- Uhlir, H. (1989). Going public in F.R.G., in a reappraisal of the efficiency of financial markets. *New York Springer-Verlang Publishing*.
- Ünal, O. K. (2005). *Sermaye piyasası hukuku ve mevzuatı*. (1. Basım) Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Ünlü, U. ve Ersoy, E. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performansın belirleyicileri: 1995-2008 İMKB örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 23, Sayı: 2ç
- Yalçın, K. (2006). Düşük fiyatlama olgusu ile halka arz şekilleri ve halka arz fiyatı arasındaki ilişkinin analizi. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* Sayı: 7/2.

Yi, J. H. (2001). Pre-offering earnings and the long-run performance of IPOs.
International Review of Financial Analysis, Vol: 10.

<http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx> (2011).

<http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html> (2011).