

T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

HALKA ARZ FAALİYET PERFORMANSININ İNCELENMESİ
(INVESTIGATING THE OPERATING PERFORMANCE OF
INITIAL PUBLIC OFFERINGS)

Veysel Uzunel

Zonguldak 2019

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**HALKA ARZ FAALİYET PERFORMANSININ İNCELENMESİ
(INVESTIGATING THE OPERATING PERFORMANCE OF
INITIAL PUBLIC OFFERINGS)**

**Hazırlayan
Veysel Uzunel**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Lokman Tütüncü**

Zonguldak 2019

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her ayrıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

18.10.2019

Veysel UZUNEL

T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalında 125282101002 numaralı Veysel UZUNEL'in hazırladığı **“Halka Arz Faaliyet Performansının İncelenmesi (Investigating the Operating Performance of Initial Public Offerings)”** konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca **01/03/2019 Cuma günü saat 15:00'da yapılmış,** sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OYBİRLİĞİYLE/~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan _____

Doç. Dr. Fatih TEMİZEL

Üye _____

Dr. Öğr. Üyesi Lokman TÜTÜNCÜ (Danışman)

Üye _____

Dr. Öğr. Üyesi Sinan YILMAZ

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

18/03/2019

Doç. Dr. Ertugrul YILDIRIM
Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum : ZBEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı

Tez Başlığı : Halka Arz Faaliyet Performansının İncelenmesi

Tez Yazarı : Veysel UZUNEL

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Lokman TÜTÜNCÜ

Tez Türü, Yıl : Yüksek Lisans Tezi, 2019

Sayfa Adedi : 67

Bu tez 2010 ve 2016 yılları arasında Türkiye’de ilk defa halka arz olan firmaların uzun dönem finansal ve faaliyet performansını ölçmektedir. Halka arz olan firmaların arz sonrası üç yıl içindeki karlılık, verimlilik, likidite ve kaldıraç oranlarının performansını araştırmak için halka arz öncesine göre, sektöre ayarlanmış, performans eşleştirme ve farkların farkı gibi dört farklı model kullanılmıştır. Türkiye’de halka arz üzerine yapılan mevcut çalışmalarda hem performans ve halka arz öncesine göre performans ölçümleri yapılmıştır. Sonuçlarımız iyi bilinen uzun vadede düşük performans anomalisinin ekonomik kriz sonrasında devam ettiğini desteklemektedir. Karlılık, kaldıraç ve likidite halka arz yılında gelişme gösterirken, arzdan hemen sonra ve ikinci yılda halka arzdan öncesine göre sektörün altında performans göstermektedir. Finansal performans ölçümlerinde elde edilen sonuçlara göre halka arzdan sonraki üç yıllık bileşik anormal getiri medyanı %-63 gibi kötü bir performans sergilediği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Uzun Dönem Finansal Performans, Faaliyet Performansı

ABSTRACT

Institution : ZBEU Institute of Social Sciences, Department of
Management

Title : Investigating the Operating Performance of Initial Public
Offerings

Author : Veysel UZUNEL

Adviser : Asst. Prof. Dr. Lokman TÜTÜNCÜ

Type of Thesis, Year : MSc. Thesis, 2019

Total Number of Pages: 67

This thesis examines long-term financial and operating performance of Turkish firms going public between 2010 and 2016. We employ four different performance models, namely pre-event adjusted, industry-adjusted, performance-matched, and difference-in-differences performance to investigate profitability, efficiency, liquidity and leverage in the three years after the firm goes public. Existing studies on Turkish initial public offerings only employ the raw and pre-event adjusted models to measure performance. The results confirm that the well-documented underperformance anomaly persists in the post-crisis period. Profitability, leverage, and liquidity all undergo improvements in the event year, while they revert to the pre-event levels soon after initial public offerings and underperform the industry in the second post-event year. Financial performance also deteriorates to a compounded %-63 abnormal return in the third year after going public.

Keywords: Initial Public Offering, Long-Term Financial Performance, Operating Performance

ÖNSÖZ

Halka arz firmalar tarafından finansman ihtiyacının karşılanmasında kullanılan en önemli yöntemlerden bir tanesidir. Halka arzlar ile firmalar finansman ihtiyaçlarını sağlarken yatırımcılar da tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yönlendirmektedir. Devlet tarafından ise halka arz neticesinde kurumsallaşan ve bir standarda girmiş olan firmaların denetimi daha etkin yapılabilmektedir. Bu bakımdan halka arzlar her kesim tarafından sebepleri ve neticeleri bakımından ilgi uyandırmaktadır.

Bu araştırmanın amacı, Türkiye’de 2010 ile 2016 yılları arasında, ilk defa halka arz olan firmaların hisse senetlerinde uzun dönemde düşük getirinin olup olmadığının araştırılması ve firmaların halka arzdan önceki faaliyet performanslarının halka arzdan sonra ne yönde devam ettiğinin araştırılmasıdır. Uzun dönem performans üzerine daha önce yapılmış çalışmalar olmakla birlikte sektöre ayarlanmış faaliyet performansı ve farkların farkı yöntemleri Türkiye’de ilk defa bu tezde kullanılmaktadır.

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında özverili bir şekilde yardım ve desteğini esirgemeyen değerli hocam Dr. Öğretim Üyesi Lokman TÜTÜNCÜ başta olmak üzere bugüne kadar eğitim ve öğretim hayatımda katkısı olan hocalarıma yürekten teşekkür ederim.

Eğitim öğretim hayatım boyunca her zaman yanımda olan ve bana desteğini esirgemeyen annem, babam, eşim ve kızlarıma çok teşekkür ederim.

Veysel UZUNEL

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ	x
GRAFİKLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
GİRİŞ.....	1
1. HALKA ARZLARIN SEBEPLERİ VE YÖNTEMLERİ	4
1.1. Halka Arz Kavramı.....	4
1.2. Halka Arzın Şirketlere Sağladığı Avantajlar	5
1.2.1. Finansman Kaynağı Sağlaması.....	5
1.2.2. Likidite Sağlaması	6
1.2.3. Şirketlerin Tanıtımını Sağlaması	6
1.2.4. Şirketlerin Kurumsallaşmasını Sağlaması	6
1.2.5. İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırımı İmkânı Sağlaması.....	7
1.2.6. Çalışanların Motive Olmasını Sağlar	7
1.3. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri	7
1.3.1. Kamuyu Aydınlatma.....	7
1.3.2. Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi ve Kamuya Duyurulması	8
1.3.3. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü	8
1.3.4. İlişkili Taraf İşlemlerini Değerleme Yükümlülüğü	9
1.3.5. Kurumsal Yönetim	9
1.3.6. Yasal Sorumluluklar	9
1.4. Halka Arz Yöntemleri	9
1.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz	10
1.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz.....	10
1.4.3. Karma Yöntem	10
1.5. Halka Arzda Satış Yöntemleri	10
1.5.1. Talep Toplama.....	11

1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama	11
1.5.1.2. Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	12
1.5.2. Borsada Satış	12
1.5.3. Talep Toplanmaksızın Satış.....	13
1.6. Halka Arz Türleri.....	13
1.6.1. İlk Halka Arz	13
1.6.2. İkincil Halka Arz	13
1.6.3. Karma Halka Arz.....	14
1.7. Halka Arz Aracılık Türleri	14
1.7.1. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmeleri	14
1.7.2. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri	15
1.7.2.1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri	15
1.7.2.2. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.....	15
1.7.3. Karma Türler	15
1.8. Borsa İstanbul ve Pay Piyasaları	16
1.8.1. Borsa İstanbul.....	16
1.8.2. Pay Piyasaları	16
2. HALKA ARZLARDA GERÇEKLEŞEN ANOMALİLER	18
2.1. Fiyatlandırma.....	18
2.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi	19
2.1.2. Sigorta Hipotezi (Davadan Kaçınma Kuramı)	20
2.1.3. Sinyal Hipotezi	20
2.1.4. Spekülatif Şişkinlik (Balon) Hipotezi:	21
2.1.5. Tek Alıcı Güç Hipotezi.....	21
2.2. Finansal Performans Ölçümü	21
2.2.1. Kısa Dönem Performans Ölçümü.....	21
2.2.2. Uzun Dönem Performans Ölçümü	22
2.3. Faaliyet Performansının Ölçümü.....	23
3. LİTERATÜR TARAMASI.....	24
3.1. Finansal Performans Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	24
3.1.1. Yurtdışından Çalışmalar	24
3.1.2. Türkiye’den Çalışmalar	26
3.2. Faaliyet Performansı Hakkında Yapılan Çalışmalar	28
3.2.1. Yurt Dışından Çalışmalar	28

3.2.2. Türkiye’den Çalışmalar	30
4. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	32
4.1. Veri Seti.....	32
4.2. Finansal Performans Ölçümü	33
4.3. Faaliyet Performansının Ölçümü.....	35
4.3.1. Performans Ölçümünde Kullanılan Rasyolar	35
4.3.2. Performans Ölçümünde Kullanılan Modeller.....	36
4.4. Kontrol Firmaları	38
5. UYGULAMA	41
5.1. Halka Arz Olan Firmaların Finansal Performanslarının Ölçülmesi	41
5.2. Halka Arz Olan Firmaların Faaliyet Performanslarının Ölçülmesi.....	42
SONUÇ	52
KAYNAKÇA.....	55
EKLER	62
Ek-1: Araştırma Konusu Şirket Listesi (Finansal Performans)	62
Ek-2: Araştırma Konusu Şirket Listesi (Faaliyet Performansı).....	65
ÖZGEÇMİŞ	67

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1.1: Pay Piyasaları	17
Tablo 4.1: Yıllara Göre İlk Defa Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	32
Tablo 4.2: Veri Seçim Aşamaları	33
Tablo 4.3: Analizde Kullanılan Rasyolar ve Hesaplama Yöntemleri	36
Tablo 4.4: Örneklem ve Kontrol Grubunun Sektörel Dağılımı	39
Tablo 4.5: Tanımlayıcı İstatistikler	40
Tablo 5.1: Halka Arzların Finansal Performansı	42
Tablo 5.2: Ham Faaliyet Performansı	43
Tablo 5.3: Halka Arz Öncesine Göre Faaliyet Performansı	45
Tablo 5.4: Sektöre Ayarlanmış Faaliyet Performansı	46
Tablo 5.5: Performans Eşleştirilmiş Faaliyet Performansı	47
Tablo 5.6: Farkların Farkı	49
Tablo 5.7: Performans Eşleştirilmiş Farkların Farkı	50

GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa
Grafik 5.1: Ham Faaliyet Performansı	44
Grafik 5.2: Sektöre Ayarlanmış Faaliyet Performansı	47
Grafik 5.3: Performans Eşleştirilmiş Farkların Farkı	51



KISALTMALAR LİSTESİ

BİST	: Borsa İstanbul
KGK	: Kamu Gözetimi Kurumu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
IPO	: Initial Public Offering (İlk Halka Arz)
İHA	: İlk Halka Arz
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SEO	: Seasoned Equity Offering (İkincil Halka Arz)
SPAST	: Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

GİRİŞ

Firmalar ortakların ödenmiş sermayesi ve ödemeyi taahhüt ettikleri ödenmemiş sermayesi ile kurulur, daha sonra da faaliyete geçerler. Bir firmanın temel amacı firmanın yaşamını ve bu yaşam süresince karlılığını sağlamaktır. Firmalar faaliyetleri süresince zamanın veya piyasanın durumuna göre borçlanırlar, yeni yatırım yapma ihtiyacı duyarlar veya mevcut durumun faaliyet yapısının yenilenmesi gibi bir takım unsurlara ihtiyaç duyarlar. Bu unsurları sağlamak için de finansman ihtiyacı duyarlar.

Firmaların finansman ihtiyacının karşılanmasında finans literatürde var olan birçok yöntem vardır. Bunlar içsel kaynaklarla ve dışsal kaynaklarla finans sağlama başlıkları altında toplanmaktadır. Dışsal kaynaklarla finans sağlama yöntemlerinden bir tanesi de firmanın hisse senetlerini halka arz etmesidir. Ancak halka arz sadece finansman ihtiyacının karşılanması için kullanılan bir yöntem değildir. Aynı zamanda Türkiye’de yoğun bir şekilde var olan aile şirketlerinin kurumsallaşması için de kullanılan bir yoldur. Aile şirketleri piyasa rekabet şartlarına ayak uydurmak ve şirket ömrünün aile üyelerinin ömründen bağımsız olup kurumsallaşması için halka açılmakta, sermaye piyasasına adım atmaktadırlar.

Halka açılma firmalara bir takım avantajlar sağlamakla beraber aynı zamanda sermayenin ülke tabanına yayılmasına ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesiyle ülke ekonomisinin gelişmesine de önemli katkı sağlamaktadır.

Aracı kurumlar firmaların halka arz sürecini hazırlayan ve firmaları yatırımcıyla karşı karşıya getiren kurumlardır. Aracı kurumların en önemli sorumluluklarından biri firmaların hisse senetlerinin doğru fiyatlandırılması, diğeri ise hisse senetlerinin tamamının karlı bir şekilde satılmasıdır. Firmalar isabetli fiyatlandırma ve olabilecek en yüksek kar elde etmek amacıyla aracı kurumlarla aralarında yüklenim biçimine göre bir aracılık sözleşmesi yaparlar. Yapılan bu sözleşmeye göre aracı kurumlar firmaların satılamayan hisse senetlerinin bir kısmını veya tamamının alımını yüklenir. Aracı kurumlar ortaya çıkacak ilave maliyet riskinden kurtulmak veya oluşabilecek bu maliyeti düşürmek için halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyatlarını piyasa fiyatına göre düşük belirlemektedirler.

Firmaların hisse senedinin, halka arz fiyatı ile borsadaki ilk işlem gününde gerçekleşen kapanış fiyatı arasında oluşan pozitif farka düşük fiyatlama denilmektedir.

Hisse senetleri halka arzın ilk gününde bir günlük sürede firma değerinde hayatın olağan akışı içerisinde beklenmeyen bir pozitif yönlü değişim gerçekleştirmektedirler. İşte bu pozitif fark hisse senedinin fiyatının aracı kurum tarafından düşük fiyatlandırılmasından kaynaklanmaktadır.

Halka arz firma için bir sadece sonuç değildir. Çünkü halka arz sonrasında da halka arzın etkileri devam etmektedir. Düşük fiyatlama sebebiyle ikincil halka arzlar için yatırımcılara tekrar düşük fiyatlama ile halka arz olacağı sinyali verilmektedir. Firmanın hisse senetleri fiyatında halka arzın ilk gününden sonra kısa ve uzun vadede meydana gelecek değişimler hakkında testler yapılmaktadır. Bu testler neticesinde hisse senetlerinin gerçek değeri ve düşük fiyatlamasının seviyesi ortaya çıkmaktadır. Ayrıca firmanın halka arz öncesi ve sonrası firma faaliyetlerinde meydana gelen değişimlerin ölçülmesi sonrasında halka arzın faaliyet performansı üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Literatürde halka arzlarda hisse senetlerinin fiyat performanslarının ölçülmesine yönelik yapılan çalışmaların kahir ekseriyetinde ilk defa halka arz olan hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı, bu suretle yatırımcıların ikincil piyasada bu hisse senetlerini satmak suretiyle anormal getiri ettikleri yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Kısa vadede bu düşük fiyatlamasının etkisinin devam ettiği ve anormal getirinin devam ettiğini, ancak uzun vadede bu getirinin devam etmediği hatta hisse senedi fiyatının piyasa getirisinin de altına düştüğü sonucuna varılan çalışmalar da mevcuttur. Halka arz sonrasında faaliyet performansının ölçülmesi hakkında yapılan çalışmalarda firmaların halka arz olduktan sonraki faaliyet performanslarında halka arzdan önceki duruma göre düşüş olduğu görülmektedir.

Bu çalışmada 2010 yılı ile 2016 yılları arasında BİST'te ilk defa halka arz olan firmaların uzun vadede hisse senetlerinin fiyatlarının piyasa fiyatına göre nasıl bir seyir izlediği ve halka arzın firma faaliyetlerindeki performansa nasıl etki ettiği araştırılmaktadır. Bu çalışmada Türkiye'de yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak ilk defa bu denli büyük bir örneklem çerçevesinde halka arz olan firmaların finansal ve faaliyet performansı hakkında yüksek lisans tezi seviyesinde bir araştırma yapılmıştır. Ayrıca bu çalışmada ilk defa Barber ve Lyon (1996) tarafından geliştirilen modelleri kullanılarak faaliyet performansı ölçümleri yapılmıştır. Bu çalışmada faaliyet performansı ölçümünde diğer çalışmalardan farklı olarak rasyolarla beraber işletme faaliyetlerinden nakit akışları da kullanılmaktadır.

Yukarıda bahsedilen konuların araştırılması hakkında yapılan bu çalışmanın birinci bölümünde; halka arz kavramı, halka arzın avantajları, halka açık şirketlerin yükümlülükleri, halka arz yöntemleri, halka arzda satış yöntemleri, halka arz türleri, halka arzda aracılık türleri, Borsa İstanbul ve pay piyasaları izah edilmeye çalışılacaktır. İkinci bölümünde; halka arzda gerçekleşen anomaliler olan düşük fiyatlandırma, kısa vadeli yüksek, uzun vadeli düşük getiri ve faaliyet performansı hakkında bilgi verilecektir. Üçüncü bölümünde; yapılan bu çalışma ile ilgili Türkiye’den ve dünyadan yapılan çalışmalardan bahsedilecektir. Dördüncü bölümünde; veri seti ile araştırmamızda kullanılacak yöntem ve modeller hakkında bilgiler verilecektir. Beşinci bölümünde veri setinde elden edilen bilgilerle finansal ve faaliyet performansı üzerine testler yapılacaktır. Sonuç bölümünde ise yapmış olduğumuz testler sonucunda elde ettiğimiz bulgular özetlenerek araştırmanın genel değerlendirmesi yapılacaktır.

1. HALKA ARZLARIN SEBEPLERİ VE YÖNTEMLERİ

1.1. Halka Arz Kavramı

Genel kabul görmüş görüşe göre her işletme için bir yaşam döngüsü vardır. Bu yaşam döngüsü işletmenin kuruluşu ile başlayıp tasfiyesi ile sona ermektedir. İşletmeler bu yaşam döngüsü içerisinde ekonomik ve faaliyet yapısını geliştirmek ve genişletmek için finans ihtiyacı duyar. Myers ve Majluf (1984) ve Myers (1984) tarafından ortaya konan finansman hiyerarşisi kuramına göre işletmeler öncelikle finans ihtiyacını öz kaynakları ile sağlamaya çalışırlar, öz kaynakların yetersiz kalması durumunda banka borcuna yönelirler, daha sonra tahvil ihracı ile sağlamaya çalışırlar, en son olarak da finansman ihtiyacını hisse senedi ihracı ile sağlamaya çalışmaktadırlar. Halka arz anonim şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullandıkları önemli bir finansman yöntemidir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun üçüncü maddesinde; "Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı" şeklinde halka arz ifade edilmektedir. Ayrıca aynı Kanunun 16'ncı maddesinde "Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır." denilmektedir.

Menkul kıymet piyasalarından finansman ihtiyacını gidermek isteyen şirketlerin, ilk girişimlerine ilk halka arz denilmektedir. Halka arz sayesinde firmalar yatırımcılardan sağlanan fonlar ile ulusal ve uluslararası piyasalarda rekabet edebilir büyüklüğe, sağlam bir finansal yapı ve kurumsal yapıya ulaşabilmektedir. Bununla birlikte firmaların yurt içinde ve yurt dışında güvenilirliğinin artması, daha iyi tanınma ve kurumsallaşma gibi önemli avantajlar sağlayabilmektedir (Er vd., 2017).

Yüksek maliyetle borçlanmak yerine, ilk halka arz (İHA) şirketler için daha düşük maliyetle finans sağlaması bakımından önem arz etmektedir. İHA şirketlere finansman imkanı sağlamakla birlikte şirketlere diğer başka avantajlar da sunmaktadır. Bunların arasında şirketlerin devamlı medya önünde bulunması sebebiyle bilinirliğinin yükselmesi, güvenilirliğinin artması, kurumsallaşmayı desteklemesi sayılabilmektedir. Halka arzdan sağlanan bu avantajlar; halka arza aracı kuruluşun itibarı, halka arz oranı,

halka arzın zamanlanması, hisse senedinin ilk gün fiyatı gibi etkenler ve şirketin kendi özelliklerine bağlı olarak çeşitli seviyelerde oluşmaktadır (Çelik, 2016).

Yeni yatırımlar yapmak ve dolayısıyla yeni finans kaynaklarına ulaşmak için kendileri için en düşük maliyet sağlayacak finansman yöntemi için şirketler araştırmaya girerler. Yatırımcılar da ellerinde bulunan kaynakları kendileri için en yüksek kazanç ve karı sağlayacak yatırım çevreleri ve ortamları ararlar. İşte halka arz bu iki çevreyi yani finansman ihtiyacı olan şirketlerle yatırımcıları buluşturur (Röell, 1996).

Şirketler öz sermaye artırmak ve kurucularla diğer ortakların gelecekteki bir tarihte servetlerinin bir kısmını nakit haline getirebildikleri bir halka arz oluşturma arzusundadırlar. Halka arz şirketin ilgili çevrelerce tanınmasını sağladığı için şirketler için ekstra tanıtım maliyeti yükünü de getirmemektedir. Bu vesile ile şirketin ilgili çevrelere tanıtımı da sağlanabilmektedir. Nakit kaygılarının olmaması durumunda çoğu girişimci, şirketi karmaşık halka arz süreciyle kendilerini meşgul etmemeyi tercih ederler. Yine de halka arzların girişimcilerin sermayelerini artırmakta kullandıkları en iyi yöntemlerden biridir (Ritter ve Welch, 2002).

1.2. Halka Arzın Şirketlere Sağladığı Avantajlar

Şirketlerin hisselerinin halka arz olmasının şirketlere başta yeni finansman kaynağı sağlama, likidite sağlaması gibi aşağıda sayacağımız avantajları vardır.

1.2.1. Finansman Kaynağı Sağlaması

Üretim tesisinin modernize edilmesi, yeni pazar bölgelerine yönelik üretim ya da hizmet sağlanması, ürün portföyünün genişletilmesi, borçların yeniden yapılandırılması, üretim miktarının artırılması veya bunlara benzer başka amaçlar için kullanılacak fon ihtiyacını şirketler hisse senetlerini halka araz ederek sağlayabilmektedir (Ayoğlu, 2006).

Halka açılmak suretiyle bir işletme başka riskler veya kısıtlamalar olmaksızın finansman imkânı sağlar. Her işletmenin halka açılmasının yanı sıra finansman sağlayabileceği başka seçenekleri de vardır. Bankalardan kredi alma, çok fazla borcu olan bir firma için daha fazla faiz ödemek zorunda bıraktığı için tercih edilir bir durum değildir. Finansman sağlamanın başka bir yolu da girişim yatırımcısını işletmeye davet etmektir. Ancak girişim yatırımcısının da işletme tarafından pek kabul edilmeyen işletmenin karar verme sürecinde oy kullanma hakkı gibi bir talebi olabilecektir. Halka

arz ile bir işletme diğer finansman yöntemlerindeki dezavantajlara katlanmadan yatırımlarını finanse edebilecektir (Mateiciuc, 2009).

1.2.2. Likidite Sağlaması

Organize bir piyasada arz ve talep koşullarının belirlendiği adil bir fiyatla hisse alım satımı, firmaların likiditesini arttırmaktadır (Eraydın, 2008). Bir şirketin halka arz olması şirketin ortakları açısından hisse senetlerinin likiditesini yani alım satımını kolaylaştırmaktadır. Özellikle kısa sürede ticaret ve yatırım yapmak isteyen küçük yatırımcılar için organize bir piyasada yatırım yapmak daha güvenli ve ucuzdur. Şirket açısından ise hisse senetlerinin satılması ile şirkete daha ucuz, daha az riskli ve faiz yükü olmadan yeni kaynak sağlamaktadır (Pagano vd., 1998).

Şirket ortakları şirket içindeki paylarını halka arz ile satışını yaparak şahısları adına kazanç sağlamaktadırlar. Ayrıca şirket içindeki paylarının satışını yaparak şirket içerisindeki muhtemel riskini azaltmakta ve yeni yatırım imkanları için olanak sağlamaktadırlar. Diğer yandan yeni yatırımcılar için kuruluş ve örgütlenme maliyeti gibi bir takım maliyetlere katlanmadan yatırım imkanları sunmaktadır (Degeorge ve Zeckhauser, 1993).

1.2.3. Şirketlerin Tanıtımını Sağlaması

Şirketler halka arz esnasında şirketin genel durumu ve mali yapısı hakkında form ve broşürler yayınlamak suretiyle ve medya yoluyla kendi şirket profillerinin tanıtımını yapmaktadır. Şirketlerin halka açılmasıyla birlikte basında, yayın kuruluşlarında ve diğer görsel yayınlar ile tanınması sağlanmaktadır. Bununla birlikte yatırımcılara, hisse senetleri borsada işlem görmekte olan şirketler hakkında bilgi aktarımı sağlanmaktadır. Bu sayede şirketler ilgili çevrelerce tanınma olanağı bulmaktadır. Şirketler halka arz edildikten sonra başta yatırımcılar olmak üzere daha çok kişi şirketle alakadar hale gelmektedir. Bu sayede özellikle finans basını bu işletmelerle ilgili yaşanan gelişmeleri daha fazla merak ederek takip edecek ve bu bilgileri halk ile paylaşacaktır. Bu sayede şirket ekstra maliyete katlanmadan tanıtımı yapılmış ve bilinirliği artmış olacaktır (Chemmanur ve Fulghieri, 1999).

1.2.4. Şirketlerin Kurumsallaşmasını Sağlaması

Ülkemizdeki firmaların geneli aile şirketi olma özelliğini taşımaktadır. Söz konusu durumda şirketlerin ömürlerinin şirket kurucusu veya yönetimde etkin olan aile

bireyleriyle kısıtlı olmasına sebebiyet verebilmektedir. Halka arz sebebiyle şirketlere şeffaf olma, halka doğru ve belli dönemlerde zorunlu bilgilendirme yapma, bağımsız denetim yaptırma, uluslararası muhasebe standartlarına göre kayıt tutma gibi zorunluluklar yüklemektedir. Bu sebeple halka arz olan ve borsada işlem görmeye başlayan firmalar sermaye piyasası mevzuatı, uluslararası piyasalardan etkilenme ve bilinçli yatırımcı etkileri ile daha hızlı kurumsallaşmada ve profesyonel yönetim tekniklerine ulaşmada daha hızlı olabilmektedir (SPK, 2016).

1.2.5. İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırımı İmkânı Sağlaması

Firmaların hisse senetlerini halka arz olduktan sonra hisse senetleri borsada işlem görmekteyken yeniden ortaya çıkan finansman ihtiyacını mevcut ortakların rüçhan hakkını kısıtlayarak yapacakları “İkincil Halka Arz” ile sağlayabilme veya sermaye artırımına gitmekle de sağlayabilme imkânı sunmaktadır (Maug, 2001).

1.2.6. Çalışanların Motive Olmasını Sağlar

Şirketin halka arz olması şirket yönetiminin ve çalışanlarının çalışma motivasyonunda pozitif bir etki oluşturmaktadır. Halka açılma şirketin büyüme niyetinde olduğunun bir sinyali olduğu kadar şirketin daha kurumsal bir hale geleceği için çalışanlar da şirketteki geleceklerinin daha profesyonel yöneticilerde olacağını düşünmektedir. Bu da çalışanların gelecek ve iş kaygılarını ortadan kaldırmaktadır (Röell, 1996).

1.3. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri

Şirketler hisselerini halka arz ederek bir takım avantajlar elde ettikleri gibi bazı yükümlülüklerle de katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

1.3.1. Kamuyu Aydınlatma

Halka açık şirketlerin yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğu, firmaların yatırımcılara süresinde, doğru ve eksiksiz bilgilendirme yaparak borsanın şeffaf, güvenilir, rekabetçi, istikrarlı ve adil bir şekilde faaliyetini sürdürmesi amacıyla, hisse senetlerinin fiyatını veya yatırım insiyatiflerini etkilecek gelişmeleri halka açıklamasıdır. Bu açıklamalar Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) tarafından sağlanmaktadır (SPK, 2016).

Kamuyu aydınlatma, hissedarların anonim şirketlerdeki bilgi alma haklarının şirketlerin paydaşlarına bilgi verme yükümlülüğüne dönüştüğünün göstergesidir. Buna göre gelişmiş tüm sermaye piyasası sistemleri açısından kabul edilmesinin gerekçesi, şirketlerin büyüyerek idarecilerin yetkili ve uzman şahıslardan seçilmesi sonucunda şirket paydaşlarının şirket idaresinden uzaklaşmış olmalarıdır. Halka açık anonim şirketlerde genellikle yönetimde söz sahibi olamayan veya ortaklığın yönetimi ile ilgilenemeyen küçük pay sahiplerinin korunmaları sermaye piyasası sisteminin sağlıklı işlemesi için önem arz etmektedir (Uşaklı, 2010).

1.3.2. Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi ve Kamuya Duyurulması

Borsa'ya kota ettirildikten sonra Sermaye piyasası araçları borsada işlem göremeye başlayan şirketler kamuya bildirilmesi zorunlu ve SPK tarafından istenecek finansal tablo ve raporların düzenlenmesi bakımından SPK'nın belirlediği hususlara göre Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) uygun biçimde hazırlamak ve SPK'ya bildirmek zorundadırlar. Şirketlerin ara dönem ve senelik mali tablolarını SPK'ın belirlediği zamanlarda KAP'ta ve firmaların internet sayfalarında duyurması mecburidir (Demircan, 2007).

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler mali tablolarını “Kamu Gözetimi Kurumu (KGK)”na duyurulan “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)”ye göre hazırlamaktadırlar. SPK tarafından gerekli görülmesi halinde mali tabloların raporlanmasının doğru, açık, uygulanabilir ve anlaşılabilir olması için kararlar alınabilmektedir (SPK, 2016).

1.3.3. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Bağımsız denetim, Sermaye Piyasası Kanunu mevzuat hükümleri gereğince borsada işlem gören şirketler hakkında zorunlu tutulmuştur. Bağımsız denetim şirketlerin kendi bünyelerinde bulunan denetim organları haricinde Devlet tarafından denetim için yetkilendirilen bağımsız şirketlerce denetime tabi tutulması ile denetim neticesinde düzenlenen bağımsız denetim raporunun halka ilanı süreci manasına gelmektedir. Bağımsız denetim, şirketin ilgili mevzuatta belirtilen hususlar çerçevesinde mali tabloları ve faaliyet sonuçlarını doğru ve gerçeğe uygun olarak gösterip göstermediği konusunda denetimi yapan kişi tarafından görüş bildirmesini ve mali tablolardaki bilgilerin doğru ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıttığı hakkında bir rapor hazırlamasını sağlamaktadır (Uşaklı, 2010).

Halka açık firmalar senelik ve ara dönem bağımsız denetimden geçmiş mali tablo, faaliyet sonuçları ve bunlarla ilgili alt bilgileri faaliyet dönemi sona erdikten sonra mevzuat tarafından belirlenen zamanlarda halka ilan edilmek üzere Borsa'ya iletmek zorundadır. Bu zorunluluğun ifa edilmediği yahut ek süre talep edilmediği takdirde şirketin hisse senetleri işlem yapmaya kapatılmaktadır (Altın, 2010).

1.3.4. İlişkili Taraf İşlemlerini Değerleme Yükümlülüğü

Halka açık olan şirketlerle yatırımcılar arasında yapılan çeşitli transferlerde SPK'nın "Kurumsal Yönetim Tebliği"nde işaret edilen oranların geçilmesinin olası olduğu durumlarda yapılacak işlemlerden önce SPK tarafından belirlenen kuruluşlara değerlendirme yaptırılması mecburidir (SPK, 2016).

1.3.5. Kurumsal Yönetim

Halka açık şirketler kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelere uyup uymadıkları uymamaları durumunda buna ilişkin gerekçeleri hakkında kamuya açıklamada bulunma yükümlülükleri getirilmektedir. Kamuya açıklama yükümlülüğü şirketlere kurumsal yönetim düzenlemelerine uyma zorunluluğu getirmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerinin gereğince uygulanmasının en önemli sebepleri daha fazla kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığıdır (Er, 2010).

1.3.6. Yasal Sorumluluklar

Halka arz neticesinde Borsa'da alım satımı yapılan hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıları korumak için devletler tarafından bir takım yasal sorumluluklar getirilmektedir. Enron ve Worldcom şirketlerinde yaşanan skandallar sonrasında ortaya çıkan ekonomik sıkıntılar başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere birçok ülkede yasal düzenlemeler yapma ihtiyacı oluşturmuştur. Bu kapsamda ABD'de 30.07.2002 tarihinden itibaren Sarbanes-Oxley Yasası yürürlüğe konmuştur. Ülkemizde ise SPK tarafından Seri: X NO:19 tebliğ ilan edilmiştir. Böylece şirket yöneticilerine şirket iş ve işlemlerinden dolayı daha geniş bir sorumluluk alanı oluşturulmuştur (Demircan, 2007).

1.4. Halka Arz Yöntemleri

Şirketler aşağıda yazılı olan yöntemleri kullanarak hisse senetlerini halka arz edebilmektedir.

1.4.1. Mevcut Payların Satışı Yoluyla Halka Arz

Ortaklık satışı veya portföyden satış da denilen bu yöntemde şirket ortakları borsa vasıtasıyla veya borsa dışında ellerinde bulunan hisse senetlerini halka arz edebilirler. Şirket tarafından yeni hisse senedi ihracı yapılmaması nedeniyle şirket öz sermayesinde artış olmamaktadır. Ortaklık satışının şirket bakımından neticesi, hisse sahiplerinin artması sebebiyle halka kapalı firma olmaktan çıkıp halka açık firma haline gelmesidir. Ortaklar açınsındansa firma sermayesindeki hisse miktarının düşmesi ve satış sebebiyle belli bir miktarda hasılat elde edilmesidir. Yani bu yöntemle satış sonucunda elde edilen finansman şirket sermayesine girmediğinden şirketin borç/sermaye oranında bir değişikliğe sebebiyet vermemektedir (Ölmez, 2010).

1.4.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Sermaye artırımı yoluyla halka arz yönteminde, şirketler yeni ihraç edilecek bir kısım hisse senedini ya da tamamını borsa ya da borsa haricinde satabileceği gibi, ortaklar tarafından rüchan hakkının kullanımı neticesinde de geriye kalan hisse senetlerini borsa veya borsa dışında satabilmektedir. Bu sebeple halka açık olmayan firmalar sermaye artırımı yapacakları zaman ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayabilmektedirler. Ancak şirketlerin sermayelerinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. Sermaye artırımı ile halka arz şirketin öz sermayesini artırmakta ve şirkete ilave kaynak sağlamaktadır (Gökalp, 2010).

1.4.3. Karma Yöntem

Şirketler hisse senetlerini halka arz ederken yukarıda bahsedilen her iki yöntemi de bir arada kullanabilmektedirler. Bir şirkette bir taraftan sermaye artırımına gidilerek yeni ortaklar şirkete dahil edilirken aynı zamanda diğer taraftan ortakların ellerindeki hisse senetlerinin halka arz edilmesi durumunda karma yöntem meydana gelmektedir. Karma yöntemle halka arzda, hem ortaklar hem de işletme kaynak sağlamaktadır (Ölmez, 2010).

1.5. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Halka açılmak için hisse senedi satışı yapacak olan şirketler talep toplama, borsada satış ve talep toplamaksızın satış yöntemleriyle hisse senetlerini halka arz etmektedirler.

1.5.1. Talep Toplama

Talep toplama yoluyla satış, yatırımcıların halka arz olacak hisse senedinden yapacakları alım taleplerinin aracı kurum tarafından toplanıp belirli kriterler çerçevesinde bu taleplerin değerlendirilmesi neticesinde yatırımcılar arasında paylaştırılmasına denilmektedir (Başpınar, 2008).

Talep toplama yoluyla satış yönteminde, aracı kurumlar tarafından satışa sunulan hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından SPAST'ın ekinde bulunan talep formunu doldurmaları suretiyle yatırımcı talepleri toplanır ve satışlar izahnamede belirtilen hususlar çerçevesinde gerçekleştirilir. Halka arz sadece talepte bulunanlar arasında gerçekleştirilir. Yatırımcıların talepleri halinde, forma satın almak istedikleri hisse senedi için alt sınır miktarı belirlenebilmektedir (SPAST, 2013).

Aracı kurumlar talep formları üzerinden yatırımcıların bilgilerini tespit ederler. Tespit edilen bu bilgilere göre yatırımcılar ve talepleri hakkında bir liste oluşturulur. Halka arzı planlanan hisse senetleri hakkında toplanan taleplerin tamamının karşılanması zorunluluğu bulunmamaktadır. Yatırımcılar talep toplama süreci devam ettiği süre içerisinde izahnamelerde aksine bir hüküm olmadığı müddetçe yatırım taleplerini geri çekme veya taleplerini değiştirme hakkına sahiptirler (Uşaklı, 2010).

Hisse senetlerinin halka arzı için aşağıda talep toplama yöntemleri açıklanmıştır. Aşağıda açıklanan 3 yöntemde de izahnamenin ve fiyatın tespitine ilişkin raporun yayınlanmasından sonra üçüncü günden itibaren talep toplanmaya başlanılabilir. Taleplerin toplanma süresi 2 iş gününden az ve 20 iş gününden fazla olmayacak şekilde tespit edilmektedir (BİST, 2018).

1.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit fiyatlı bir teklifte, halka arz edilecek olan hisse senetleri tüm yatırımcılara önceden aracı tarafından belirlenen tek ve değiştirilmez bir fiyatla sunulur. Yatırımcılar da karar verme kurallarına uyarak hisse başvurularını sabit bir fiyat üzerinden yaparlar. Sabit fiyat teklifleri Avusturya, Yunanistan, Finlandiya ve İspanya dışındaki tüm ülkelerde mevcuttur (Gajewski ve Gresse, 2006).

“Satışa sunulan aracın pay olması durumunda sabit bir fiyat belirlenerek talep toplanır. Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının satışında aracın niteliğine göre

uygun görülen iskonto oranı, kupon faizi oranı gibi sabit kriterler belirlenir” (SPAST, 2013).

1.5.1.2. Fiyat Aralığı İle Talep Toplama

Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, yatırımcılara halka arz fiyatı önceden söylenmemektedir. Yatırımcılardan da sadece belirlenen bir taban fiyat aralığından teklif vermeleri beklenir ve bu aralıkta verilen teklifler kabul edilir. Yapılan tekliflerin karşılığı tutarlar aracı kurumun hesabına yatırılır. Teklif verme işlemleri bittikten sonra yatırımcılardan en yüksek fiyat teklifini yapandan başlanılarak en düşük fiyat teklifini yapana kadar bütün fiyat seviyelerinde yapılan teklifler hakkında bir liste oluşturulur. Yapılan teklifler halka arz olacak miktar seviyesine geldiğinde ortaya çıkan fiyat, belirlenecek olan halka arz fiyatı oluşturmaktadır. Halka arza bu fiyatın üstündeki teklifler kabul edilmektedir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

“Fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yönteminin kullanılması durumunda tavan fiyat, taban fiyatın yüzde yirmi fazlasını aşmayacak şekilde belirlenir” (SPAST, 2013).

1.5.2. Borsada Satış

Bu yöntemde hisse senetlerinin halka arzı aracı kuruluş tarafından borsanın birincil pazarında gerçekleştirilmektedir. Hisse senetlerinin açılış fiyatı izahnamede kararlaştırılan fiyat olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılar bu yöntemde ellerindeki hisse senetlerini satabilmek için öncelikle hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesini beklemek zorundadır. Halka arz işleminde bu yöntemin kullanılması ile aynı anda daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşılabilme imkanı sağlamaktadır. Bu şekilde şirket hisseleri için daha gerçekçi fiyat oluşturulabilmektedir. Ancak şirketlerin daha şeffaf bir ortamda hisse senetlerini halk arz etmesi sebebiyle talebin yetersiz olduğu durumlarda fiyat manipülasyonu oluşabilmekte, bu da bu yöntemin bir dezavantajı olarak ortaya çıkmaktadır (Daştan, 2008).

“Borsada satış yönteminin esasları borsa tarafından belirlenir. Borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından seçilen yönteme göre satış gerçekleştirilebilir” (SPAST, 2013).

1.5.3. Talep Toplanmaksızın Satış

Şirketlerin hisse senetlerini kendileri yahut aracı kuruluş vasıtasıyla bir ihraç fiyatı tespit ederek, yatırımcılardan teklif talepleri almadan halka arz yoluyla satışlarıdır. Bu yöntemi, diğer halka arz yöntemlerini kullanma mecburiyeti olmayan şirketler kullanabilmektedir. Bu yöntemin uygulanması istenildiği takdirde yatırımcılar, mevzuatta belirtilen zaman içinde hisse senedi bedellerini belirlenen bir bankada açılan özel bir hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar (Ölmez, 2010).

1.6. Halka Arz Türleri

Şirketlerin hisse senedi halka arzları gerçekleştiği piyasaya göre birinci el piyasada halka arz, ikinci el piyasada halka arz ve bahse konu bu iki türün birleşiminden oluşan karma halka arz olmak üzere 3 türde yapılmaktadır.

1.6.1. İlk Halka Arz

Birinci el piyasaları, sermaye piyasası araçlarının doğrudan onları halka arz eden yatırımcılara bedelleri karşılığında satış sürecini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile birinci el piyasasında halka arz, fon talep edenler tarafından ihraç edilen hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarının tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyenlerin ilk kez bulunduğu piyasadır. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarının birinci el piyasalarında satışı sonucunda toplanan fonlardan halka arz edenler yararlanmaktadır. Bütün halka arzlar, bir bakıma birinci el piyasa işlemi sayılmaktadır. Bu sebepten dolayı hisse senetlerinin ilk sahiplerine ulaştırılmasına konu olan birinci el piyasasıdır. İngilterede birinci el piyasasının halka arz kavramını “Initial Public Offering (IPO)” terimi olarak açıklanmaktadır. Birinci el piyasada yapılan halka arzlardan sonra yapılan satışların neticesinde elde edilen gelirler, doğrudan halka arz edene kalmaktadır (Uşaklı, 2010).

1.6.2. İkincil Halka Arz

İkinci el piyasada halka arz, ilk defa halka arz olan hisse senetlerinin daha sonra elinde bulunduran yatırımcılar tarafından halka satıldığı piyasayı ifade etmektedir. Bu tür halka arz işlemlerine portföyden satış terimi kullanılmaktadır. Bu piyasada yapılan halka arzlarda satış neticesinde elde edilen kazanç halka arz edene kalmayıp satışı yapana kalmaktadır (SPK, 2016). Bu tür halka arz işlemlerine “Secondary Equity Offering (SEO)” denilmektedir.

SEO halka acık bir şirketin sermaye artırarak veya mevcut sermayedarların halka kapalı hisselerini halka açarak tekrar hisse ihraç etmesi demektir. Sermaye artırım durumunda yeni hisse ihraç edileceği için mevcut hissedarların payı azalır, yani hisselerde sulanma etkisi oluşur, mevcut hissedarların satması durumunda ise sulanma etkisi oluşmaz.

1.6.3. Karma Halka Arz

Şirketler halka arz işleminde, hem birinci el piyasasında gerçekleştirilen bir halka arz işleminin hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen bir halka arz işleminde beraberce bulunabilir. Mesela bir halka arz işlemi içinde, hem ortaklık satışı, hem de sermaye artırım neticesinde hisse senetlerini halka arz edilebilir. Bu türden hem birinci el piyasası işlemi niteliğinde bulunan işlemlerin, hem de ikinci el piyasası işlemlerinin bir araya gelmesi halinde, “karma halka arz” oluşmaktadır (Uşaklı, 2010).

1.7. Halka Arz Aracılık Türleri

Hisse senetlerini halka arz edecek olan şirketler aracı kuruluşlarla sözleşme yaparak belli bir fiyattan belli bir süre içerisinde en iyi gayret aracılığı, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim şeklinde halka satılması taahhüdünü yapabilmektedirler.

1.7.1. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmeleri

En iyi gayret aracılığı, Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde (Seri V, No:46 sayılı Tebliğ) 38'inci maddesi 3'üncü fıkrasında “Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını” ifade etmektedir. Bu yöntemde aracı kuruluş halka arz edilecek hisse senetlerinin satışına aracılık etmekte gerçekleştirmiş olduğu satışlarından dolayı komisyon adı altında bir aracılık ücreti almaktadır. Hisse Senetlerinin tamamının satılamaması halinde kalan kısım, satışı yapan kuruma iade edilir veya sermaye piyasası araçlarını daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılır. En iyi gayret aracılığı genelde halka arz ettiği hisse senetlerini yüklenimde bulunacak bir aracı kuruluş bulamayan ya da aracılık maliyetlerini düşük tutmak isteyen şirketler tarafından tercih edilen bir yöntemdir. Aracı kuruluşların mali yapısının güçlü olmadığı durumlarda da tercih edilebilmektedir (Sağlam, 2007).

1.7.2. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri

1.7.2.1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri

Bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri, halka arz olacak hisse senetlerinin aracı kuruluş tarafından halka arz edilip satılması, satılmayıp geriye kalan hisse senetlerinin aracı kuruluş tarafından alınmasını ifade etmektedir. Bu yöntemle halka arz eden şirket tarafından halka arz neticesinde satışı yapılmayan hisse senetlerinin aracı kuruluş tarafından alınacağı taahhüdü tümüyle satılamaması riskini ortadan kaldırmaktadır. Ülkemizde yapılan halka arzlarda bakiyeyi yüklenim genel olarak tercih edilen asıl yüklenim modelidir (Ayoğlu, 2006).

1.7.2.2. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri

Halka arz edilecek olan hisse senetlerinin halka arzdan evvel tümünün bedelinin aracı kuruluş tarafından nakden ödenerek satın alınması daha sonra halka arz edilmesini ifade etmektedir. Bu yöntemde aracı kuruluş hisse senetlerinin tamamının bedelini ödeyerek satın alması nedeniyle halka arz eden şirket halka arzdan evvel herhangi bir şekilde satış sürecine girmeden ve riske maruz kalmadan finans ihtiyacını karşılamış olmaktadır (Sağlam, 2007).

1.7.3. Karma Türler

Hisse senetlerini halka arz edecek şirketler aracı kurumlarla sözleşme serbestisi çerçevesinde, yukarıda bahsedilen sözleşme türlerinden başka karma sözleşme tipleri de yapabilmektedirler.

En iyi gayret aracılığı ile aracı kuruluş tarafından hisse senetlerinin satılmasının ve satılamayanların bir kısmının aracı kuruluş tarafından satın alınacağının taahhüt eden sözleşmelere kısmen en iyi gayret, kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri denilmektedir. Bu sözleşme tipinde halka arz eden şirket tarafından satılamayanların bir kısmı riskten arındırılmaktadır.

Halka arz olacak hisse senetlerinin bir kısmının halka arzdan evvel aracı kuruluş tarafından satın alınmasını taahhüt eden sözleşmelere kısmen en iyi gayret, kısmen tümünü yüklenim denilmektedir. Bu sözleşme ile halka arzdan evvel şirket finans ihtiyacının bir kısmını aracı kuruluş tarafından sağlamaktadır.

Bazen de aracı kurumlar tümünü yüklenim ve bakiyeyi yüklenim yöntemlerinin bir araya getirerek kısmen tümünü, kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri yapmaktadırlar.

1.8. Borsa İstanbul ve Pay Piyasaları

1.8.1. Borsa İstanbul

Borsa İstanbul (BİST) 30.12.2012 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunun 138’inci maddesine istinaden borsacılık işlemlerini yapmak üzere İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsası’nın faaliyetlerine ve tüzel kişiliklerine son verilip kendi tüzel kişiliğinde 03.04.2013 tarihinde açılmıştır.

Borsa İstanbul’un Kanunda belirtilen amacı ve faaliyet konusu; “Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veya borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir” (BİST, 2018).

1.8.2. Pay Piyasaları

Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında değişik sektörlerden şirketlerin hisse senetleri, yeni hisse senetleri alma hakları, borsa yatırım fonları, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir. Borsa İstanbul hisse senetleri piyasası yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli bir yatırım ortamı imkanı sağlamaktadır.

Hisse senetleri piyasasında yapılan işlemler elektronik ortamda alım satım sistemi vasıtasıyla fiyat ve zaman önceliğine göre “Sürekli İşlem”, “Piyasa Yapıcılı Sürekli İşlem” ve “Tek Fiyat” yöntemlerinde otomatik gerçekleşmektedir.

Pay piyasasında işlemler aşağıdaki pazarlarda gerçekleşmektedir. (BİST, 2018).

Tablo 1.1: Pay Piyasaları

PAZAR	TANIM	SEMBOL
YILDIZ PAZAR	Halka açık piyasa değeri 100 M TL'nin üstünde olan şirketler yada BIST100 kapsamındaki şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	Z
ANA PAZAR	Halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde ve 100 M TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. 25 M TL kriteri ilk defa halka arz edilen şirketler için geçerlidir ve mevcut şirketler arasında halka açık değeri 25 M TL'nin altında olup Ana Pazarda işlem gören şirket olabilir.	N
GELİŞEN İŞLETMELER PAZARI	Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, halka açık piyasa değeri 25 M TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. GİP'te 2 yıl süreyle işlem gören şirketler Yıldız ve Ana Pazara geçiş başvurusu yapabilirler.	G
YAKIN İZLEME PAZARI	Belirli gelişmelerin oluşması halinde Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'ndan çıkarılan şirketlerin paylarının Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	W
KOLEKTİF YATIRIM ÜRÜNLERİ VE YAPILANDIRILMIŞ ÜRÜNLER PAZARI	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir.	K
NİTELİKLİ YATIRIMCI İŞLEM PAZARI	Halka arz olmadan sadece nitelikli yatırımcılara ihraç yapan şirketlerin paylarının sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görebileceği pazardır.	Q
PIYASA ÖNCESİ İŞLEM PLATFORMU	Halka açık statüde olup, payları Borsada işlem görmeyen şirketlerden, SPK tarafından bu platformda işlem görmesine karar verilenlerin payları piyasa öncesi işlem platformunda işlem görecektir (eski uygulamadaki serbest işlem platformu).	S

Kaynak: BİST (2018); <http://www.borsaistanbul.com>, (Erişim Tarihi: 12.02.2018).

2. HALKA ARZLARDA GERÇEKLEŞEN ANOMALİLER

2.1. Fiyatlandırma

Halka kapalı olan firmalar finans ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senetlerini yönetim kurullarının verecekleri karara göre belirli bir oranda halka arz ederler. Bu halka arz esnasında hisse senetlerinin belirlenen satış fiyatı hisse senedinin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilmektedir.

Firmalar hisse senetlerini halka arz ederken düşük fiyatlama (under-pricing) ve yüksek fiyatlama (over-pricing) kavramları ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Firmaların hisse senetlerini gerçek değerlerinin altında halka arz etmelerine düşük fiyatlama, gerçek değerinin üstünde halka arz etmelerine ise yüksek fiyatlama denilmektedir.

Halka açılmada bir firma için en zor süreçlerden biri de hisse senetlerinin fiyatını belirlemektir. İhraç edilecek hisse senedinin fiyatı yüksek tutulduğu zaman halka arzın başarısız olabilme ve hisse senedinin piyasadan geri çekilebilme olasılığı vardır. Firmalar satışa sundukları hisse senetlerinin tamamının satılmasını istemektedirler. Bununla beraber aynı zamanda aracı kurumlar da satışına aracı oldukları hisse senetlerinin tamamını satmak istemektedirler. Firmalar ve aracı kurumlar bundan dolayı hisse senedinin gerçek değerinin altında bir fiyatla hisse senetlerini satışa sunarlar. Bu bir bakıma halka arza konu olan hisse senetlerinin sahibi olan firmalara ait riskin bedeli olarak karşılıklarına çıkmaktadır. Düşük fiyatlama, hisse senedi arz eden firma ve mevcut hisse sahiplerini için potansiyel bir kayıpla karşı karşıya bırakmaktadır.

İlk defa hisse senetlerini halka arz eden firmaların fiyat performansını incelemeye yönelik yapılan çalışmalarda hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı, yatırımcıların birincil piyasadan hisse senedi aldıklarında halka arzın ilk gününde hisse senetlerini ikincil piyasada satarak piyasa getirisinin üzerinde anormal bir getiri elde ettiklerini ortaya çıkarmaktadır (Erpek, 2006).

Literatür taramalarında halka arz üzerine yapılan çalışmalarda düşük fiyatlandırmanın varlığının araştırılması üzerine yapılmış çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmalarda Stoll ve Curley (1970), Reilly (1973), Logue (1973), Baron (1982), Chalk ve Peavy (1987), Tinic (1988), Allen ve Faulhaber (1989), Carter ve Manaster (1990), Aggarwal ve Rivoli (1990), Levis (1993), Kunz ve

Aggarwal (1994), Özer (1999), Kıymaz (2000), Durukan (2002), Ljungqvist ve Wilhelm (2003) düşük fiyatlamının var olduğu hakkında sonuçlar ortaya çıkarmışlardır.

Loughran vd. (1994) düşük fiyatlama üzerine yapmış olduğu çalışmada halka arzlarda gelişmekte olan ülkelere, gelişmiş ülkelere göre daha fazla düşük fiyatlandırma yapıldığını, ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırmanın piyasa etkinliğine zarar verdiğini, ancak düşük fiyatlandırma derecesi yüksek olan firmaların düşük olan firmalara göre halka arzda daha yüksek sermaye elde etme imkanlarının olduğunu söylemişlerdir. Bu araştırmada en yüksek %80 ortalama getiri ile Malezya İHA'larının, en düşük %4,2 ortalama getiri ile Fransa İHA'larının olduğunu tespit edilmiştir.

Chen vd. (2000) çalışmasında düşük fiyatlamının nedeni olarak üç faktör üzerine değinmişlerdir. İlki uzun süren kotasyon sürecidir. Kotasyonda meydana gelen gecikme halka arzlardaki riskin ölçüsüdür ve yatırımcılar bu belirsizliğe karşı daha fazla gelir elde etmek, ilave kazanç sağlamak için düşük fiyatlamayı talep etmektedirler. İkincisi firmaların kotasyondan sonraki zamanlarda yapacakları ikincil halka arzlarda hisse senetlerini yatırımcılara karşı daha cazip hale getirmek, daha rahat satabilmek için düşük fiyatlandırmayı tercih ederler. Üçüncüsü ise firmaların mülkiyet yapısından kaynaklanmaktadır. Yöneticilerin firmadaki mülkiyet oranlarının yüksek olması temsil maliyetlerini arttırmakta, hisse senetlerinin likiditesini de azaltmaktadır. Yatırımcılar da yüksek temsil maliyeti ve düşük likiditeye karşı düşük fiyatlandırma talep etmektedirler.

Düşük fiyatlandırmaya ilişkin literatürde yapılan araştırmalarda aşağıdaki hipotezlere yer verildiği görülmektedir.

2.1.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi

Baron (1982) ve Rock (1986) yapmış oldukları çalışmalarda ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmanın varlığını asimetrik bilgiye dayandırarak açıklamışlardır.

Baron (1982) çalışmasında, halka arz sürecinde aracı kurumların firmalardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını bu nedenle talep koşulları ve düşük fiyatlandırma yöntemi aracı kurumlar tarafından kullanılmakta olan bir teknik olduğunu söylemektedir. Baron'a göre hisse senedinin piyasa şartlarında fiyatının ne olacağını bilememesi nedeniyle fiyat hususunda kararı aracı kuruma bırakabildiğini, bu da firmanın düşük fiyatlandırma yapılmasını kabullendiğini göstermektedir. Böylece ilk

halka arzlarda firmalar aracı kuruluşu piyasa şartlarında gerekli çabayı göstermeye teşvik etmek için bir miktar düşük fiyatlandırmaya izin vermesi gerekir.

Rock (1986) çalışmasında, aracı kurum ile hisse senedini halka arz eden firmanın da hisse senetlerinin gerçek değeri hakkında bilgisi olmadığını söylemektedir. Yatırımcının da hisse senedinin gerçek değerinin bilgisini belirli bir maliyete katlanarak elde edebilmektedir. İşte düşük fiyatlandırma bilgi elde etme maliyetine katlanan yatırımcıya ilave kazanç sağlamaktadır. Bazı yatırımcıların diğer yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibi olmaları nedeniyle yüksek fiyatlı hisse senetlerini almamaktadırlar. Bilgi sahibi olmayan yatırımcılar firmanın değerlerine bakmadan teklifte bulunurken, bilgi sahibi olan yatırımcılar ise sadece belirli bir getiriye sahip olabileceklerini düşündükleri halka arzlar için teklifte bulunurlar. Kurumsal yatırımcılar ilk halka arzların tamamını kendi başına destekleyebilecek yeterli imkana sahip değildirler. Bu sebeple aracı kuruluşlar bilgi sahibi olmayan yatırımcılarında teklifte bulunmalarını isterler. Bu sebeple aracı kuruluş halka arza yeterli bilgi sahibi olmayan yatırımcıların da teklifte bulunmalarını sağlamak amacıyla yeniden fiyatlandırma yapmakta, böylece düşük fiyatlandırma ortaya çıkmaktadır.

2.1.2. Sigorta Hipotezi (Davadan Kaçınma Kuramı)

Tinic (1988) çalışmasına göre ABD’de Menkul Kıymet Yasasının yürürlüğe girmesiyle aracı kurumların halka arzlardaki sorumlulukları artmıştır. Bu yasayla halka arzlarda aracı kurumların firmaları iyi inceleme ve neticesinde kamuyu tam olarak aydınlatma zorunluluğu getirmiştir. Bu yasa yatırımcının eksik bilgilendirme nedeniyle uğrayacağı zarardan dolayı aracı kurumu sorumlu tutmaktadır. Böylece zarara uğrayan yatırımcı için aracı kuruma dava açma hakkı doğmaktadır. Açılacak bu tür davalara karşı aracı kurumlar ilk kez halka arz olan firmaların hisse senetlerinin fiyatlandırmasında doğabilecek muhtemel zararlarına karşılık düşük fiyatlandırmaya gitmektedirler. Tinic çalışmasında yasadaki sonraki halka arzlarda, yasadaki önceki halka arzlara göre daha yüksek oranda düşük fiyatlandırmanın olduğunu tespit etmiştir.

2.1.3. Sinyal Hipotezi

Welch (1989) halka arzlardaki düşük fiyatlamasının daha sonra yapılacak ikinci halka arzlarda hisse senetlerinin daha yüksek bir fiyattan satış yapılabilmesi için yapıldığını ileri sürmektedir. Firmaların hisse senetlerinin değeri hakkında daha fazla

bilgi sahibi olmaları nedeniyle stratejik davranarak daha sonra yapacakları halka arzlarda daha yüksek fiyatlandırma yaparak toplamda daha yüksek gelir edebilmektedirler. Bu anlamda ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırma yatırımcılardan gelecek tepkilere göre ilerisi için bir sinyal olmaktadır. Allen ve Faulhaber (1989)'a göre şirketlerin beklenen karlarında olumlu artışlar varken sıcak halka arzı öngörmektedir. Bu durumda aşırı düşük fiyatlandırmanın olumsuz bir seçim sorununun önüne geçebileceği için daha kaliteli şirketlerin kamuya açılmasını sağlamak için bir sinyal rol oynadığını iddia etmektedir. Düşük fiyatlandırma bilgisiz yatırımcılar için firmanın kalitesi hakkında sinyal vermektedir.

2.1.4. Spekülatif Şişkinlik (Balon) Hipotezi:

Ritter (1991) yapmış olduğu çalışmada firmaların halka arz ettikleri hisse senetlerinin fiyatlarının piyasa değerine uygun olduğunu, ancak halka arz edilen hisse senedine talebin yüksek olması halinde oluşan bir spekülasyon neticesinde piyasadan istediğince hisse senedi alamayan yatırımcıların ikincil piyasadan satın alma yoluna gitmeleri nedeniyle arz talebi aşmış, böylece hisse senedinin fiyatında geçici spekülatif bir şişkinlik oluşacağını ileri sürmüştür. Bu hipoteze göre başlangıçtaki bu yüksek pozitif getiri balonun patlamasıyla negatife düşmektedir. Lakin çalışmasında bu hipotez doğrulanamamıştır.

2.1.5. Tek Alıcı Güç Hipotezi

Ritter (1998) çalışmasında faaliyete yeni başlamış ve piyasada deneyimi olmayan firmaların halka arz sürecinde fazla pazarlık güçleri olmadığı için aracı kurumların dayattığı fiyatlandırmalara tabi olmak zorunda kaldıklarını, aracı kurumlar da piyasa şartlarını bildikleri için fazla risk almadan ve ilave maliyete katlanmadan halka arzı gerçekleştirmek için düşük fiyatlandırmaya gittikleri tezini ortaya koymuştur. İşte aracı kurumların firmaları halka arzda düşük fiyatlandırmaya ikna etmelerine tek alıcı güç hipotezi denilmektedir.

2.2. Finansal Performans Ölçümü

2.2.1. Kısa Dönem Performans Ölçümü

Halka ilk defa arz olan firmaların hisse senetlerinin ilk günkü düşük fiyatlandırmadan kaynaklanan getirisinden sonra bu getirinin devam edip etmediği

finans alanında çalışma yapanlar tarafından merak uyandırmıştır. Bu konuyla alakalı ilk defa halka arz olan firmaların ilk gün getiri performansının ölçülmesinden sonra söz konusu getirinin ilk hafta, ilk ay ve ilk üç ay gibi kısa dönemlerde de devam edip etmediği hakkında literatürde ulusal ve yabancı birçok çalışma bulunmaktadır.

Yabancı kaynaklarda yapılan incelemelerde genelde düşük fiyatlandırma ve buna bağlı olarak ilk gün getirisi üzerine araştırmalar yapıldığı görülmektedir. Bununla beraber Türkiye’de kısa dönem performans ölçümü ile ilgili Kıymaz (1996), Kıymaz (1997), Özer (1999), Kıymaz (2000), Teker ve Ekit (2003), Yalçiner (2006), Sağlam (2007), Bilgiç (2008), Daştan (2008), Ünlü ve Ersoy (2008), Altan ve Hotamış (2008), Otlı ve Ölmez (2011) ve Kurtaran (2013)’ın yapmış oldukları çalışmalarda Borsa İstanbul’da ilk defa halka arz olan firmaların ilk gün getirilerinden sonraki kısa dönemdeki performanslarını ölçmüşlerdir.

Finans literatüründe yer olan bu çalışmalara bakıldığında genel olarak ilk gün düşük fiyatlama ile elde edilen getirinin kısa vadede düştüğü ancak piyasa getirisinin üstünde getirinin devam ettiği ortaya konulmaktadır.

2.2.2. Uzun Dönem Performans Ölçümü

Hisse senetlerinin ilk gün ve kısa vadede göstermiş oldukları piyasa getirisi üzerindeki getiriyi uzun dönemde de devam edip etmediği yönünde literatürde var olan çalışmalarda ilk halka arzı takip eden 3 yıl, 36 ay boyunca hisse senedinin performansı da ölçülmektedir.

Literatür taramalarında halka arz üzerine yapılan çalışmalarda uzun dönem performans ölçümü hakkında McDonald ve Fisher (1972), Ritter (1991), Levis (1993), Loughran ve Ritter (1994), Ljungqvist (1997), Houge ve Loughran (1999), Özer (1999), Ayden ve Karan (2000), Durukan (2002), Bildik ve Yılmaz (2008)’ın yapmış olduğu çalışmalar literatürdeki öncü çalışmalardır. Bu çalışmalarda ve literatürdeki diğer çalışmalarda genel olarak kısa dönemde piyasa üzerinde getiri sağlanmakla birlikte bunun yanında uzun dönemde hisse senetlerinin piyasa getirisinin altında performans gösterdikleri ortaya konulmaktadır. Ancak Boardman ve Laurin (2000), Dewenter ve Malatesta (2001), Kim vd. (1995), Kıymaz (1997) yapmış olduğu araştırmalarda ilk halka arzlarda hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performans varsayımını reddeden tespitler ortaya koymuşlardır.

2.3. Faaliyet Performansının Ölçümü

Firmalar kar amacı gütmekte ve bu kar amacını maksimize etmek için yeni yatırımlar yapmaktadır. Bu yatırımlar için de finansman kaynağı bulmak zorundadırlar. İşte bu finansman ihtiyacı bazı firmalar tarafından halka arz ile sağlanmaktadır. Dolayısıyla halka arzın firmanın faaliyet performansındaki etkisi önem arz ettiği için birçok araştırmacı bu durumun tespiti için çalışma yapmıştır. Firmaların hisse senetlerini ilk defa halka arz ettikten sonra faaliyet performanslarının halka arzdan etkilenip etkilenmediğini, etkilendi ise bunun ne yönde olduğu hakkında literatürde var olan çalışmalarda finansal performans ölçümü sonrasında 3 yıllık dönem halinde faaliyet performansının da ölçümü yapılmıştır.

Jain ve Kini (1994), Cai ve Wei (1997), Mikkelson vd. (1997), Pagano vd. (1998), Chui vd. (2001), Chi ve Padget (2006), Balatbat vd. (2006), Kurtaran ve Er (2008), Bulut (2008) firmaların halka arz sonrası faaliyet performansları hakkında çalışmalar yapmışlardır.

Bu ve literatürdeki diğer çalışmalarda genel olarak firmaların halka arz olduktan sonraki faaliyet performanslarında halka arzdan önceki duruma göre düşüş olduğu görülmektedir. Bunun sebeplerinden biri firmaların halka arz esnasında tüm hisse senetlerinin satışının yapabilmek için halka arzdan önceki dönemlere ait bilançolarını düzelterip yatırımcılara karşı firmanın durumunu iyi ve karlı bir firma olduğunu göstermek istemelerinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir (Teoh vd., 1998).

3. LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Finansal Performans Üzerine Yapılan Çalışmalar

3.1.1. Yurtdışından Çalışmalar

McDonald ve Fisher (1972) Amerikan hisse senedi piyasasında 1969-1970 yıllarında halka arz edilen 142 hisse senedinin fiyat performansını, ilk haftadaki performansı (%28,5), ilk haftadan sonra bir yıla kadar olan sürecin performansı (%-18,1), ilk aydaki performansı (%34,6), ilk ayın bitiminden bir yıla kadar olan sürecin performansı (%-19,8) ve ilk yıldaki performans (%-3,2) olmak üzere beş dönem halinde incelemişlerdir. Araştırma sonucunda halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin ilk zamanlarda piyasanın üzerinde bir getiri sağlamış olsa da daha sonraki süreçte hisse senetlerinin bu durumu koruyamadığı gözlemlenmiştir.

Ibbotson (1975) tarafından 1960-1969 yılları arasında New York Borsası'nda halka arz edilen 120 hisse senedi üstünde yapılan araştırma sonucunda ilk gün getirisinin %11,4 olduğu, araştırma kapsamındaki hisse senetleri verimliliği ile borsa verimliliği arasında önemli bir farkın olmadığı, halka arzın birinci yılının sonunda hisse senetlerinin performansının pozitif, daha sonraki yıllarda ise negatif olduğu, beşinci yılın sonundan itibaren performansın tekrar pozitif yönlü olduğu gözlemlenmiştir.

Aggarwal ve Rivoli (1990)'ın yapmış olduğu çalışmada New York Borsası'nda halka arz edilen 1598 hisse senedinin performansı araştırılmıştır. Araştırma sonucunda kısa dönem finansal performans ortalamasının %10,7 olduğu gözlemlenmiştir. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin finansal performansının birinci yıl pozitif olurken, ikinci yıldan itibaren negatif olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumun sebebinin ise halka arz edilen hisse senedi miktarı, halka arz fiyatı, zamanlama ve aracı kuruluşun niteliklerine bağlı olduğunu, uzun vadede düşüşün düşük fiyatlandırmadan kaynaklandığını söylemişlerdir.

Ritter (1991), Amerika borsalarında 1975-1984 yılları arasında ilk defa halka arz olan 1526 hisse senedi üzerinde hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını incelemiştir. Hisse senetlerinin günlük ortalama anormal getirisinin %14,3 olduğu, ancak bu firmaların benzer firmaların getirilerine göre düzeltilmiş anormal getirilerinin üç yılın sonunda %-29,1 olduğuna ulaşılmıştır. Çalışmasında uzun dönemde hisse senetlerinin ilk günde elde ettikleri anormal pozitif getirilerini

koruyamadıklarını, 36 aylık dönemde getirilerin beşinci aydan itibaren negatif değerlere ulaştığını ve 36. aya kadar bu şekilde devam ettiğini söylemiştir. Ritter düşük fiyatlama olgusunun uzun dönem için geçerli olamayacağını ve halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem itibarıyla düşük performans gösterdiklerini ortaya koymuştur.

Aggarwall vd. (1993) Brezilya (62 firma), Şili (36 firma) ve Meksika'da (44 firma) halka arz olan firmalar üzerine yapmış oldukları çalışmada düşük fiyatlama olgusunu kısa ve uzun dönemde araştırmışlardır. Araştırma sonucunda Brezilya borsasındaki ilk günlük getirilerin %78,5, Şili borsasındaki getirilerin %16,7 ve Meksika borsasındaki getirilerin %2,8 olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönemde ise ortalama getirilerin Brezilya'da %-47, Şili'de %-23,7 ve Meksika'da %-19,6 olduğu gözlemlenmiştir. Araştırma sonucunda uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır.

Loughran ve Ritter (1995), Amerika menkul kıymetler borsalarında 1970-1990 yılları arasında halka arz olan 4753 firma üzerinde yapmış oldukları çalışmada firmaların halka arzdan sonraki 5 yılını kapsayan dönemde aynı endüstride faaliyet gösteren benzer özellikli firmalara göre daha düşük performans gösterdiklerini belirtmişlerdir.

Houge ve Loughran (1999), Amerika menkul kıymetler borsalarında 1983-1991 seneleri arasında ilk defa halka arz olan 393 bankanın hisse senetlerinin halka arz sonrası 5 yıllık performansı üzerine inceleme yapmışlardır. İnceleme neticesinde ilk gün getirilerinin (%6,4 oranında) pozitif olmasına rağmen uzun dönemde getirilerinin (%-21,4 oranında) negatif olduğu gözlenmiştir.

Ritter ve Welch (2002), Amerika menkul kıymet borsalarında 1980-2001 seneleri arasında halka ilk defa arz olan 6249 firmaya ait hisse senedinin ilk gün ve üç yıl sonundaki getirileri incelemiştir. Yapılan inceleme neticesinde bu firmalara ait hisse senetleri %18,8 oranında ilk gün getirisine sahip olurken üç yılsonundaki piyasaya göre yeniden düzenlenmiş ortalama getirinin %-23,4 oranında yüksek bir negatif değere ulaştığını, halka arz olan firmaların ilk gün getirilerinin yüksek ancak uzun dönemde düştüğünü hatta negatif değere ulaştığını söylemişlerdir.

3.1.2. Türkiye’den Çalışmalar

Kıymaz (1997), 1990-1995 yılları arasında İMKB’de halka ilk defa arz olan 88 sınai firmasına ait hisse senetlerinin uzun dönemdeki performanslarını incelemiştir. Yapılan bu inceleme neticesinde; ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlamanın var olduğu ve düşük fiyatlamanın etkisinin uzun dönemde de devam edip piyasa getirisi üzerinde bir getiri sağlandığı sonucuna ulaşmıştır.

Kıymaz (2000), İMKB’de 1990-1996 yılları arasında halka ilk defa arz olan 163 firmanın ilk gün getirisi ile ilk gün getirisini etkileyen faktörler üzerine çalışma yapmıştır. Çalışma neticesinde, Türkiye halka arz piyasasında ilk işlen gününde anormal getiri olduğu, tüm örneklem için %13,06 oranında, sanayi sektörü için %12,2 oranında, finansallar sektörü için %15,3 oranında, diğerleri için %18,5 oranında bir getiri olduğu gözlemlenmiştir. İlk gün getirisini etkileyen faktörlerin firma büyüklüğü, halka arz esnasında borsanın yükselmesi ve ihraç edilen firmanın mülkiyet yapısı olduğu söylenmiştir.

Ayden ve Karan (2000), yapmış oldukları çalışmada 1992-1995 yılları arasında İMKB’de halka ilk defa arz olan 70 firmanın uzun dönem fiyat performansı üzerine araştırmaya yapmışlardır. Araştırma sonucunda genelde anormal getirilerin istatistiki olarak anlamlı bulunmadığını, ancak halka arz sonrası onbirinci ayda ucuz hisse senedinin varlığı olgusunun istatistiki olarak anlamlı olduğu gözlemlenmiştir. Bununla beraber uzun dönemde anormal getiriler elde etmek üzere yapılacak yatırım stratejilerinin doğru olmadığı söylenmiştir.

Durukan (2002), araştırmasında İMKB’de 1990-1997 yılları arasında halka ilk defa arz olan 173 firmanın hisse senetlerinin ilk gün getirileri, kısa vadeli ve uzun vadeli getirileri üzerine analiz yapmıştır. Yapılan araştırma sonucunda; %14,6 oranında ilk gün getirisinin var olduğu, uzun vadeli getirilerin kısa vadeli getirilerle negatif ilişkili olduğu, halka arzların uzun vadede düşük performans göstermediği söylenmiştir.

Sevim ve Akkoç (2006), İMKB’de 1990-1999 yılları arasında ilk defa halka arz olan 185 hisse senedi üzerinde uzun vadede ucuz fiyat olgusunu test etmişlerdir. Analiz sonucunda halka arz edilen hisse senetlerinden ilk gün elde edilen getirilerin sonraki aylarda kaybedildiği, uzun vadede yatırımcılara piyasa getirisinin altında bir getiri sağladığı, söz konusu hisse senetlerinin 3 yıllık performanslarının birikimli ortalama anormal getirilerinin % -15,26 oranında olduğunu söylemişlerdir.

Ünlü ve Ersoy (2008), İMKB’de 1995-2008 yılları arasında ilk defa halka arz olan 112 firma verileri ile düşük fiyatlamamanın olup olmadığı, kısa dönem performansın ölçülmesi ve düşük fiyatlama ile kısa dönemki performansa etki eden faktörler üzerine araştırma yapmışlardır. Araştırma neticesinde İMKB’de düşük fiyatlamamanın var olduğu, ilk halka arzlarda kısa dönemde piyasaya göre yüksek performans olduğu tespit edilmiştir. Bunun sebebi olarak yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin günlük alım satım stratejileri ve satın al ve elde tut stratejilerinden kaynaklı olduğu ve halka arz şekli, satış yöntemi ile firma yaşının düşük fiyatlamayı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yirmi yaşından büyük firmalar ile sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan firmalarda düşük fiyatlamamanın daha fazla yapıldığı söylenmiştir.

Tükel (2010), İMKB’de asimetric enformasyon kavramı çerçevesinde hisse senetlerinin düşük fiyatlama olgusu ile uzun dönemli performansları arasındaki ilişkiyi İMKB’de 2000-2007 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 42 firma verileri üzerinde test etmiştir. Uzun dönem performansı 36 aylık dönem olarak olay çalışması yöntemi kullanmıştır. Firmalar İMKB’de ilk defa halka arz edilen hisse senetlerini düşük fiyatlama yoluyla piyasaya aslında bir nevi bilgi sundukları dolayısıyla da düşük fiyatlamamanın beraberinde getirdiği normal üstü getirilerin 36 ay kapsamında ele alınan dönemde de varlığını sürdürdüğü sonucuna ulaşmıştır.

Kırkulak (2010), İMKB’de 1995-2004 yılları arasında ilk defa halka arz olan 150 firmanın uzun dönem performansı üzerine analizler yapmıştır. Araştırmalar sonucunda ilk gün getirisinin ortalama %8,26 oranında olduğu ve sektör bazında bakıldığında ise en yüksek ortalama ilk gün getirisinin elektrik ve mali kuruluşlar sektörlerinde olduğu gözlemlenmiştir. Kısa dönemde pozitif getirinin var olduğunu, uzun dönemde ise hisse senedi performanslarının düşük ve negatif olduğu gözlemlenmiştir. Sektörel bazda bakıldığında ise toptan ve perakende sektörü ile elektrik sektöründe yatırımcıların uzun dönemde pozitif ve yüksek gelir elde ettikleri diğer sektörlerde ise vade uzadıkça uzun dönemli getirilerin negatif ve aşırı düşük olduğu gözlemlenmiştir. En düşük getirinin ise imalat ve mali kurumlar sektörlerinde gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Otlı ve Ölmez (2011), İMKB’de 2006/Ocak-2011/Haziran döneminde halka arz olan 53 firmanın hisse senetleri üzerinde kısa dönemde düşük fiyatlama olgusu ve bu düşük fiyatlamaya neden olabilecek faktörleri araştırmıştır. Araştırma neticesinde hisse senetlerinin ilk işlem gününde %6,99 oranında ortalama getiri sağladığı, 21 işlem

gününün sonunda %8,6 oranında ortalama getiri sağladığını ve böylece kısa dönemde düşük fiyatlamamanın geçerli olduğunu tespit etmişlerdir.

Kurtaran (2013) İMKB’de 1994-2003 yılları arasında ilk defa halka arz olan 205 firmada düşük fiyatlama düzeyi, uzun dönem finansal performansları ve düşük fiyatlama ile uzun dönem performans arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda genel olarak düşük fiyatlamamanın var olup ortalama %8,32 oranında olduğu, uzun dönemde düşük getirinin olduğu ve düşük fiyatlandırılan hisse senetlerinin uzun dönemde daha yüksek performans gösterdikleri söylenmiştir.

Yıldırım ve Dursun (2015), Borsa İstanbul’da 2004-2014 yılları arasında ilk defa halka arz olan 110 firma verileri üzerinde ilk gün düşük fiyatlamamanın olup olmadığını incelemiştir. Firmaların faaliyet gösterdikleri sektörler, aracı kuruluşlar tarafından kullanılan halka arz şekli ve yöntemleri bakımından ayrı ayrı incelemiş ve gruplar arasında anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma neticesinde BIST’te ilk halka arzlarda ilk gün yüksek getirinin var olduğu, sektörel bazda bakıldığında mali kuruluşların, halka arz yöntemi açısından ortaklık satışı, aracılık şekli bakımından kısmen bakiyeyi yüklenim şeklini kullanan firmalarda ilk gün getirisinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.2. Faaliyet Performansı Hakkında Yapılan Çalışmalar

3.2.1. Yurt Dışından Çalışmalar

Jain ve Kini (1994), çalışmalarında 1976-1998 yılları arasında Amerika’da halka ilk defa arz olan 682 firma üzerinde yapmış oldukları çalışmada halka arz yılından 1 yıl öncesinde başlayıp 6 yıl sonrasına kadar firmaların faaliyet performanslarındaki değişimler üzerine araştırma yapmışlardır. Satışlarda artış ve sermaye giderlerinde azalma olmasına rağmen halka arz sonrasında firmaların faaliyet performanslarında düşüş olduğunu ve firmaların halka arz öncesindeki karlılık seviyelerini sürdüremediğini tespit etmişlerdir. Halka arz olan firmalar kar marjlarını halka arz öncesindeki seviyelerin ötesine geçeceği beklentisiyle fiyatlandırma yaparken gerçekte karlılığın zamanla azaldığını tespit etmişlerdir.

Cai ve Wei (1997), Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında 1971-1992 yılları arasında ilk defa halka arz olan 180 firma verilerinde yapmış oldukları çalışmada halka arz sonrasında faaliyet performanslarında düşüş olduğu saptanmıştır. Firmaların faaliyet

performanslarının halka arzdan önceki yıl zirveye çıktığı daha sonra kötüleştiğini, toplam aktiflerdeki değişme oranı ile firma performansı arasında ilişki olduğunu, diğer değişkenlerle bir ilişki olmadığını, ancak toplam aktiflerdeki büyüme ne kadar olursa olsun halka arz sonrasında karlılığın azaldığını söylemişlerdir. Ancak firmaların halka arz sonrasında performans düşüklüğü göstermesinin yönetici/sahiplerin halka arz sonrasında ellerinde tuttıkları hisse seviyesi ile ilgili olmadığını söylemişlerdir.

Loughran ve Ritter (1997), Amerika menkul kıymetler borsalarında 1979-1989 yılları arasında halka arz olan 1338 firma üzerinde yapmış oldukları çalışmada, firmaların faaliyet performanslarının halka arz sonrasında düşüşe geçtiğini, ancak halka arz sonrasında bazı firmaların diğer firmalara nispeten faaliyet performanslarının yüksek olduğunu söylemişler ve bunun sebebinin de firmaların halka arzdan önce kapital harcamalarında artış göstermiş olmalarına bağlamışlardır.

Mikkelsen vd. (1997), Amerika menkul kıymetler borsalarında 1980-1983 yılları arasında halka arz olan 283 firma üzerinde yapmış oldukları araştırmada halka arz neticesinde meydana gelen mülkiyet durumundaki değişiklik ile işletme performansı arasında oluşan bir alakaya rastlamamışlardır. Bununla beraber örneklem içinde yer alan firmaların yaşı ve büyüklükleri ile işletme performansı arasında bir alaka olduğunu söylemişlerdir.

Pagano vd. (1998), 1988-1992 yılları arasında İtalyan Borsası'nda halka açılan 2181 firma üzerinde yapmış oldukları çalışmada halka arz sonrasında firmaların yüksek ciro elde ettiklerini, yatırım ve karlılığın azaldığını söylemektedirler.

Napompech (2002), 1980-2000 yılları arasında halka arz olan sigorta şirketlerinin faaliyet performansı üzerine araştırma yapmıştır. Yapmış olduğu araştırma neticesinde halka arzdan sonra firmaların yükümlülüklerini yerine getirme performanslarının ve firmaların genel performanslarının pozitif yönde etkilendiğini böylece firmaların performanslarının genel olarak geliştiğini söylemiştir.

Balatbat vd. (2004), Avustralya'da 1976-1993 yılları arasında ilk defa halka arz olan 313 şirket üzerinde yaptıkları araştırmada, halka arz sonrasında firmaların faaliyet performanslarının halka arz olmayan firmalara göre düştüğünü, bu düşüşe yönetici sahiplik düzeyindeki değişikliğin sebep olduğunu söylemektedirler.

Coakley vd. (2004), Londra Borsası'nda 1985-2000 yılları arasında halka arz olan 568 firma üzerinde yapmış oldukları araştırmada, halka arz olan firmaların halka

arzdan sonraki yıllarda halka arzdan önceki yıla göre faaliyet performanslarının önemli ölçüde düşüş gösterdiğini, halka arz sonrası işletme getirilerinde de düşüş olduğunu saptamışlardır.

Wang (2005), 1994-1999 yılları arasında Çin’de halka arz olan 747 firma üzerinde yaptığı araştırmada, halka arz sonrasında firmaların faaliyet performanslarında düşüş tespit etmiş ve yasal sahiplik ve performans değişikliği arasında bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Chi ve Padget (2006), Çin’de 1996 ve 1997 yıllarında halka arz edilen 320 firma üzerinde yapmış oldukları araştırmada, düşük fiyatlamanın halka arz sonrasında işletme performansı hakkında tahminde önemsiz olduğunu, yatırımcıların karar verirken alacakları hisse senedinin değeri hakkında önceden performans ölçümleri yaptıkları için firmaların halka arzdan önce işletme performanslarını geliştirmelerinin faydalı olduğunu söylemişlerdir.

Wong (2012), 1991-2000 yılları arasında Hon Kong Borsası’nda ilk defa halka arz olan 418 firmanın faaliyet performansı üzerine araştırma yapmıştır. Çalışmasında halka arz olan firmaları hisse senetlerinin halka açıldığı yılda ve önceki yılda faaliyet performansının yüksek olduğunu, lakin daha sonra ikinci yıldan itibaren karlılık ve verimlilikte yüksek oranlarda düşüşler yaşandığını söylemiştir.

3.2.2. Türkiye’den Çalışmalar

Karamustafa (2000) tarafından 1985-1999 yılları arasında çimento sektöründe faaliyet gösteren 24 firmanın finansal ve faaliyet verilerini kullanarak özelleştirme öncesi 5 yıllık ve özelleştirme sonrası 5 yıllık dönemdeki faaliyet ve finansal performanslarını karşılaştırarak analiz etmiştir. Çalışma neticesinde; firmaların özelleştirme öncesine göre kapasite kullanım oranları ve net dönem karlarında özelleştirme sonrasına göre anlamlı bir farkın olmadığı ve yatırım miktarları ve üretim seviyelerinde istatistiki olarak anlamlı bir değişim olduğu gözlemlenmiştir.

Aydın vd. (2007), 2003-2004 yıllarında İMKB’de işlem gören ve mülkiyet yapısında yabancı payına sahip 52 firma ile yabancı payına sahip olmayan 259 firmanın faaliyet performansı üzerine karşılaştırmalı analiz yapmışlardır. Yapılan çalışma neticesinde yabancı payına sahip firmaların diğer firmalara göre daha yüksek faaliyet performansı gösterdiği tespit edilmiştir. Bunun sebebine ilişkin mülkiyet yapısında

yabancı payı olan firmaların daha kurumsal yönetildiğini ve şirket değerlerini azaltan yönelimlerden kaçınılması olduğunu, ayrıca yabancı payı olan firmaların yeni teknolojileri şirketlere transfer ederek maliyet avantajı sağlamasından kaynaklandığını söylemişlerdir.

Bulut (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1992-2000 döneminde ilk defa halka arz edilen 175 firma üzerinde yaptığı çalışmada, gelişen piyasalardan olan İMKB'de firmaların halka arzında etkin olan yatırım bankalarının itibarının firmaların halka açılmasından sonra işletme performansları üzerinde pozitif ya da negatif bir yönde tesir ettiği hakkında istatistiki olarak anlamlı bir tespit yapılamadığını söylemiştir.

Kurtaran ve Er (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1992-2000 yılları arasında ilk defa halka arz olan 175 firma verileri üstünde yapmış oldukları çalışmada; halka arz sonrasında firmaların halka arzdan önceki faaliyet performanslarını göstermediklerini, halka arz sonrası oluşan yönetici/malik seviyesi ile halka arzdan sonraki işletme performansı arasında bir alaka olmadığını, halka arz sonrası işletme performansı ile düşük fiyatlama arasında bir alaka olmadığını söylemişlerdir.

Bulut vd. (2009), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1992-2000 yılları arasında halka arz edilen 205 şirket verileri üzerinde yönetimde söz sahibi olan hisse sahiplerinin kısa dönem finansal performansı ve uzun dönem işletme performansı üzerinde tesiri olup olmadığını araştırmışlardır. Yapılan araştırma neticesinde; şirket ortaklarından yönetimde söz sahibi olanların fazla olduğu firmaların diğer firmalara göre halka arz öncesine nispetle daha yüksek performans gösterdikleri, asimetrik bilgi teorisi ile mutabık olarak ortakların yönetimde daha çok söz sahibi olduğu firmalarda halka arzlarda daha isabetli fiyatlandırma yapıldığı, ortakların daha çok söz sahibi olduğu firmaların halka arzdan sonra diğer firmalara göre araştırma kapsamındaki süre içerisinde çoğu zamanda daha iyi performans gösterdiği söylenmiştir.

Çelik (2016), tarafından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2002-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 56 firmada yapılan araştırmanetcesinde, halka azrdan sonra firmaların işletme performanslarında düşüş olduğu, ikinci yılda düşüşün en yüksek seviyeye ulaştığı, üçüncü yıldan itibaren iyileşme ve pozitif yönlü bir hareketlenme olduğu, lakin bu iyileşmelerin halka arz öncesindeki düzeylere ulaşamadığı söylenmiştir. Bütün faaliyet performansı göstergeleri içerisinde en fazla düşüşün öz sermaye karlılığında olduğu söylenmiştir.

4. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

4.1. Veri Seti

Bu araştırmada Borsa İstanbul'dan elde etmiş olduğumuz verilerle BİST'te 2010-2016 yılları arasında ilk defa halka arz olan 111 şirketin hisse senetlerinin finansal performansı ile faaliyet performansı ölçülmeye çalışılmıştır. Yıllar itibariyle halka arz olan şirketlerin dağılımı Tablo 4.1'de gösterilmiştir. SPK veri bankası 2010 yılı öncesini kapsamadığı için veri başlangıç yılı olarak 2010 yılı seçilmiştir. KAP'tan en son 2017 yılına ait veriler temin edilebildiği ve halka arz sonrası en az bir yıl işletme performansının ölçülmesini sağlayabilmek için zorunlu olarak örneklem seçimi 2016 yılı ile sınırlandırılmıştır.

Tablo 4.1: Yıllara Göre İlk Defa Halka Arz Edilen Şirket Sayısı

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Şirket Sayısı	22	27	25	18	13	5	1

Şirketlerin halka arz öncesi ve halka arz sonrası finansal bilgileri ile ve diğer gerekli bilgileri KAP'tan temin ettiğimiz izahnamelerden, bağımsız denetim raporlarından ve BİST'ten elde edilen verilerden sağlamış bulunmaktayız. Finansal performansın ölçümünde araştırma kapsamındaki 111 şirketten 1 şirketin finansal verileri temin edilemediği için 110 şirketin performans ölçümü yapılmıştır. Faaliyet performansının ölçümünde ise araştırma kapsamına alınan 111 İHA'dan 8 tanesinin finansal şirket, 13 tanesinin gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) şirketi olması ve bu şirketlerin araştırma kapsamındaki diğer şirketlere göre farklı mali tablolar kullanmaları nedeniyle bu 21 şirket araştırma kapsamı dışında tutulmuş ve geriye kalan 89 İHA üzerinde araştırma yapılmıştır. Ancak yine 7 şirketin de mali tablolarına ulaşamadığı için faaliyet performansının ölçümünü 82 şirket üzerinden yapılmıştır. Araştırmanın kapsadığı zaman süresinde bir firmanın borsadan çıkabileceği ve sonraki yıllarda örneklem büyüklüğünde değişime neden olabileceği için yıldan yıla şirket sayısında değişiklik olabilmektedir. Sektöre ayarlanmış faaliyet performansını ölçmek üzere kullanılan kontrol şirketi grupları finansal şirketler hariç tutularak oluşturulmuş ve bu şirketlerin verileri KAP'tan elde edilen bağımsız denetim raporlarında yer alan mali tablolardan elde edilmiştir. Yapılan elemeler neticesinde araştırma kapsamındaki şirketlerin seçim aşamaları ve veri kaynakları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4.2: Veri Seçim Aşamaları

Veri Seçim Aşamaları	Veri Kaynağı	N
2010-2016 yılları arasındaki İHA popülasyonu	SPK	111
Finansal performans araştırması yapılacak İHA'lar	BİST Datastore	110
(Hariç) Finansal şirketler	İzahname	8
(Hariç) GYO	İzahname	13
Geriye kalan İHA'lar		89
(Hariç) Mali tablolarına ulaşılamayanlar	KAP	7
Faaliyet performansı İHA örnekleme	KAP	82

4.2. Finansal Performans Ölçümü

Bu çalışmada ilk halka arzlarda finansal performans ölçümü yapılırken akademik araştırmalarda en çok kabul gören kümülatif getiriler yöntemi ile satın al ve elde tut yöntemi kullanılacaktır.

Kümülatif getiriler yöntemi, borsada işlem gören bir hisse senedinin fiyatında gerçekleşen değişimlerin hisse senedi üzerindeki tesirini ölçmek amacıyla uygulama alanı bulan, hisse senedinin reel getirisi ile istenen getirisi arasındaki alakayı anlamlandıran bir uygulamadır (Mandacı, 2003). Kümülatif anormal getiri ise yatırıma yönlendirilmiş belirli bir hisse senedinin yahut hisse senedi bazlı yatırım portföyünün belirlenen süre zarfı içerisindeki tüm anormal getirilerinin toplamı anlamına gelmektedir.

Satın al ve elde tut yöntemi; yatırımcının borsadan satın aldığı hisse senetlerini piyasada oluşan dalgalanmaları göz ardı ederek belli bir süre portföyünde bulundurmasıdır. Bu şekilde insiyatif kullanan yatırımcı hisse senetlerini doğru ve realist olarak seçmekte ve borsada kısa dönemde meydana gelebilecek iniş çıkışlar ve teknik göstergelerle ilgilenmemektedir (Kurtaran, 2013).

Bir hisse senedinin yahut birkaç hisse senedinden oluşan yatırım sepetinin getirisinin borsa endeksinde meydana gelen dalgalanmalar ve hareketler göz önünde bulundurularak yeniden düzenlenmesi neticesinde hesaplanan getiriye anormal getiri, başka bir ifade ile düzeltilmiş getiri de denilmektedir.

Bu çalışmada standart olay çalışması prosedürü kullanarak İHA sonrası hisse senetlerinin “Kümülatif Anormal Getirileri (Cumulative Abnormal Return, CAR)” ile “Satın Al ve Elde Tut Ham Getirileri (Buy and Hold Return, BHR)” ve “Satın Al ve Elde Tut Anormal Getirileri (Buy and Hold Abnormal Return, BHAR)” hesaplanacaktır. Ritter (1991)’i takiben borsada işlem görülen ilk gün/ay “0” olarak kabul edilmiş, uzun dönem olarak da bu başlama noktasından sonra gelen 36 ay olarak kabul edilmiştir. Çalışmada bir ay borsadaki ikinci işlem gününden başlayarak birbirini takip eden 21 işlem gününü ifade etmektedir. Buna göre birinci ay 2-22 işlem günü, ikinci ay 23-43 işlem günü, üçüncü ay 44-64 işlem günü şeklinde sıralanmaktadır.

Hesaplamalarımızda ve yapılan karşılaştırmalarda BIST Tüm Hisse Senedi Endeksi piyasa kriteri olarak kullanılmaktadır. Kullanmış olduğumuz modelin alfa (α) ve betası (β) Ritter (1991) ve MacKinlay (1997)’de olduğu gibi sırasıyla 0 ve 1 olarak belirlenmiştir. Araştırma konusu her (t) ayında (i) firması için aylık anormal getirilerin (AR) hesaplaması Eşitlik 4.1’de gösterildiği şekildedir.

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - (\alpha_{i,t} + \beta_i m_{i,t}) \quad (4.1)$$

$r_{i,t}$ ve $m_{i,t}$ firma ve piyasanın finansal getirileridir. Kümülatif anormal getirilerin (CAR) hesaplaması Eşitlik 4.2’de gösterildiği şekildedir.

$$CAR_T = \sum_{t=0}^{12,24,36} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (r_{i,t} - m_{i,t})}{N} \right] \quad (4.2)$$

Satın al ve elde tut ham getirilerinin (BHR) ve satın al ve elde tut anormal getirilerinin (BHAR) hesaplaması Eşitlik 4.3’te ve 4.4’te gösterildiği şekildedir.

$$BHR_T = \frac{\sum_{i=1}^N \prod_{t=0}^{12,24,36} (1 + r_{i,t})}{N} \quad (4.3)$$

$$BHAR_T = \frac{\sum_{i=1}^N \left[\prod_{t=0}^{12,24,36} (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=0}^{12,24,36} (1 + m_{i,t}) \right]}{N} \quad (4.4)$$

Uzun dönemli olay çalışmalarındaki performans ölçümleri, Kothari ve Warner (1997) ve Lyon vd. (1999)'nin de söylediği gibi zayıf test yöntemlerinin kullanılması nedeniyle çeşitli ön yargılara maruz kalmaktadır. Bu konuları ele almak için şirketlerin 36 aylık test süreci sonrasında hayatta kalmaları halinde şirketlerin performansını ölçmek için örneklemdaki şirketler aylık olarak yeniden dengelenmeye tabi tutulmaktadır. İşte bu prosedür gereği BİST'te işlem gören bir firmanın borsadan çıkarıldığı ayda karşılaştırılma sona ermektedir.

4.3. Faaliyet Performansının Ölçümü

4.3.1. Performans Ölçümünde Kullanılan Rasyolar

Faaliyet performansının ölçülmesinde; Jain ve Kini (1994), Loughran ve Ritter (1997), Pagano vd. (1998), Kurtaran ve Er (2008), Bulut vd. (2009) ve Çelik (2016)'ın çalışmalarında ilk halka arzların faaliyet performanslarının ölçümünde kullanılan rasyolar bu çalışmada da kullanılmakta olup verimlilik ölçümü için “Aktif Karlılığı (Return on Assets, ROA)”, “Öz Kaynak Karlılığı (Return on Equity, ROE)”, “Aktif Devir Hızı (Asset Turnover, AT)” ve “Kaldıraç (Leverage, LEV)”, likidite ölçümü için “Cari Oran (Current Ratio, CR)” kullanılmaktadır. Ayrıca bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak “Nakit Karlılık Oranı (Cash Return on Assets, CROA) da kullanılmaktadır.

Aktif karlılığı (ROA); halka arz öncesine göre firmaların varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığını, toplam varlıklarına göre ne kadar karlı olduğunu ve halka arzdaki elde etmiş olduğu nakit varlığı etkin kullanıp kullanmadığını ölçmekte kullanılacaktır. Özkaynak karlılığı (ROE), halka arz öncesi ile halka arz sonrasında sermaye yapısında meydana gelen değişikliklik firmanın karlılığında ne kadar etki ettiğini ölçmekte kullanılacaktır. Cari oran (CR), halka arz sonrasında elde edilen varlığın firmanın borçlarına mı yönlendirildiği veya firma faaliyetlerinde mi kullandığını ölçmekte kullanılacaktır. Aktif devir hızı (AT), halka arzın firmanın satışlarına etki edip etmediğini ve firmanın faaliyet kapasitesini ne oranda kullandığını ölçmekte kullanılacaktır. Kaldıraç (LEV); halka arzdaki elde edilen gelirlerin borçların ödenmesinde kullanılıp kullanılmadığı, halka arz öncesi ve halka arz sonrasına göre varlıklar ve borç dengesini ölçmekte kullanılacaktır. Nakit karlılık oranı (CROA) ise gelir tablosundan hesaplanan aktif karlılığına alternatif olarak kullanılmaktadır.

Tablo 4.3: Analizde Kullanılan Rasyolar ve Hesaplama Yöntemleri

Kodu	Rasyo	Hesaplama Yöntemi
ROA	Aktif Karlılığı	Faaliyet Karı/Toplam Aktifler
ROE	Özkaynak Karlılığı	NetKar/Özsermaye
CR	Cari Oran	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
AT	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Toplam Aktifler
LEV	Kaldıraç	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler
CROA	Nakit Karlılık Oranı	Faaliyet Nakit Akışları/Toplam Aktifler

4.3.2. Performans Ölçümünde Kullanılan Modeller

Barber ve Lyon (1996) çalışmalarında faaliyet performansı ölçümü üzerine seviye ve değişim modelleri olarak sınıflandırarak 9 model geliştirmişlerdir. Seviye modelleri şirketin zaman içerisindeki performansını ölçerken değişim modelleri ise bir zaman diliminde şirketin endüstri içerisindeki performansını ölçmektedir. Modellerden elde edilen sonuçlar değişim modellerinin seviye modellerine göre daha güçlü ölçümler yaptığını ve firmaların olay öncesi performanslarla eşleştğinde iyi bir model belirlenebildiğini göstermektedir. Biz de bu çalışmada bu 9 modelden bazılarını kullanarak şirketlerin faaliyet performansını ölçmeye çalışacağız. Kullanacağımız ilk model şirketin zaman içindeki faaliyet performansının değişimini halka arz öncesindeki medyana (gecikmeli firma performansı) göre ölçmektedir. Bu Barber ve Lyon (1996)'ın model 9'una karşılık gelmekte ve hesaplaması Eşitlik 4.5'te gösterildiği şekildedir.

$$OP_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1}, \quad (4.5)$$

$OP_{i,t}$ faaliyet performansını, $P_{i,t}$ halka arz sonrası performansı, $P_{i,t-1}$ gecikmeli firma performansı temsil etmektedir. Bu performans ölçütü yaygın olarak kullanılmasına ve zaman içerisindeki performansa dair bilgi vermesine rağmen akran firma ve sektör performansının göz ardı edilmesi nedeniyle halka arzların benzer şirketler içindeki yeri ve performansına dair bilgi vermemektedir. Bu eksikliği ortadan kaldırmak için kullandığımız ikinci model halka arz performansını sektör firmalarına göre ayarlayarak incelemektedir. Bu Barber ve Lyon (1996)'ın model 1'ine karşılık gelmekte ve hesaplaması Eşitlik 4.6'da gösterildiği şekildedir.

$$OP_{i,t} = P_{j,t} \quad (4.6)$$

$OP_{i,t}$ t yılındaki halka arz olan şirketin performansını, $P_{j,t}$ ise t yılındaki sektör performansının medyanını temsil etmektedir. Bu modelde sektördeki akranlar dikkate alınmasına rağmen zaman içindeki değişiklikler dikkate alınmamaktadır. Zaman boyutu ihmal edildiği için hem sektörel performans hem de zaman içindeki performans değişimlerini yansıtan diğer bir model kullanılarak iki modelin eksik yanları telafi edilebilecektir. Üçüncü model sektör performansının zaman içindeki değişimi ile halka arz sonrasındaki şirketin performansındaki değişimin birbirinden farkını karşılaştırarak analiz etmektedir. Farkların farkı (difference-in-differences) ismi de verilen bu analizde şirketin t zamanında göstermiş olduğu performanstan halka arzdan önce göstermiş olduğu performans çıkarılır ve aynı dönem içinde sektörün göstermiş olduğu performans değişimi ile karşılaştırılarak analiz edilir. Bu Barber ve Lyon (1996)'un model 5'ine karşılık gelmekte ve hesaplaması eşitlik 4.7'de gösterildiği şekildedir.

$$OP_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) - (P_{j,t} - P_{j,t-1}) \quad (4.7)$$

$P_{j,t}$ ve $P_{j,t-1}$ sektör firmalarının performansını temsil etmektedir. Dördüncü modelimiz önceki modellerden farklı olarak halka arz ve kontrol firmalarını eşleştirmede vaka yılından önceki karlılığı esas almaktadır. Diğer bir ifadeyle 2. ve 3. modellerde sektör ve yıla dayalı iki kriterli bir eşleştirme yapılırken dördüncü modelde sektör, yıl ve halka arz öncesi karlılığa dayalı 3 kriterli bir eşleştirme yapılmaktadır. Barber ve Lyon (1996)'a göre firmaların anormal bir performans göstermesi beklendiği durumlarda yalnızca vaka öncesi performansa dayalı eşleştirmelerin iyi bir model ortaya çıkardığı görülmektedir. Barber ve Lyon (1996)'un model 4 ve 8'ine karşılık gelen performansa göre eşleştirilmiş modelin farkların farkı hesaplaması eşitlik 4.8'de gösterildiği şekildedir.

$$OP_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) - (P_{j,t} - P_{j,t-1}) \quad (4.8)$$

$P_{j,t}$ ve $P_{j,t-1}$ olay öncesi performansla eşleştirilmiş sektör kontrol firmalarının performansını temsil etmektedir. Halka arz olan firmalar kontrol firmaları ile gecikmeli aktif karlılığına (return on assets, ROA) göre eşleştirilmiştir. Eşleştirme prosedürü halka arzdan önceki firmanın ROA'sının %90 ila %110'unu karşılayan sektör firmaları seçilerek yapılmıştır. Birden fazla eşleşen firma varsa söz konusu firmaların performans medyanı alınmış, eğer tek bir firma eşleşmişse bu firma kullanılmıştır. Ancak %90 ila

%110 aralığında eşleşen herhangi bir firma bulunmadığı takdirde en yakın ROA'ya sahip firmanın performansı kullanılmıştır.

4.4. Kontrol Firmaları

İşletme performansının doğru ve isabetli bir şekilde ölçülüp karşılaştırılmasında firmaların sektör sınıflandırması önem arz etmektedir. ABD ve İngiltere’de yapılan çalışmalarda benzer özelliklere sahip kontrol firmalarının sektör sınıflandırması yapılırken 2 haneli ve 3 haneli sınıflandırma kodları kullanılmaktadır. Ancak ülkemizde henüz bu şekilde belirgin bir sınıflandırma mevcut değildir. Bu ve benzeri çalışmalar için bu durum Türkiye’de BİST’te işlem gören firmalar ve BİST için önemli bir eksiklik olarak görülmektedir. Bu sorunu aşmak için BİST’te işlem gören firmaları birincil sektör endekslerinden temin edilmiştir. BİST’te endüstri ve hizmet sektörü ile bunların alt sektörü durumunda olan toplam 17 adet finansal olmayan birincil sektör bulunmaktadır. Daha önce de belirttiğimiz gibi Türkiye’de sektörel sınıflandırma olmadığı için bu sektörlerin bileşenleri investing.com’dan yararlanılarak temin edilmiştir. Bu çalışmada halka arz olan firmaları BİST’te işlem göre kontrol firmaları ile oluşturulan bu sektörler ile eşleştirip karşılaştırmak suretiyle analiz edilecektir. Araştırmada 3 ana sektör (gıda, sanayi, hizmet) ve bunların alt sektör endekslerinde bulunan firmalar için sektör eşleştirmesi yapılmıştır. Ana sektör bileşenleri içerisinde yer alıp alt sektör endeksleri içerisinde yer almayan firmalar için “ana sektör performans medyanı”, hem ana sektör hem de alt sektörde yer alan firmalar için “alt sektör medyanı”, ikisinde de yer almayan firmalar için tüm kontrol örnekleminin (toplam 267 firma) medyanı kullanılmıştır. Araştırma dönemi içerisinde halka arz olan 5 firma bu şekilde eşleştirilmiştir. Aşağıda Tablo 4.4’te kategorilere ayrılan sektörler ve firma sayıları gösterilmiştir.

Tablo 4.4’te belirtilen halka arz ve kontrol firmaları örneklemin sadece faaliyet performansı ölçümünde kullanılan kısmını kapsamaktadır. Finansal performans ölçümünde sektörel eşleştirme yapılmadığı için örneklemin tamamını tablolaştırma yoluna gidilmemiştir. Son satırdaki toplam firma rakamları çift sayımı önlemek için ilk iki satırdaki sanayi ve hizmet ana sektör rakamları hariç toplam firma sayısını belirtmektedir.

Tablo 4.4: Örneklem ve Kontrol Grubunun Sektörel Dağılımı

Sektör	N (İHA)	N (Kontrol)
Sanayi	25	135
Hizmet	18	35
Basit Metaller	4	15
Bilgi Teknolojileri	2	12
Elektrik	4	9
Yiyecek & İçecek	11	21
Holdingler	5	26
Kimyasal, Petrol & Plastik	10	22
Metal Ürünleri & Makineler	5	26
Metal Harici Mineraller	4	25
Odun, Kağıt & Baskı	4	15
Tekstil & Deri	9	21
Teknoloji	2	13
Turizm	2	8
Nakliye	3	4
Toptan Satış, Perakende & Ticaret	12	12
Diğerleri	5	14
Toplam	82	267

Örneklemimizde yer alan 111 İHA'nın tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4.5'te sunulmuştur. Çalışmaya konu olan 7 yıl süresince Borsa İstanbul'da gerçekleşen İHA'larda medyan halka açıklık oranı %29,4 iken hissedarlar sermayeyi %33,4 oranında artırmayı tercih etmiştir. İstatistiklerden şirketlerin mevcut hissedarlarının ortalama %7,6 hisse satışı gerçekleştirdiği ve İHA'ların yarıdan fazlasında mevcut hisse satışı olmadığı görülmektedir. Burdan hareketle halka açılmanın en önemli sebebinin hissedarların şirketten çıkışı değil taze finansman sağlamak olduğu söylenebilir. Nitekim halka arzdan sonra mevcut hissedarlar %70'lik oranda sahipliği ellerinde tutmaya devam etmektedir. Halka açılan medyan şirket yaşı 15 iken İHA'ların %27'si (30 İHA) fiyat aralığı yöntemini kullanmaktadır. Hesaplanan ortalama ilk gün getirisi %6,83 ve medyan ilk gün getirisi %1,6'dır. Bu rakamın daha önce yapılmış çalışmalara (Kıymaz, 2000; Durukan, 2002 vb.) nazaran düşük olduğu değerlendirilmektedir. Son olarak ilk günkü kapanış fiyatı baz alındığında ortalama İHA'nın 176 milyon dolar ve medyan İHA'nın 42 milyon dolar piyasa değerine sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 4.5: Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	1. Çeyrek	3. Çeyrek	Min	Max	N
Halka açıklık oranı (%)	29.4	29.4	24	35.7	5.3	70.3	111
Sermaye artırım oranı (%)	33.8	33.3	15	44	0	200	111
Katılım oranı (%)	7.6	0	0	14.5	0	40.5	111
Sahiplik oranı (%)	70.5	70	64.3	76	29.7	94.6	111
Yaş	16.6	15	7	23	0	57	111
Fiyat aralığı yöntemi	0.27	0	0	1	0	1	111
İlk gün getirisi (%)	6.83***	1.6***	-0.8	11.06	-17.3	108	111
Piyasa değeri (mil\$)	176.05	42.2	16.8	116.36	4.39	3187.92	111
Halka açıklık oranı ihraç sonrası KAP'ta yapılan duyurudan alınmıştır ve ek satışlar dahil orandır. Sermaye artırım oranı ihraç edilen yeni hisse bölü mevcut hisse olarak hesaplanmıştır. Katılım oranı halka arzda satılan mevcut hisseleri göstermektedir. Sahiplik oranı halka arzdan önceki hissedarların şirkette kalan yüzdelik hissesini göstermektedir. Yaş halka arz yılı eksi kuruluş yılı olarak hesaplanmıştır. Fiyat aralığı, bookbuilding yöntemi ile fiyat tespiti yapan şirketler için kullanılan bir kukla değişkendir. İlk gün getirisi, ilk gün kapanış fiyatı eksi halka arz fiyatı, bölü halka arz fiyatı olarak hesaplanmıştır. Piyasa değeri şirketin ilk günkü kapanış hisse fiyatı aynı gündeki Merkez Bankası alış kuru üzerinden dolara çevrilerek hesaplanmıştır. Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmistir. *** 0,01 düzeyinde anlamlılık göstermektedir.							

5. UYGULAMA

5.1. Halka Arz Olan Firmaların Finansal Performanslarının Ölçülmesi

Bu çalışma 2010 ile 2016 yılları arasında ilk defa halka arz olan 111 şirketi kapsamaktadır. Lakin 1 şirketin verilerine ulaşılamadığı için finansal performans analizi 110 şirketin verisi üzerinden yapılmıştır. Araştırma konusu 110 şirketin uzun dönem finansal performans ölçümü sonucunda elde edilen kümülatif anormal getiri (CAR), satın al ve elde tut (BHR) ve satın al ve elde tut anormal getirileri (BHAR) Tablo 5.1’de gösterilmiştir. Tabloda performans ölçümleri ilk halka arz tarihinden sonraki birinci yıl (12 ay), ikinci yıl (24 ay) ve üçüncü yıl (36 ay) olarak hazırlanmıştır.

Tabloda yer verilen tüm getirilerde halka arzdan itibaren uzayan vadelerde istikrarlı bir düşüş gözlenmektedir. Medyan kümülatif getirilerde birinci yıl sonu %-11,5 düşüş gözlenirken bu düşüş incelemenin son yılı olan üçüncü yılda %-27,5’e kadar çıkmaktadır. Kümülatif performanstaki düşüş trendi al ve tut getirilerine de benzer şekilde yansımaktadır. Birinci yıl sonu medyan BHR 0,812 iken ikinci yılda 0,607 ve üçüncü yıl sonunda 0,561 olarak hesaplanmıştır. Al ve tut getirisi hesaplanmasında halka arz fiyatının baz fiyat, yani 1 olarak dikkate alındığı düşünüldüğünde, medyan al ve tut ham getirisinin ilk yıl sonunda yaklaşık -%19 ve üç yılın sonunda yaklaşık -%44 olduğu söylenebilir. Elbette bu yorumlamada aynı süre içerisindeki piyasa getirisi hesaba katılmamıştır. Piyasa getirisi dikkate alınarak hesaplanan al-ve-tut anormal getirileri (BHAR) ise hem ortalama hem de medyan olarak ilk halka arzların piyasanın oldukça altında getiri verdiğini göstermektedir. Medyan BHAR halka arzdan sonraki birinci yılda %-25,1 olup bu performans üçüncü yılda %-63,4’e kadar düşmektedir. Dolayısıyla halka arz edilen şirketlerin ilk üç yıllık performanslarının piyasa getirisinin altında olduğu görülmektedir. Bu durum zenginlik nisbeti (wealth relative, WR) satırlarında da açıkça görülmektedir. İlk defa Ritter (1991) tarafından kullanılan bu ölçüt al-ve-tut getirisinin piyasa getirisine oranlanması ile elde edilir. Baz nokta 1 iken daha büyük rakamlar pozitif halka arz getirisi, daha düşük rakamlar ise o ölçüde negatif getiriye işaret eder. Tablonun son üç satırında görüldüğü üzere zenginlik nisbetleri incelenen tüm yıllarda 1’in altındadır, dolayısıyla halka arzlar yatırımcısına piyasa getirisinin altında getiri sağlamıştır. Bu sonuçlar genel olarak al-ve-tut odaklı uzun vadeli yatırımcıların ilk halka arzlara yatırım yaparlarsa negatif getiri ile

karşılaşacaklarına işaret etmektedir. Özellikle üst çeyrek sütununda belirtilen anormal getirilerin de negatif olması, örneklemin en az %75'inin uzun vadede piyasanın altında performans sergilediğine delalet etmektedir. Dolayısıyla halka arz edilen şirketlerden hisse alarak uzun vadeli yatırım yapan kişi ve kurumların zarar etmesi kuvvetle muhtemeldir.

Tablo 5.1: Halka Arzların Finansal Performansı

	Ortalama	Medyan	Alt Çeyrek	Üst Çeyrek	Min.	Maks.	N
1-Yıl CAR	0,051	-0,115	-0,453	0,269	-1,287	8,075	109
2-Yıl CAR	0,054	-0,237	-0,625	0,238	-1,443	8,816	85
3-Yıl CAR	0,326	-0,275	-0,898	0,485	-1,626	22,966	61
1-Yıl BHR	1,005	0,812	0,589	1,236	0	4,481	110
2-Yıl BHR	0,868	0,607	0,426	1,074	0,076	6,485	88
3-Yıl BHR	0,753	0,561	0,332	0,993	0,167	2,808	64
1-Yıl BHAR	-0,073	-0,251	-0,477	0,173	-1,119	3,303	110
2-Yıl BHAR	-0,277	-0,477	-0,684	-0,131	-1,145	5,570	88
3-Yıl BHAR	-0,482	-0,634	-0,903	-0,207	-1,255	1,765	64
1-Yıl WR	0,949	0,773	0,556	1,203	0	3,806	110
2-Yıl WR	0,781	0,587	0,388	0,888	0,062	7,087	88
3-Yıl WR	0,640	0,442	0,264	0,854	0,156	2,694	64

Tablo 5.1 yıllık finansal performansı göstermektedir. Getiri hesaplamaları için bölüm 4.2'ye bakınız. CAR: Cumulative abnormal return; BHR: Buy-and-hold return; BHAR: Buy-and-hold abnormal return; WR: Wealth relative. Hesaplamalara katılan şirket sayıları borsa kotesinden çıkma veya iflas gibi sebeplerle uzun vadelerde farklılık göstermektedir. İkinci ve üçüncü yıllarda CAR analizinde iki uç değer örneklem dışı bırakılmıştır.

5.2. Halka Arz Olan Firmaların Faaliyet Performanslarının Ölçülmesi

Finansal performansın incelenmesinden sonra literatürde sıklıkla kullanılan ve halka arz sürecinden etkileneceği düşünülen rasyolarla faaliyet performansı incelemesi yapılmıştır. Bu rasyolar ve tanımları daha önce Tablo 4.3'te gösterilmiştir. Barber ve Lyon (1996) performans modellemesinde halka arz öncesi verilere de ihtiyaç duyulduğundan rasyolar seçilirken hem halka arz öncesinde hem de sonrasındaki verisine ulaşılabilen rasyoların seçilmesine dikkat edilmiştir. Diğer bir ifadeyle yatırım oranları olarak da bilinen fiyat/kazanç oranı, piyasa/defter değeri gibi rasyolar halka arz öncesinde hesaplanmaları mümkün olmadığı için incelemede kullanılmamıştır. Kullandığımız performans modelleri ham, halka arz öncesine uyarlanmış, sektöre ayarlanmış ve farkların farkı şeklinde 4 ana grupta toplanabilir. (-3, +3) olay penceresinde yapılan analiz sonuçları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur.

Tablo 5.2: Ham Faaliyet Performansı

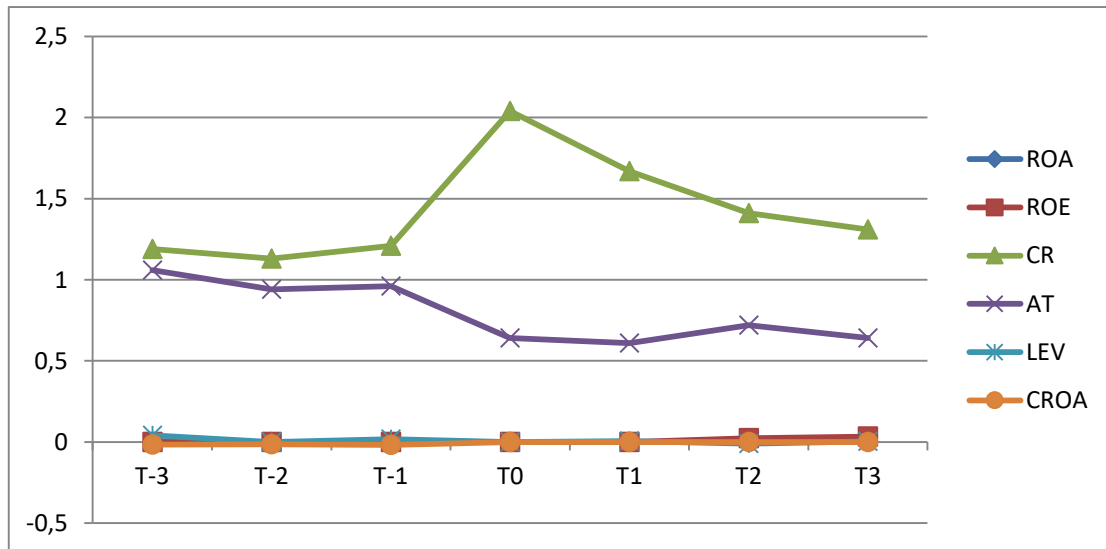
	T-3	T-2	T-1	T0	T1	T2	T3
ROA	0,034**	0,051***	0,066***	0,042***	0,021*	-0,037	0,026
	0,026***	0,028***	0,037***	0,02***	0,019***	0,008	0,013*
ROE	0,104*	0,175***	0,19***	0,066***	0,044	-0,047	-0,011
	0,074**	0,122***	0,094***	0,039***	0,039***	0,023	0,033
CR	2,11	1,51	2,57	3,66	2,87	2,54	2,12
	1,19	1,13	1,21	2,04	1,67	1,41	1,31
AT	1,38	1,12	1,18	0,99	0,94	1,02	0,93
	1,06	0,94	0,96	0,64	0,61	0,72	0,64
LEV	0,27***	0,27***	0,26***	0,18***	0,23***	0,26***	0,28***
	0,22***	0,24***	0,21***	0,15***	0,18***	0,22***	0,24***
CROA	0,032	0,038**	0,024	-0,049**	-0,024	-0,017	0,022
	0,041	0,025**	0,018	-0,058**	0,005	-0,01	0,004
N	57	81	82	82	82	81	75
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.							

Araştırma kapsamında faaliyet performanslarının ölçümü yapılan 2010 ila 2016 yılları arasındaki toplam 82 İHA'nın ham performanslarının analizi sonucunda yukarıdaki Tablo 5.2 düzenlenmiştir. Ancak (-3) yılı verilerinin izahnamede yayınlanması zorunlu olmadığı için bu yıldaki gözlem sayısı diğer yıllara nazaran daha azdır. Tabloda ilk satır ortalama, ikinci satır medyanı göstermektedir. Tabiatları gereği sıfırdan farklı oldukları için ham cari oran (CR) ve ham aktif devir hızı (AT) için anlamlılık testleri yapılmamıştır.

Tablo 5.2'de medyan değişimlerine bakıldığında; ROA'nın halka arzdan önceki yıla kadar istatistiki olarak anlamlı bir şekilde yükseldiği halka arzdan önceki yılda en yüksek seviyeye ulaştığı, halka arz ile birlikte düşmeye başladığı, halka arz yılı ve sonraki yılda bu düşüşün anlamlı olduğu, daha sonraki iki yılda bu düşüşün istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. ROE'nin halka arzdan önceki yıllarda halka arz sonrası yıllara göre yüksek olduğu, en yüksek değer T-2'de olduğu, halka arz yılı ile halka arz sonrası yılda aynı olduğu daha sonraki yılda düştüğü, daha sonra T3'de arttığı, ancak T1'den itibaren değerlerin istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. CROA halka arz öncesi 3 yılda pozitif durumda iken halka arz yılında ve arz sonrasındaki ikinci yılda negatif yönlü olduğu halka arz yılındaki değer istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. ROA ve ROE'ye birlikte baktığımızda halka arz olan firmaların halka arz yılında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı olduğu, halka

arz yılından önce en yüksek seviyede olduğu, halka arzdan sonra halka arz yılındaki seviyelerin altında olduğu ancak CROA'nın halka arz yılında ve halka arzdan sonraki ikinci yılda negatif diğer yıllarda pozitif olduğu, ancak istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu durumda halka arzdan önce firmaların en yüksek verimlilik seviyesinde olduğu, ancak bu durumun halka arz yılında ve sonrasında sürdürülemediği anlaşılmaktadır. LEV'in halka arz yılında istatistiki olarak anlamlı seviyede düştüğü ancak bu durumun korunamadığı tekrar ikinci yıldan itibaren halka arz öncesi seviyelere geldiği görülmektedir. Bu da firmaların halka arz yılında firmaya giren finans ile borçların azaldığı, ancak ikinci yıldan itibaren halka arzdan önceki seviyelere geri döndüğü anlaşılmaktadır. Tablo 5.2'den elde edilen verilerle oluşturulan Grafik 5.1 aşağıda gösterilmektedir. Dikkat edilmesi gereken bir nokta ham rasyolar şirket performansını tek bir noktadan ölçtüğü ve başka bir ölçüt ile kıyaslama yapmadığı için bu şirketlerin piyasanın ve sektörün içinde bulunduğu duruma nazaran gösterdiği performansa ilişkin bir bilgi vermemesidir. Bu dezavantaj performansın halka arzdan önceki performansı ile kıyaslanması veya aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle kıyaslanarak anormal performans ölçütlerinin elde edilmesi ile ortadan kaldırılabilir. Bu sebeple aşağıda Tablo 5.3'te halka açılma sonrası performans değişimleri ve Tablo 5.4'te sektördeki benzer firmalarla kıyaslanmış anormal rasyolar sunulmuştur.

Grafik 5.1: Ham Faaliyet Performansı



Tablo 5.3'te sunulan sonuçlar kullandığımız ilk model yani Eşitlik 4.5 kullanılarak hesaplanmıştır. Bu modelde halka arzdan önce verisine sahip olduğumuz tüm yılların (max 3 yıl) medyan performansı, halka arzdan sonraki performanstan

çıkartılarak değişimler elde edilmiştir. Türkiye’de yapılan çalışmalarda da sıklıkla kullanılan bu yöntem İHA’ların halka arz öncesine göre durumlarını yorumlama imkanı vermektedir. Tablodan halka arz sonrasındaki üç yıl boyunca şirketlerin karlılıklarında %2 civarında anlamlı düşüşler olduğu, aktif devir hızı ile ölçülen verimlilikte azalmalar yaşandığı, cari oranda halka arz gelirlerinden kaynaklı iyileşme görüldüğü ve buna ters olarak kaldıraçta ilk iki yıl süresince olumlu azalışlar meydana geldiği görülmüştür. Ancak 3. yıldan itibaren şirketlerin eski karlılık seviyelerini yakalayamamalarına rağmen eski borçluluk seviyelerine geri döndükleri tespit edilmiştir. Elbette zaman içindeki değişimleri gösteren bu sonuçların sağlıklı bir şekilde anlaşılması için bu süre zarfında muadil sektörlerin performanslarına göre durumlarının da incelenmesi gerekmektedir. Buna istinaden Tablo 5.4’te sektöre ayarlanmış performans bulguları gösterilmiştir.

Tablo 5.3: Halka Arz Öncesine Göre Faaliyet Performansı

	T0	T1	T2	T3
ROA	-0,008	-0,029***	-0,087**	-0,016
	-0,002	-0,009**	-0,028***	-0,019**
ROE	-0,105**	-0,127***	-0,218***	-0,178**
	-0,049***	-0,047***	-0,085***	-0,082***
CR	2***	1,21***	0,88	0,59
	0,54***	0,36***	0,2***	0,16**
AT	-0,21**	-0,24***	-0,17*	-0,21
	-0,17***	-0,19***	-0,18***	-0,20***
LEV	-0,09***	-0,05***	-0,02	-0,00
	-0,07***	-0,03***	-0,03*	-0,03
CROA	-0,079***	-0,051**	-0,032	-0,005
	-0,057***	-0,014*	-0,021*	-0,02
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.				

Tablo 5.4’te medyanlara bakıldığında, özellikle halka arzdan önceki iki yılda İHA’ların benzer sektör endekslerinden daha yüksek karlılık gösterdikleri, ancak halka açıldıktan hemen sonra sektörle aynı seviyede karlılık sergiledikleri ve 2. yılda sektörün altına düştükleri görülmektedir. CROA’nın halka arz yılına kadar negatif olduğu, halka arz yılından itibaren pozitif olduğu, halka arz yılında en yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Bu da hisse senetlerinin satışından dolayı firmaya giren nakit akışından kaynaklanmaktadır. Sektörlere göre halka arz olan firmanın cari oranının halka arz

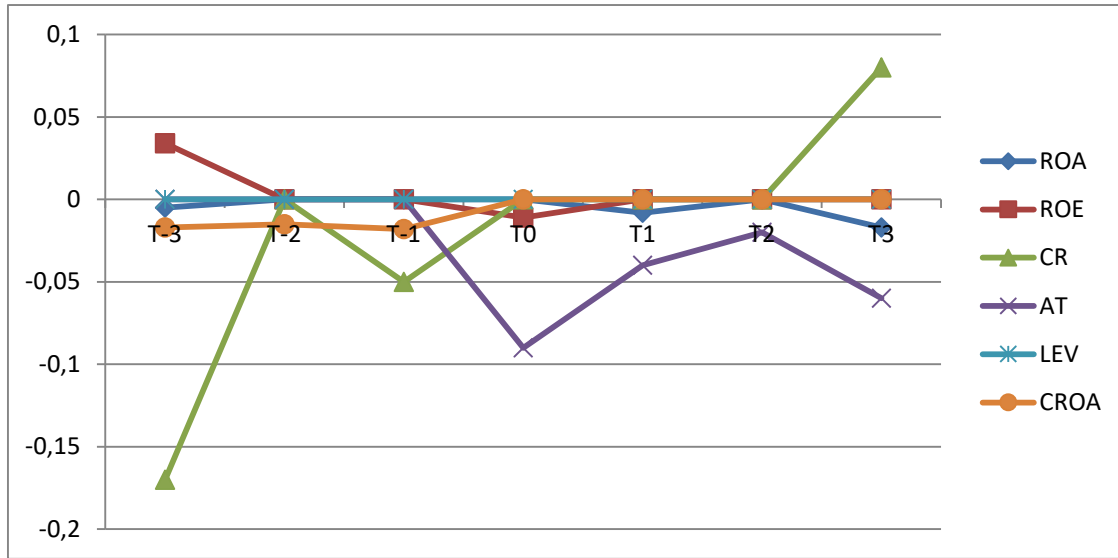
yılında hisse senetlerinin satışından kaynaklı firmaya giren finansla istatistiki olarak anlamlı bir şekilde en yüksek seviyede olduğu ve performansını sektörden daha iyi sürdürmesine rağmen daha sonra nisbi olarak düştüğü görülmektedir. Aktif devir hızı ile ölçülen verimliliğin ise halka açılmadan önce sektörden iyi olduğu, arzdan sonra ise bu iyileşmenin kaybolduğu anlaşılmaktadır. Beklendiği gibi kaldırıcın halka arz yılında en düşük seviyede olduğu, sonraki yıllarda tekrar halka arzdan önceki seviyelere geldiği görülmektedir.

Tablo 5.4: Sektöre Ayarlanmış Faaliyet Performansı

	T-3	T-2	T-1	T0	T1	T2	T3
ROA	0,000	0,025**	0,036***	0,012	-0,007	-0,074*	-0,006
	-0,005	0,003**	0,011**	-0,000	-0,008	-0,025***	-0,017
ROE	0,034	0,118***	0,126**	0,002	-0,02	-0,129**	-0,086
	0,034	0,063***	0,049***	-0,011	-0,021***	-0,045**	-0,043**
CR	0,57	0,019	1,12*	2,22***	1,48***	1,11**	0,76
	-0,17	-0,27**	-0,05	0,63***	0,36***	0,03*	0,08
AT	0,38***	0,28***	0,35***	0,17	0,13	0,21*	0,14
	0,15**	0,09**	0,12**	-0,09	-0,04	-0,02	-0,06
LEV	-0,19***	-0,18***	-0,21***	-0,25***	-0,21***	-0,18***	-0,17***
	-0,22***	-0,22***	-0,25***	-0,29***	-0,23***	-0,21***	-0,20***
CROA	-0,022	-0,01	-0,015	-0,095***	-0,068***	-0,065***	-0,03
	-0,017	-0,015	-0,018	-0,093***	-0,036***	-0,048***	-0,038**
N	57	81	82	82	82	81	75
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.							

Genel olarak İHA'ların halka açılma öncesinde sektöre göre daha karlı olduğu, halka arzdan sonra ise bu karlılığın sürdürülemediği ve bilhassa ikinci yılda karlılığın sektörün altında olduğu görülmüştür. Halka arz gelirleri ile cari oranda gerçekleşen kısa süreli bir iyileşme özellikle hisse satışının meydana geldiği T0 yılında belirgindir. Ancak uzun vadede cari oran sektör seviyelerine dönüş yapmaktadır. Karlılığa ilişkin bir önceki tabloda incelenen ham göstergeler ve T-1 yılında zirve yapan sektöre uyarlanmış karlılığın, halka arz öncesinde kârı artırıcı muhasebesel yöntemlerden veya manipülasyondan faydalandığını göstermesi muhtemeldir (Teoh vd., 1998). Bu sonuçlar halka arzların uzun vadede performanslarında zayıflama görüldüğüne dair literatürdeki bulgularla uyumludur (Ritter, 1991; Jain ve Kini, 1994). Tablo 5.4'ten elde edilen verilerle oluşturulan Grafik 5.2 aşağıda gösterilmektedir.

Grafik 5.2: Sektöre Ayarlanmış Faaliyet Performansı



Barber ve Lyon (1996), önemli şirket olaylarında sektöre ayarlanmış performans ölçümü yapılırken en iyi sonuçları benzer performans gösteren şirketlerle eşleştirilmiş modellerin verdiğini söylemektedir. Bu sebeple önceki analizlere ek olarak sektördeki benzer firmalarla performans eşleştirmesi yapılmış ve sonuçlar Tablo 5.5'te sunulmuştur. Benzer şirketlerin belirlenmesi ve performansa dayalı eşleştirmenin nasıl yapıldığına dair detaylar sırasıyla bölüm 4.3.2 ve 4.4'te açıklanmıştır.

Tablo 5.5: Performans Eşleştirilmiş Faaliyet Performansı

	T-3	T-2	T-1	T0	T1	T2	T3
ROA	-0,004	0,015	0,015**	0,019	-0,004	-0,083**	-0,008
	-0,004	0,001	0,001**	0,002	-0,012	-0,027***	-0,007
ROE	0,089	-0,257	0,086**	-0,076	-0,063	-0,141***	-0,005
	0,026	0,012	0,019***	-0,001	-0,028	-0,063**	-0,016
CR	-0,52	-0,9**	-1,44**	1,67**	0,91	0,29	0,16
	0,04	-0,27***	-0,19	0,55***	0,14**	0,05	0,07
AT	0,6***	-1,34	-1,25	0,12	0,09	0,20	0,10
	0,33***	0,15***	0,15*	-0,07	-0,08	0,02	-0,06
LEV	-0,08**	-0,12***	-0,18***	-0,24***	-0,20***	-0,13***	-0,14***
	-0,04	-0,09***	-0,19***	-0,22***	-0,23***	-0,13***	-0,13***
CROA	-0,024	0,004	-0,02	-0,095***	-0,072***	-0,079***	-0,047
	-0,033	-0,014	0,001	-0,08***	-0,061***	-0,059***	-0,032
N	57	81	82	82	82	81	75
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.							

Tablo 5.5'teki medyan değerleri incelendiğinde, ROA'nın halka arz yılından önceki iki yılda ve halka arz yılında sektördeki akran firmalara göre daha yüksek olduğu ancak halka arzdan sonraki yıllarda negatif olduğu, halka arzdan sonraki ikinci yıldaki düşüşün istatistiki olarak anlamlı olduğu görölmektedir. ROE'nin halka arzdan önce pozitif olduğu, halka arz yılından itibaren negatif olduğu halka arz yılından önceki birinci yılda ve halka arz sonrası ikinci yıldaki değerlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görölmektedir. CROA'nın halka arz yılından önceki yılda pozitif olduğu, diğer yıllarda negatif olduğu, halka arz yılı ve sonraki iki yılda istatistiki olarak anlamlı olduğu görölmektedir. CR'nin halka arz yılında en yüksek seviyeye geldiği, daha sonra azaldığı görölmektedir. Hisse senetlerinin halka arz edilmesi neticesinde firmaya giren nakit ile firmaların likidite oranını artmasına sebebiyet verdiği, daha sonra firmaların bu durumu yapmış olduğu değerlendirmelerle likidite oranının düşmesine sebebiyet verdikleri anlaşılmaktadır. AT'nin halka arz yılından önceki iki yıl aynı olup istatistiki olarak anlamlı olduğu, en yüksek seviyenin halka arzdan önceki üçüncü yılda olduğu, halka arzdan önceki ikinci ve üçüncü yıllardaki değerlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görölmektedir. LEV'in halka arz yılında ve sonraki yılda en yüksek seviyede olduğu, halka arzdan sonraki ikinci ve üçüncü yıllarda aynı olduğu, halka arzdan sonraki ikinci yıldan itibaren düştüğü, değerlerin halka arz öncesi üçüncü yıl haricinde istatistiki olarak anlamlı olduğu görölmektedir. Genel itibarı ile performans eşleştirmesi ile elde edilen göstergelerin Tablo 5.4'te sunulan sektöre uyarlanmış performans sonuçları ile tutarlı bir şekilde İHA'ların performansında bir düşüşe işaret ettiği söylenebilir.

Son performans modelimiz ham ve sektöre ayarlanmış performans ölçütlerinden farklı olarak iki boyutlu bir ölçüm gerçekleştirmektedir. Diğer bir ifadeyle İHA'ların zaman içinde sektöre göre performanslarını göstermektedir. Farkların farkı (difference-in-differences) olarak anılan bu model halka arz sonrası sektöre ayarlanmış performans ile (1. fark) ile şirketin zaman içindeki performans değişimini (2. fark) karşılaştırarak analiz etmektedir. Bu analizde şirketin göstermiş olduğu performans halka arzdan önce göstermiş olduğu performanstan çıkarılır ve aynı dönemlerde sektörün göstermiş olduğu performans değişimi ile kıyaslanarak analiz edilir. Literatürde farklı kullanımlar olmakla birlikte trendleri göstermesi açısından bu çalışmada halka açılmadan önceki yılların medyan performansı değişimlerin hesaplanmasında kullanılmıştır. Üçüncü modelimiz olan farkların farkı analizinin sonuçları Tablo 5.6'da sunulmuştur.

Tablo 5.6: Farkların Farkı

	T0	T1	T2	T3
ROA	-0,008	-0,026**	-0,093**	-0,026
	-0,006	-0,011**	-0,038***	-0,026***
ROE	-0,102**	-0,124***	-0,232***	-0,183**
	-0,041***	-0,063***	-0,119***	-0,099***
CR	2,01***	1,27***	0,89	0,31
	0,49***	0,49***	0,26**	0,11**
AT	-0,15*	-0,19***	-0,11	-0,20
	-0,13***	-0,16***	-0,14***	-0,15***
LEV	-0,05***	-0,01	0,02	0,04
	-0,04***	0,01	-0,01	0,02
CROA	-0,079***	-0,051**	-0,034*	-0,009
	-0,075***	-0,021	-0,014*	-0,007
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.				

Tablodaki medyan değerleri incelendiğinde, halka arz olan firmanın ROA'sının ve ROE'sinin sektör firmalarındakinden halka arz yılından sonraki yılların tamamında daha düşük olduğu, T2 yılında en düşük seviyede olduğu, bu düşüklüğün ROA için halka arz yılında istatistiki olarak anlamlı olmayıp diğer yıllarda ROA ve ROE için anlamlı olduğu görülmektedir. CROA'nın halka arz yılında en düşük seviyede olduğu yıllar geçtikçe bu düşüklüğün azaldığı halka arz yılındaki değerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu değerlerden halka arz olan firmanın sektördeki firmalar göre daha az verimli olduğunu göstermektedir. CR'ye baktığımızda halka arz yılı ve sonraki yılda aynı olduğu, sektöre göre halka arz olan firmanın likidite oranının iki sene sektörden daha iyi durumda olduğu ve bu durumun istatistiki olarak anlamlı olduğu, birinci yıldan sonra CR'nin sektöre yaklaşarak düşmeye başladığı görülmektedir. Halka arz olan firmanın AT'sinin sektöre göre daha düşük olduğu, bu düşüklüğün istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Halka arz olan firmaların LEV değerlerinin birinci ve üçüncü yıllarda sektöre göre daha iyi olduğu ancak diğer iki yılda tersi olduğu, bu durumun halka arz yılında istatistiki olarak anlamlı diğer yıllarda anlamlı olmadığı görülmektedir. Genel olarak sonuçlar özellikle karlılık oranlarında halka arzdan sonra zaman içinde sektöre nazaran önemli düşüşler olduğunu göstermektedir. Halka arzdan sonra cari oran iyileşirken kaldıraçta halka açılma yılı dışında anlamlı bir farklılık gözlenmemiştir.

Dördüncü modelimiz olan performans eşleştirilmiş farkların farkı sonucu Tablo 5.7’de sunulmuştur. Bu analizde elde edilen sonuçlar istatistiksel ve ekonomik olarak bir önceki farkların farkı analizi ile aynıdır ve genel itibarı ile İHA’ların halka arzdan sonra performanslarında zaman içinde sektöre göre bir kötüleşme görülmektedir.

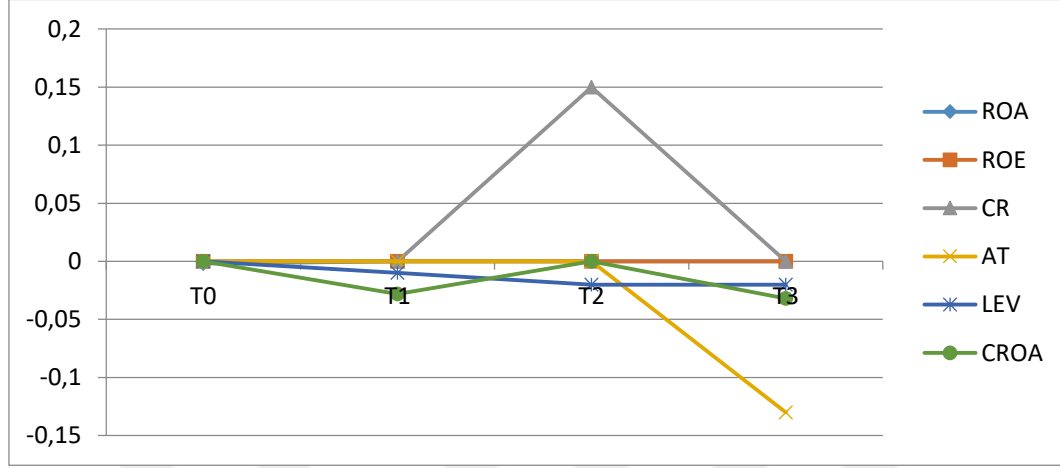
Tablo 5.7: Performans Eşleştirilmiş Farkların Farkı

	T0	T1	T2	T3
ROA	0,004	-0,02	-0,099**	-0,025
	-0,002	-0,014*	-0,037***	-0,016**
ROE	-0,163*	-0,149**	-0,228***	-0,109
	-0,041**	-0,057***	-0,096***	-0,056***
CR	3,11*	2,35	1,75	0,92
	0,48***	0,38***	0,15	0,42**
AT	1,38	1,34	1,48	1,58
	-0,16***	-0,11***	-0,13**	-0,13
LEV	-0,05	-0,01	0,04	0,03
	-0,08***	-0,01	-0,02	-0,02
CROA	-0,077***	-0,051*	-0,04*	-0,033
	-0,061***	-0,028	-0,04**	-0,032
Ortalamalar t-testi ve medyanlar Wilcoxon testi ile test edilmiştir. *** 0,01 düzeyinde anlamlı, ** 0,05 düzeyinde anlamlı, * 0,10 düzeyinde anlamlı.				

Tablo 5.7’de medyan değerleri incelendiğinde, ROA’nın negatif olup T2 yılında en düşük değerde olduğu, halka arz yılında en yüksek seviyede olduğu, halka arz yılından sonra nispeten bu değer azaldığı, üçüncü yılda tekrar arttığı görülmektedir. ROE’nin negatif olup T2 yılında en düşük değerde olduğu, halka arz yılında en yüksek seviyede olduğu, halka arz yılından sonra nispeten bu değer azaldığı, üçüncü yılda tekrar arttığı görülmektedir. CROA’nın da negatif olup halka arz yılında en düşük değerde olduğu, bu değer halka arz yılından sonraki iki yılda azaldığı, üçüncü yılda tekrar arttığı görülmektedir. Bu veriler ışığında halka arz olan firmanın sektöre göre daha verimsiz olduğunu söyleyebiliriz. CR’nin halka arz yılında en yüksek olduğu, daha sonra azalmaya başladığı ve üçüncü yılda tekrar yükseldiği, T2 yılının dışındaki değerlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. AT’nin halka arz yılında en düşük değerde olduğu sonraki yılda yükseldiği, T2 ve T3 yıllarında aynı değerde olduğu ve T0, T1, T2 yıllarındaki değerlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. LEV’in halka arz yılında en yüksek değerde olduğu, daha sonraki yıllarda azaldığı ve birbirine yakın değerler olduğu, halka arz yılındaki değer istatistiki olarak anlamlı

olduğu görülmektedir. Tablo 5.7’den elde edilen verilerden hareketle oluşturulan Grafik 5.3 aşağıda gösterilmektedir.

Grafik 5.3: Performans Eşleştirilmiş Farkların Farkı



Özetlersek yaptığımız incelemelerde gerek finansal gerekse faaliyet performansının halka arzdan sonra üçüncü yıla kadar düşüş gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlar finansal performans ölçümünde kümülatif getiriler ile al-ve-tut getirilerinde, faaliyet performansı ölçümünde ise ham performans değişimleri, sektöre ayarlanmış performans, farkların farkı ve performans eşleştirmesine dayalı yöntemlerde tutarlıdır ve genel itibarı ile zaman içinde bir kötüleşmeye işaret etmektedir. Sonuçlarımız iyi bilinen uzun vadede düşük performans anomalisini (Ritter, 1991; Jain ve Kini, 1994) ve Türkiye’deki çalışmalarda elde edilen bu yöndeki bulguları (Özer, 1999; Durukan, 2002; Bildik ve Yılmaz, 2008; Bulut vd. 2009, Çelik, 2016) desteklemektedir.

SONUÇ

Halka açılma, firmaların fon sağlamak amacıyla en çok kullandığı finansman yöntemlerinden biridir. Firmalar hisse senetlerini halka arz sebebiyle fon sağlamakla birlikte bir takım faydalar elde etmekte ayrıca bazı yükümlülöklere de katlanmak durumunda kalmaktadırlar. Halka açılma işlemi esnasında arz fiyatının belirlenmesi, arz edilecek şirket pay miktarının belirlenmesi, halka arz zamanının belirlenmesi ve aracı kurumun belirlenmesi gibi şirket ortaklarını, bir takım önemli kararları almaya zorunlu bırakmaktadır. Halka arz süreci neticesinde de firmanın halka arzın ilk günkü fiyatı, kısa dönem ve uzun dönem finansal performansı ile firmanın faaliyet performansının ne yönde seyir ettiğı de firmalar ve yatırımcılar için önem arz etmektedir.

Halka arz genel anlamda yatırımcılar, aracı kurumlar, devlet otoritesi, firmalar, ekonomi çevreleri, akademisyenler ve toplum tarafından gerek halka arz süreci ve gerekse de halka arz sonrası bakımından hep ilgi duyulan bir konu olmuştur.

Dünyada gelişmiş piyasalarda yapılan halka arzlara yönelik çalışmalar ölkemizde yapılan çalışmalara nazaran çok daha önce başlamaktadır. Gelişmekte olan bir sermaye piyasasına sahip olan ölkemizde akademik çevre tarafından kabul edilen bu alandaki ilk çalışmalar finansal performans ölçümü üzerine Kıymaz (1996) tarafından yapılan araştırma ile başlamaktadır. Faaliyet performansının ölçümüne yönelik yapılan çalışmalar ise azdır. Hatta yüksek lisans tezi seviyesinde bu yönde yapılan bir araştırmaya tarafımızca rastlanılmamıştır.

Bu araştırmada Türkiye’de 2010 sonrası gerçekleşen halka arzların finansal ve faaliyet performansları incelenmiştir. Daha önce Türkiye’de performans üzerine yapılmış çalışmalar olmasına rağmen bizim çalışmamız iki yönüyle diğerlerinden farklıdır. Birincisi, 2008 ve 2009 yıllarında yaşanan finansal kriz esnasında Türkiye’de yalnızca 1 halka arz gerçekleşmişken 2010 ve sonrasında yaşanan parasal genişleme sırasında ise piyasa zamanlaması yapan şirket sahipleri, SPK’nın başlattığı halka arz seferberliğinin de katkısı ile Türkiye’de birkaç yıl boyunca iki basamaklı sayılarda halka arzlar gerçekleştirmiştir. Çalışmaya dâhil edilen son yıl olan 2016 yılına kadar geçen 7 yıllık sürede 111 şirket halka arz edilmiştir. Kullandığımız örneklem veri kısıtları sebebiyle yıldan yıla değışse de İHA popölasyonunun büyük bir kısmını kapsamakta ve daha önce çalışmalara konu olmamış yeni bir örneklemidir. Bu iyimser ortamda gerçekleşen halka arzların performansının iyi bilinen anomalileri sergileyip

sergilemeyeceği ampirik bir inceleme konusu olmaktadır. İkincisi ise Borsa İstanbul'da halka açılan şirketlerin sektöre göre performansı ilk defa bu çalışmada incelenmektedir. Daha önce sektöre ayarlanmış performans hakkında çalışma yapılmaması, Türkiye'de oturmuş bir sektörel kod sınıflandırması olmamasına atfedilebilir. Yurtdışı çalışmalarda SIC kodları ile yapılan sektöre ayarlanmış performans incelemesine alternatif olarak Türkiye'deki mevcut ana ve alt sektör endeksleri ile sektörel kontrol grupları oluşturarak bu engeli aşmaya çalışılmıştır. Ayrıca sektör ve zaman içerisindeki performansı birlikte dikkate alan farkların farkı ve performans eşleştirme metodu da ilk kez yine bu çalışmada kullanılmıştır.

Yaptığımız araştırma neticesinde elde ettiğimiz sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde Borsa İstanbul'da uzun vadede hem finansal performans hem de faaliyet performansı açısından düşük performans gösterme anomalisinin daha önce yapılan çalışmalara muvafık olarak devam ettiğini göstermektedir. Araştırmamızda finansal performans yönünden 3 yıllık kümülatif anormal getiri medyanının -0,275 seviyesine ve satın al ve elde tut anormal getiri medyanının -0,634 seviyesine ulaştığı gözlemlenmiştir. Faaliyet performansı yönünden ise özellikle karlılıkta halka arzdan önce belirgin bir karlılık başlamakta ancak daha sonra azalmakla birlikte ikinci yılda sektörün altına düştüğü gözlemlenmiştir. Cari oran ve kaldıraç oranlarında halka arzdan sonra halka arz ile sağlanan fon ile kısa süreli bir iyileşme görüldüğü ancak uzun vadede eski duruma geri döndüğü yani performans düşüklüğü yaşandığı gözlemlenmiştir. Farklı metodlarda yapılan ölçümler bu konuda istatistiksel ve ekonomik anlamda tutarlı sonuçlar vermektedir.

Yapmış olduğumuz bu çalışma ve elde ettiğimiz sonuçlar bu alanda yapılan araştırmalar içerisinde ilk olma özelliği taşıması bakımından bu çalışmadan sonra akademik çevre tarafından halka arzların faaliyet performansının incelenmesi üzerine yapılacak çalışmalara yol gösterici olması bakımından önem arz etmektedir. Faaliyet performansı ölçümünde örneklem ve kontrol grubu içerisinde yer alan firmaların sektörel sınıflandırmasında Türkiye'de standart bir sektörel sınıflandırma olmadığı için izahnamelerden ve investing.com isimli internet sitesinden elde ettiğimiz verilerle yapmaya çalıştık. Bu çalışma BİST'te işlem gören firmaların belirgin bir sektörel sınıflandırmasının olmadığını işaret etmesi nedeniyle devlet otoritesi ve sermaye piyasası kurumlarına bu eksikliğin giderilmesi için görüşe yer vermektedir. Küçük yatırımcıların yoğun olduğu ülkemizde ilk halka arzlara katılacak olan yatırımcılara

halka arzdan sonra firmaların nasıl bir finansal performans ve faaliyet performansı gösterdiğini tespiti sebebiyle bu çalışma yatırımcılara yapacakları yatırım stratejileri hakkında yol göstermektedir. Bu çalışma ve elde ettiğimiz sonuçlar halka arza hazırlanan firmalara halka arzdan sonra gözlemlenebilecek finansal performans ve faaliyet performansı işaret etmesi bakımından firmalar için önem arz etmektedir. Ekonomi çevreleri açısından da halka arzların finansal performansı ve faaliyet performansı hakkında yapılan ilk çalışmalardan olması bakımından önem arz etmektedir.

Yapmış olduğumuz bu çalışmadan sonra firmaların halka açıldıktan sonra mülkiyet yapılarında meydana gelen değişikliğin faaliyet performanslarını nasıl etkilediği ve yönetici sahiplik düzeylerinin firmaların faaliyet performansını etkileyip etkilemediğinin Barber ve Lyon (1996) tarafından geliştirilen modellerle araştırılabileceği tarafımızca öngörülmüştür.

KAYNAKÇA

- Aggarwal, R. ve Pietra Rivoli (1990); “Fads in the Initial Public Offerings Market”, *Financial Management*, Cilt 19, Sayı 4, s. 45-57.
- Aggarwal, R., R. Leal ve L. Hernandez (1993); “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America”, *Financial Management*, Cilt 22, Sayı 1, s. 42-53.
- Allen, F. ve G.R. Faulhaber (1989); “Signaling by Underpricing in the IPO Market”, *Journal of Financial Economics*, Cilt 23, Sayı 2, s. 303-323.
- Altan, Mikail ve Tevfik Nadi Hotamış (2008); “Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansı Analizi (2000-2006)”, *Kahramanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 10, Sayı 14, s. 150-185.
- Altın, Hakan (2010); “İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi”, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Ayden Tolga ve Mehmet B. Karan (2000); “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi”, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 2, Sayı 3, s. 87-96.
- Aydın, Nurhan, Mustafa Sayım ve Abdullah Yalama (2007); “Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Sayı 11, s. 103-110.
- Ayoğlu, Tolga (2006); “Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri”, Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Balatbat, Maria C. A., Stephen Taylor ve Terry S. Walter (2004); “Corporate Governance, Insider Ownership and Operating Performance of Australian Initial Public Offerings”, *Accounting and Finance*, Cilt 44, Sayı 3, s. 299-328.
- Barber, Brad M. ve John D. Lyon (1996); Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, *Journal of Financial Economics*, Cilt 41, s. 359 -399.
- Baron, David P. (1982); “A Model of the Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, *The Journal of Finance*, Cilt 37, Sayı 4, s. 955-976.
- Başpınar, Ahmet (2008); “Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri”, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bildik, Recep ve Mustafa K.Yılmaz (2008); “The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2, s. 49-75.

- BİST (2018); <http://www.borsaistanbul.com> (Erişim Tarihi: 12.02.2018).
- Boardman, Anthony E. ve Claude Laurin (2000); “Factors Affecting the Stock Price Performance of Share Issued Privatizations”, *Applied Economics*, Cilt 32, Sayı 11, s. 1451-1464.
- Bulut, Halil İbrahim (2008); “Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı: İMKB Uygulaması”, *İMKB Dergisi*, Cilt 10, s. 17-40.
- Bulut, Halil İbrahim, Fikret Çankaya ve Bünyamin Er (2009); “Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 11, Sayı 1, s. 101-120.
- Cai, Jun ve K. C. Jhon Wei, (1997); “The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings”, *Pacific Basin Finance Journal*, Cilt 5, Sayı 4, s. 389-417.
- Carter, Richard ve Steven Manaster (1990); “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, *The Journal of Finance*, Cilt 45, Sayı 4, s. 1045-1067.
- Chalk Andrew J. ve John W. Peavy (1987); “Initial Public Offerings, Daily Returns, Offerings Types and Price Effect”, *Financial Analyst Journal*, Cilt 43, Sayı 5, s. 65-69.
- Chemmanur, Thomas J. ve Paolo Fulghieri (1999); “A Theory of the Going-Public Decision”, *The Review of Financial Studies*, Cilt 12, Sayı 2, s. 249-279.
- Chen, Gongmeng, Misheal Firth ve Jeong-Bon Kim (2000); “The Post-Issue Market Performance of Initial Public Offerings in China’s New Stock Markets”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Cilt 14, Sayı 4, s. 319-339.
- Chui, Alice P.L., Heidi F.W. Lau ve Y.K. Ip (2001); “The Post-Issue Performance of Initial Public Offering Firms in the People’s Republic of China”, *Advances in International Accounting*, Sayı 14, s. 75-100.
- Coakley, Jerry, Leon Hadass ve Andrew Wood (2004); “Post-IPO Operating Performance, Venture Capitalists and Market Timing”, *University Essex, Discussion Paper*, No: 04-16.
- Çavuşoğlu, Seda (2008); “*Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş.: Örnek Olay İncelemesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çelik, Melike Kurtaran (2016); “Firmaların İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performanslarının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Örneği”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 12, Sayı 27, s. 267-282.
- Daştan, Duygu (2008); “*Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004-2007 İMKB Örneği*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Degeorge, Francois ve Richard Zeckhauser (1993); “The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence”, *The Journal of Finance*, Cilt 48, Sayı 4, s. 1323-1348.
- Demircan, Aslan Savaş (2007); “*Sarbanes Oxley (2002) Yasası ve Bağımsız Denetime Etkileri*”, Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.
- Dewenter, Kathryn L. ve Paul H. Malatesta (1997); “Public Offerings of State-Owned and Privately Owned Enterprises: An International Comparison”, *Journal of Finance* Cilt 52, Sayı 4, s. 1659- 1679.
- Durukan, M. Banu (2002); “The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange”, *Managerial Finance*, Cilt 28, Sayı 2, s. 18-38.
- Er, Bünyamin (2010); “*Halka Arzlarda Kar Tahmini ve Hisse Senedi Performansı İlişkisi: İ.M.K.B. Uygulaması*” Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Er, Bünyamin, Yusuf Güneysu ve Tolga Ergün (2017); “Halka Arz Olan Firmaların Hisse Senedi Fiyatlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemlerin Karşılaştırmalı Analizi,” *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Sayı 18, s. 157-166.
- Eraydın, Kuvılcım (2008); “*The Underpricing and Long Run Performance Of Initial Public Offerings–Evidence From Turkey*”, Master Tezi, Lund University Scholl of Economics and Management, Lund, İsveç.
- Erpek, Seda (2006); “*2005 Yılında İMKB’de İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları*”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Gajewski, Jean-Francois ve Carole Gresse (2006); “A Survey of the European IPO Market”, *ECMI Paper*, Sayı 2.
- Gökalg, Namık Kemal (2010); “*İMKB’de Halka Arz Uygulamaları ve Analizi*” Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Finans ve Bankacılık Doktora Programı, İstanbul.
- Houge, Todd ve Tim Loughran (1999); “Growth Fixation and the Performance of Bank Initial Public Offerings, 1983-1991”, *Journal of Banking&Finance*, Cilt 23, Sayı 8, s. 1277-1301.
- Ibbotson, Roger G. (1975); “Price Performance of Common Stock New Issues”, *The Journal of Financial Economics*, Cilt 2, Sayı 3, s. 235-272.
- Jain, Bharat A. ve Omesh Kini (1994); “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance*, Cilt 49, Sayı 5, s. 1699-1726.
- Karamustafa, Osman (2000); “Türkiye’de Özelleştirilen Çimento Şirketlerinin Özelleştirme Öncesi ve Sonrası Faaliyet ve Finansal Performanslarının Analizi” *İMKB Dergisi*, Cilt 4, Sayı 16, s. 1-14.

- Kırkulak, Berna (2010); “Uzun Dönemli Al ve Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt 10, Sayı 2, s. 465-486.
- Kıymaz, Halil (1996); “Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 3, s. 121-143.
- Kıymaz, Halil (1997); “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, *İMKB Dergisi*, Cilt 1, Sayı 3, s. 47-73.
- Kıymaz, Halil (2000); “The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *Journal of Multinational Financial Management*, Cilt 10, Sayı 2, s. 213-227.
- Kim, Jeong-Bon, Itzhak Krinsky ve Jason Lee (1995); “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Cilt 3, Sayı 4, s. 429-448.
- Kothari, S.P. ve Jerold B. Warner (1997); “Measuring Long-Horizon Security Price Performance”, *Journal of Financial Economics*, Cilt 43, Sayı 3, s. 301-339.
- Kunz, Roger M. ve Reena Aggarwal (1994); “Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland”, *The Journal of Banking and Finance*, Cilt 18, Sayı 4, s. 705-723.
- Kurtaran, Ahmet ve Bünyamin Er (2008); “The Post-Issue Operating Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *Investment Management and Financial Innovation*, Cilt 5, Sayı 4, s. 50-62.
- Kurtaran, Ayten Turan (2013); “Türkiye’deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Cilt 6, Sayı 11, s. 185-210.
- Küçükkoçaoğlu, Güray, Ayşegül Alagöz (2009); “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 24, Sayı 2, s. 65-86.
- Levis, Mario (1993); “The Long-Run Performance of IPOs: the UK Experience 1980–1988”, *Financial Management*, Cilt 22, Sayı 1, s. 28-41.
- Ljungqvist, Alexander P. (1997); “Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany”, *European Economic Review*, Cilt 41, Sayı 7, s. 1309-1320.
- Ljungqvist, Alexander P. ve William J. Wilhelm (2003); “IPO Pricing in the Dot-Com Bubble”, *The Journal of Finance*, Cilt 58, Sayı 2, s. 723-752.
- Loughran, Tim, Jay R. Ritter ve Kristian Rydqvist (1994); “Initial Public Offerings: International Insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Cilt 2, s. 165-199.

- Loughran, Tim ve Jay R. Ritter (1995); “The New Issues Puzzle”, *The Journal of Finance*, Cilt 50, Sayı 1, s. 23-51.
- Loughran, Tim ve Jay R. Ritter (1997); “The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings”. *Journal of Finance*, Cilt 52, Sayı 5, s. 1823-1850.
- Logue, Dennis E. (1973); “On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 8, Sayı 1, s. 91-103.
- Lyon, John D., Brad M. Barber ve Chih-Ling Tsai (1999); “Improved Methods for Tests of Abnormal Long-Run Stock Returns”, *Journal of Finance*, Cilt 54, Sayı 1, s. 165-201.
- Mandacı, Pınar E. (2003); “İMKB’de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri”, *İMKB Dergisi*, Cilt 7, Sayı 27, s. 1-16.
- Mateiciuc, A. G. (2009); “Why do Firms Go Public?” Master Tezi, Erasmus Universty Rotterdam, Erasmus School Of Economics, Master Specialization Financial Economics, Rotterdam, Hollanda.
- Maug, Ernst (2001); “Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public”, *European Finance Review*, Cilt 5, Sayı 3, s. 167-200.
- McDonald, John G. ve A. Kenneth Fisher (1972); “New-Issue Stock Price Behavior”, *The Journal of Finance*, Cilt 27, Sayı 1, s. 97-102.
- Mikkelsen, Wayne H., M. Megan Partch ve Kshitij Shah (1997); “Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public”, *Journal of Financial Economics* Cilt 44, Sayı 3, s. 281-307.
- Myers, Stewart C. (1984); “The Capital Structure Puzzle,” *The Journal of Finance*, Cilt 39, Sayı 3, s. 575-592.
- Myers, Stewart C. ve Nicholas S. Majluf (1984); “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Jornal of Financial Economics*, Cilt 13, Sayı 2, s. 187-221.
- Napompech, Kulkanya (2002); “Financial Performance of Insurance Companies Following Initial Public Offerings”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, College Of Administration and Business Louisiana Tech University, ABD.
- Otlı, Fikret ve Sibel Ölmez (2011); “Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB’de Bir Uygulama”, *Akademik Yaklaşımlar Dergisi* Cilt 2, Sayı 2, s. 14-44.
- Ölmez, Sibel (2010); “Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatlarını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme”, Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.

- Özer, Bengi (1999); “Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey”, *Sermaye Piyasası Kurumu Yayını*, No:128, Ankara.
- Pagano, Marco, Fabio Panette ve Luigi Zingales (1998); “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, Cilt 53, Sayı 1, s. 27-64.
- Pay Tebliği (2013); 28685, 22 Haziran 2013.
- Reilly, Frank K. (1973); “Further Evidence on Short-Run Results for New Issues Investors”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 8, Sayı 1, s. 83-90.
- Röell, Ailsa (1996); “The Decision to Go Public: An Overview”, *European Economic Review*, Sayı 40, s. 1071-1081.
- Ritter, Jay R. (1991); “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Cilt 46, Sayı 1, s. 3-27.
- Ritter, Jay R. (1998); “Initial Public Offerings”, *Contemporary Finance Digest*, Cilt 2, Sayı 1, s. 5-30.
- Ritter, Ray J., Ivo Welch (2002); “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, *The Journal of Finance*, Cilt 57, Sayı 4, s. 1795-1828.
- Sağlam, Gökçe Yıldız (2007); “*Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB’de Bir İnceleme*”, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (2013); T.C. Resmi Gazete, 28691, 28 Haziran 2013.
- Sermaye Piyasası Kanunu (2012); T.C. Resmi Gazete, 28513, 30 Aralık 2012.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2016); Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73>, (Erişim Tarihi: 06.02.2018).
- Stoll, Hans R. ve Anthony J. Curley (1970); “Small Business and the New Issues Market for Equities”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 5, Sayı 3, s. 309-322.
- Teker, Suat ve Ömer Ekit (2003); “The Performance of IPOs in İstanbul Stock Exchange in Year 2000”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 4, Sayı 1, s. 117-128.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch ve T. J. Wong (1998); “Earning Manegement and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Cilt 53, Sayı 6, s. 1935-1974.
- Tinic, Seha M. (1988); “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks”, *The Journal of Finance*, Cilt 43, Sayı 4, s. 789-822.

- Uşaklı, Senem Mutlu (2010); “*Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri*”, Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ünlü, Ulaş, Ersan Ersoy (2008); “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 23, Sayı 2, s. 243-258.
- Wang, Changyun (2005); “Ownership and operating performance of Chinese IPOs”, *Journal of Banking & Finance*, Cilt 29, s. 1835-1856.
- Welch, Ivo (1989); “Seasoned Offerings, Imitation Cost and the Underpricing of the Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Cilt 44, Sayı 2, s. 421-449.
- Wong, Jody (2012); “Operating Performance of Initial Public Offering Companies in Hong Kong”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Cilt 8, Sayı 1, s. 46-65.
- Yalçın, Kürşat (2006); “Düşük Fiyatlandırma Olgusu ile Halka Arz Şekilleri ve Halka Arz Fiyatı Arasında İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait İnceleme”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, s. 145-158.
- Yıldırım, Durmuş ve Aydoğan Dursun (2015); “Borsa İstanbul’daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 30, Sayı 1, s. 189-202.

EKLER

Ek-1: Araştırma Konusu Şirket Listesi (Finansal Performans)

N	BİST İşlem Kodu	Şirket Unvanı (Eski Unvanı)	İlk İşlem Günü
1	ADESE	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	15.08.2011
2	AKFEN	Akfen Holding A.Ş.	09.04.2010
3	AKFGY	Akfen GYO A.Ş.	20.04.2011
4	AKGUV	Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	03.07.2012
5	AKPAZ	Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım Ve Ticaret A.Ş.	03.06.2013
6	AKSEL	Aksel Enerji Yatırım Holding A.Ş. (Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	24.08.2011
7	AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	14.05.2010
8	ANELE	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	01.07.2010
9	ARBUL	Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.	06.05.2014
10	ARTOG	Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	31.05.2012
11	ATAC	Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	01.06.2011
12	ATPET	Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	15.10.2012
13	AVHOL	Avrupa Yatırım Holding A.Ş. (Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	07.12.2012
14	AVISA	Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	12.11.2014
15	AVOD	A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.	03.11.2011
16	BAKAN	Bakanlar Medya A.Ş.	21.05.2013
17	BEYAZ	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	28.03.2012
18	BIZIM	Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	01.02.2011
19	BLCYT	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14.04.2011
20	BMEKS	Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	24.02.2011
21	BMELK	Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	02.06.2014
22	BNTAS	Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.05.2015
23	BRKSN	Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	27.01.2011
24	CEMAS	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	21.06.2010
25	CLKHO	CLK Holding A.Ş. (Karkim Maden İnşaat Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	27.05.2011
26	CUSAN	Çuhadaroglu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	18.02.2016
27	DAGI	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13.05.2011
28	DENGE	Denge Yatırım Holding A.Ş.	02.08.2012
29	DESPC	Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	22.11.2010
30	EKGYO	Emlak Konut GYO A.Ş.	11.11.2010
31	EKIZ	Ekiz Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.)	16.06.2010
32	ERICO	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	02.06.2011
33	ETILR	Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.)	16.07.2012
34	EUHOL	Euro Yatırım Holding A.Ş. (Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.)	14.06.2010
35	EUKYO	Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	28.07.2011

36	FLAP	Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	29.06.2012
37	GEDIK	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	20.07.2010
38	GLBMD	Global Menkul Değerler A.Ş.	08.06.2011
39	HATEK	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	02.12.2010
40	HITIT	Hitit Holding A.Ş.	09.03.2012
41	HLGYO	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	20.11.2014
42	IDGYO	İdealist GYO A.Ş.	21.05.2010
43	IHGZT	İhlas Gazetecilik A.Ş.	24.05.2010
44	IHYAY	İhlas Yayın Holding A.Ş.	24.09.2010
45	INFO	İnfo Yatırım A.Ş.	01.08.2011
46	IZFAS	İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	19.06.2014
47	IZTAR	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	22.11.2013
48	KATMR	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	05.11.2010
49	KILER	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.12.2010
50	KLGYO	Kiler GYO A.Ş.	03.02.2011
51	KOZAL	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	05.12.2011
52	KRATL	Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	03.08.2012
53	KRGYO	Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	06.03.2014
54	KRONT	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	16.05.2011
55	LATEK	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	12.02.2010
56	LIDFA	Lider Faktoring A.Ş.	16.06.2014
57	LKMNH	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz. Eğt.Hiz. ve İnş. Taah. A.Ş.	17.01.2011
58	MANGO	Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	27.04.2010
59	MCTAS	MCT Danışmanlık A.Ş. (MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.)	30.05.2012
60	MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.05.2012
61	MENBA	Menba Holding A.Ş. (Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	07.06.2013
62	MEPET	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	09.06.2011
63	MMCAS	MMC Sanayi ve Ticari Yatırımlar A.Ş. (Gentra Lojistik A.Ş.)	11.10.2011
64	MRGYO	Martı GYO A.Ş.	12.07.2010
65	NIBAS	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	05.03.2012
66	ODAS	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	23.05.2013
67	ORGE	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	15.05.2012
68	OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	04.05.2012
69	OZBAL	Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	24.06.2011
70	OZKGY	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	15.02.2012
71	OZRDN	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.02.2015
72	PAGYO	Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	27.05.2013
73	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	24.04.2013
74	PLASP	Plaspak Kimya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	16.12.2013
75	POLHO	Polisan Holding A.Ş.	24.05.2012
76	POLTK	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	21.01.2014
77	PRZMA	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.05.2012
78	PSDTC	Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	07.07.2014
79	RODRG	Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	28.06.2013
80	ROYAL	Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	26.04.2013

81	RTALB	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.	28.04.2014
82	RYGYO	Reysaş GYO A.Ş.	02.07.2010
83	SAMAT	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	29.06.2011
84	SANEL	San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	19.11.2013
85	SANFM	Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.04.2012
86	SAYAS	Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	27.06.2013
87	SEKUR	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	13.08.2013
88	SEYKM	Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	03.08.2015
89	SNKRN	Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	04.03.2015
90	SRVGY	Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	22.02.2013
91	TACTR	Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	03.05.2013
92	TARAF	Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.03.2012
93	TGSAS	TGS Dış Ticaret A.Ş.	07.06.2012
94	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	17.05.2012
95	TKURU	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	19.10.2012
96	TMPOL	Temapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	02.12.2013
97	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	05.12.2012
98	TRGYO	Torunlar GYO A.Ş.	29.07.2010
99	TSGYO	TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	06.12.2011
100	TUCLK	Tuççelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	13.06.2014
101	ULAS	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	06.08.2012
102	ULUSE	Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ticaret A.Ş.	13.11.2014
103	ULUUN	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	21.11.2014
104	UTOPYA	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	04.02.2011
105	UYUM	Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	21.10.2010
106	VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	25.07.2011
107	VERTU	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	17.11.2015
108	VERUS	Verusa Holding A.Ş.	12.11.2013
109	YAPRK	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.05.2011
110	YAYLA	Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	07.10.2013

Ek-2: Araştırma Konusu Şirket Listesi (Faaliyet Performansı)

N	BİST İşlem Kodu	Şirket Unvanı (Eski Unvanı)	İlk İşlem Günü
1	ADESE	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	15.08.2011
2	AKFEN	Akfen Holding A.Ş.	09.04.2010
3	AKGUV	Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	03.07.2012
4	AKPAZ	Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım Ve Ticaret A.Ş.	03.06.2013
5	AKSEL	Aksel Enerji Yatırım Holding A.Ş. (Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	24.08.2011
6	AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	14.05.2010
7	ANELE	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	01.07.2010
8	ARBUL	Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.	06.05.2014
9	ATPET	Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	15.10.2012
10	AVHOL	Avrupa Yatırım Holding A.Ş. (Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	07.12.2012
11	AVOD	A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.	03.11.2011
12	BEYAZ	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	28.03.2012
13	BIZIM	Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	01.02.2011
14	BLCYT	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14.04.2011
15	BMEKS	Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	24.02.2011
16	BMELK	Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	02.06.2014
17	BNTAS	Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18.05.2015
18	BRKSN	Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	27.01.2011
19	CEMAS	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	21.06.2010
20	CLKHO	CLK Holding A.Ş. (Karkim Maden İnşaat Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	27.05.2011
21	CUSAN	Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	18.02.2016
22	DAGI	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13.05.2011
23	DENGE	Denge Yatırım Holding A.Ş.	02.08.2012
24	DESPC	Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	22.11.2010
25	EKIZ	Ekiz Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.)	16.06.2010
26	ETILR	Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.)	16.07.2012
27	FLAP	Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	29.06.2012
28	HATEK	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	08.06.2011
29	HITIT	Hitit Holding A.Ş.	20.11.2014
30	IHGZT	İhlas Gazetecilik A.Ş.	09.03.2012
31	IHYAY	İhlas Yayın Holding A.Ş.	21.05.2010
32	IZFAS	İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	01.08.2011
33	IZTAR	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	24.09.2010
34	KATMR	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	19.06.2014
35	KILER	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	03.08.2012
36	KOZAL	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	02.12.2010
37	KRATL	Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.11.2013
38	KRONT	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	05.12.2011
39	LATEK	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	06.03.2014

40	LKMNH	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz. Eğt.Hiz. ve İnş. Taah. A.Ş.	12.02.2010
41	MANGO	Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	16.06.2014
42	MCTAS	MCT Danışmanlık A.Ş. (MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.)	27.04.2010
43	MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12.07.2010
44	MENBA	Menba Holding A.Ş. (Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.)	30.05.2012
45	MEPET	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	18.05.2012
46	NIBAS	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	09.06.2011
47	ODAS	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	11.10.2011
48	ORGE	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	05.03.2012
49	OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	23.05.2013
50	OZBAL	Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	04.05.2012
51	OZRDN	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.02.2012
52	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	18.02.2015
53	PLASP	Plaspak Kimya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	24.04.2013
54	POLHO	Polisan Holding A.Ş.	07.07.2014
55	POLTK	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	16.12.2013
56	PRZMA	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	24.05.2012
57	PSDTC	Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	27.05.2013
58	RODRG	Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	15.05.2012
59	ROYAL	Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.07.2010
60	RTALB	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.	28.06.2013
61	SAMAT	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	19.11.2013
62	SANEL	San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	26.04.2013
63	SANFM	Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28.04.2014
64	SAYAS	Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	18.04.2012
65	SEKUR	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	29.06.2011
66	SEYKM	Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	04.03.2015
67	SNKRN	Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	27.06.2013
68	TACTR	Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	22.02.2013
69	TGSAS	TGS Dış Ticaret A.Ş.	17.05.2012
70	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	02.03.2012
71	TKURU	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	03.05.2013
72	TMPOL	Temapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	19.10.2012
73	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	06.12.2011
74	TUCLK	Tuğçelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	29.07.2010
75	ULAS	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	13.06.2014
76	ULUSE	Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ticaret A.Ş.	05.12.2012
77	ULUUN	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	06.08.2012
78	UTOPYA	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	13.11.2014
79	VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	04.02.2011
80	VERUS	Verusa Holding A.Ş.	21.10.2010
81	YAPRK	Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12.11.2013
82	YAYLA	Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	17.11.2015

ÖZGEÇMİŞ

1 Ocak 1984 tarihinde Zonguldak ilinin Devrek ilçesinde doğdu. İlkokulu Devrek Merkez İlköğretim Okulu'nda ortaokul ve liseyi Devrek Anadolu Lisesi'nde okudu. 2006 yılında Sakarya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünü bitirdi. Üniversite yıllarından sonra özel ilgisi nedeniyle başladığı Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi, Dış Ticaret Programını 2009 yılında tamamladı. Özel sektörde bir müddet çalıştıktan ve yedek subay olarak askerliğini bitirdikten sonra 2011 yılında Sosyal Güvenlik Kurumu'nda çalışmaya başladı. Halen adı geçen kurumda sosyal güvenlik denetmeni olarak çalışmaya devam etmektedir.

