
İLK HALKA ARZDA SICAK VE SOĞUK PİYASALAR

Nimet ÇAKIR¹

Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU²

Hakan KAPUCU³

Öz

Sermaye piyasasında halka arz olan işletmeler açısından ilk halka arzın başarılı olmasında zamanlama oldukça önem taşımaktadır. Sıcak veya soğuk halka arz şeklinde de bölümlendirilebilen halka arz piyasalarında, zamanlama etkenine bağlı olarak, pay senedi değerlemesi ile halka arz sonrası ilk işlemin ardından oluşan kısa, orta ve uzun dönemli fiyatlar arasındaki ilişki, halka arz literatürün de önemli yer tutmaktadır. Sıcak halka arz piyasası, yatırımcılar tarafından halka arza olan aşırı talep, aşırı düşük fiyatlandırma ve alışılmadık derecede fazla halka arzın gerçekleştiği piyasa olarak tanımlanmaktadır. Soğuk halka arz piyasası ise yüksek hacimli halka arz dönemlerinin sonlarına doğru, gerek halka arz sayısında azalma, gerekse açılışın ardından oluşan pay senedi fiyatlarındaki oynaklık şeklinde ifade edilmektedir. Bu çalışma, 1993-2015 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'da gerçekleştirilen 327 adet halka arzı, sıcak ve soğuk halka arz piyasası ekseninde incelemektedir. Elde edilen bulgular sonucunda, sıcak halka arz piyasasında kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın %10,76 düzeyinde, soğuk piyasada ise aşırı fiyatlandırmanın %10,04 düzeyinde gerçekleştiği saptanmıştır. Yine ilgili dönemdeki halka arzlarda Ay Etkisi incelendiğinde, sıcak piyasalarda gerçekleşen halka arzlarda ilk gün getirisinin %7,29; soğuk piyasalarda gerçekleşen halka arzlarda ise getirinin %2,96 olarak gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Sıcak ve Soğuk Piyasa, Düşük Fiyatlandırma

Jel Sınıflandırma: G12, G14, G24

INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN HOT AND COLD MARKETS

Abstract

Timing of Initial Public Offerings (IPOs) in any capital market is very important for success. In IPO's markets, also partitioned as hot or cold IPO's, depending on the timing factor, the relationship between the short, medium and long term prices after the initial public offerings, occupies, important place in the IPO literature. The hot public offering market is defined as an oversubscribed, extreme underpricing, and high volumes in public offering by the investors. The cold public offering market is defined as a decrease by a decrease in the number of public offerings and a volatility in share prices after the opening, towards the end of high volume public offerings. In this study, we examine the 327 hot and cold IPO carried out in Borsa İstanbul (BIST) between 1993-2015. When the results are examined, in a hot public offering market, underpricing in the short term is 10.76% and in the cold market, overpricing is 10.04%. When the monthly effect is analyzed in the public offerings, first day returns are realized as 7.29% in the hot markets,; 2.96% in cold markets.

Key Words: IPO, Hot and Cold Markets, Underpricing

Jel Classification: G12, G14, G24

¹ Öğr.Gör. Nimet ÇAKIR, Kocaeli Üniversitesi, Hereke MYO, Kocaeli, nimet.cakir@gmail.com

² Prof.Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, Başkent Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Ankara, gurayk@baskent.edu.tr.

³ Doç.Dr.Hakan KAPUCU, Kocaeli Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Kocaeli, hknkpc@gmail.com

1. Giriş

Halka arz, şirketlerin finansman ihtiyacını özkaynakla karşılamak için pay senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcıya çağrı ve ilan yoluyla satılarak kaynak sağlanmasıdır. Halka arzın şirketlere sağladığı avantajlar; uzun vadeli ve düşük maliyetli uygun finansman, likidite, yurt içi ve yurt dışında tanınmak, kurumsallaşma, iskontosuz hesaplama sağlamak suretiyle şirket değerini artırmak ve başka şirketleri devralma yoluyla büyüme imkanı yaratmak olarak sıralanabilir.

Halka arzdan beklenen faydaların sağlanması için, bu faydaların ortaya çıkacağı zamanın iyi belirlenmesi gerekmektedir. Halka arz zamanının belirlenmesinde genel piyasa, içinde bulunulan sektör, döviz kuru ve faiz hadleri gibi faktörlerin seyri oldukça önemlidir. Brau ve Fawcett'in (2006) yaptıkları amprik çalışmaya göre, şirket yöneticilerinin halka açılmada zamanlama konusunda en çok itibar ettikleri faktörler; genel piyasa ve içinde bulunulan sektörün durumudur. Ayrıca halka açılma kararının verilmesi (işlemlere başlanması) ile halka açılma günü arasında genelde 3-6 aylık bir zaman aralığı olabilmektedir. Dolayısıyla şirketin sadece bugünü analiz etmesi değil, 3-6 ay sonrasını da tahmin edebilmesi gerekmektedir (Başpınar,2008: s.22).

Halka arzın gerçekleşeceği zamanın kararı, ihraççı için oldukça kritik öneme sahiptir. Piyasa zamanlaması teorisi, aynı endüstriye ait halka arz eden IPO sayısı ve piyasadaki halka arz hacmi gibi farklı piyasa değişkenlerini dikkate alarak ihraççının piyasa zamanına dayalı kararını haklı kılmaktadır (Katti, Phani, 2016: s.47).

Halka arz piyasasında önemli unsurlardan biri de halka arz dalgaları ya da sıcak halka arz piyasalarıdır. Sıcak (soğuk) halka arz piyasalarında tipik olarak daha büyük (küçük) hacim ve daha fazla (daha az) düşük fiyatlandırma olduğu görülmektedir. Belirli zamanlarda belirli sektörlerde yoğunlaşan halka arz faaliyetleri sıcak pazarların diğer önemli özelliklerinden biridir. Halka arz piyasalarında ekonomik koşullardaki değişime bağlı olarak halka arza konu şirket sayısındaki artış veya azalış, sıcak ve soğuk dönemleri oluşturmakla birlikte, halka arz piyasasının oluşmasını sağlayan nedenler ve sebeplerin ne olduğu konusunda kesin bir fikir birliği bulunmamaktadır (Chang vd, 2012:76).

Gelişmiş piyasalarda sıcak ve soğuk halka arz piyasaları ile ilgili çok sayıda çalışma olmasına karşın Türkiye'de bu konuda oldukça sınırlı çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada Türkiye'de sıcak ve soğuk halka arz piyasaları kısa ve uzun dönem getirileri açısından incelenmiştir. Ülkemizde bu piyasalara ilişkin veri sağlanması amaçlanan çalışmanın hem yatırımcılara hem de ihraççılara halkla arzda zamanlamaya ilişkin değerlendirmelerinde katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Zira halka arzlarda zamanlama hem ekonomik aktivitenin gidişatı yönündeki olumlu ve olumsuz göstergeler, hem de sermaye piyasalarına yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde fiyatlama ve ilk günkü getiri açısından önem arz etmektedir. Soğuk ve sıcak piyasalarda gerçekleşen halka arzların zamanlaması şirketler açısından maksimum fonlama girdisinin sağlanması; halka arza iştirak etmeyi düşünen yatırımcılar açısından ise maksimum kazancın elde edilmesi bakımından önemlidir.

Çalışmada 1993-2015 yılları arasında gerçekleşen 327 halka arz, sıcak ve soğuk piyasalar, sektör, yıllık ve aylık bazında kısa ve uzun dönem getirileri açısından incelenmiştir. Halka arza konu varlıkların kısa, orta ve uzun dönemli getirilerini hesaplayan bu çalışma 23 yıl içinde gerçekleşen toplam 327 halka arzı sıcak ve soğuk piyasalar açısından incelemektedir.

2. Sıcak ve Soğuk Halka Arz Piyasaları ile İlgili Teoriler

Sıcak ve soğuk halka arz piyasalarını farklı kılan unsurlara bağlı olarak, şirketlerin kalite farklılıklarını ve özelliklerini açıklamaya yönelik birçok teori oluşturulmuştur. Bu teorileri; asimetrik bilgiye dayalı teoriler, rekabete dayalı teoriler ve pazar zamanlaması teorileri olarak üç bölüme ayrılabilir.

Asimetrik Bilgiye Dayalı Teoriler

Asimetrik bilgiye dayalı modellere göre sıcak halka arz piyasaları, asimetrik bilgi maliyetlerini düşürerek çok daha kaliteli işletmelerin halka açılma kararlarına etki etmektedir. Allen ve Faulhaber (1989:318); ilk halka arz sinyalleme modelinde, şirketlerin beklenen kârlarında olumlu artışlar varken sıcak halka arzı öngörmektedir. Bu durumda, aşırı düşük fiyatlamının, olumsuz bir seçim sorununun önüne geçebileceği için daha kaliteli şirketlerin kamuya açılmasını sağlamak için bir işaretleyici rol oynadığını iddia etmektedir.

Chemmanur ve Fulgieri (1999), asimetrik bilgi ve yüksek maliyetli bilgi toplama karşısında risk sermayesi finansmanın temini için halka arzın seçilmesi gerektiğini öne sürmektedir. Şirket değerini yükselten üretkenlik şokları, sıcak halka arz piyasalarında daha fazla yatırımcıyı bilgilendirirken aynı zamanda daha fazla halka arzı teşvik eder. Bu nedenle, sıcak halka arz piyasaları çok kazançlı şirketler veya kısa sürede çok karlı olması beklenen şirketler tarafından çok sayıda halka arz olarak nitelendirilmektedirler. Ayrıca, eğer piyasalar sıcaksa şirketlerin daha erken yaşlarda halka arz yapabileceğini öngörülmektedir.

Rekabete Dayalı Teoriler

Chemmanur ve He (2011:412), ilk halka arzda oluşan dalgalanmayı ürün pazarının rekabete dayalı olarak açıklamışlardır. Yazarların modelinde, yeterli nakdi olan şirketlerin, rakipleri halka açıldıklarında, yatırım fırsatlarını fonlamak için halka açıldıklarını ileri sürmüşlerdir. Modellerinde, sıcak halka arz piyasası süresince dalga üzerinde halka açılan şirketlerin, soğuk halka arz piyasası sırasında halka arz olan şirketlerden daha düşük verimlilik ve halka arz sonrası karlılığa sahip olacağını öngörmüşlerdir.

Stoughton, Wong ve Zechner (2001:377), şirketlerin ürün kalitesi hakkında asimetrik bilgilerin varlığında halka arza odaklandığını belirtmişlerdir. Yazarlar, tüketicilerin ürün kalitesini pay senedi fiyatından ayırdığı bir model geliştirmişlerdir. Model, yalnızca daha kaliteli şirketlerin halka arz olacağını öngörmektedir. Halka arza ilişkin duyuruların rakip şirketlerin pay senedi fiyatları üzerindeki etkisi, pazar büyüklüğü ve pazar payı ile ilgili çıkarımlarla ilgilidir. Model ayrıca, "sıcak ihraç" piyasalarının olasılığının, pazar büyüklüğü belirsizliğinin dağılımına ve tüketici tercihlerinde mevcut şebeke dışsallıklarının derecesine bağlı olduğunu öngörmektedir.

Busaba ve Wilhelm (2002:31) halka arzın endüstrideki diğer şirketlere yarattığı bilgi dışsallıklarını vurgulamaktadırlar. Yazarların kurdukları model, bir aracın, bilgi dışsallıklarının varlığında birincil pay senedi piyasalarını harekete geçirerek sosyal refahı nasıl teşvik edebileceğini göstermek için tasarlanmıştır. Başta yeni doğan sektörler olmak üzere öncü şirketler, giriş maliyetleri yüksekse ve faydalar tamamen içselleştirilemiyorsa piyasaya girmeleri yavaş olabilir. Bununla birlikte, yatırım bankacılığı endüstrisi yeterince yoğunlaşmış ve bankalar ile yatırımcılar arasındaki ilişkiler yeterince güçlü ise, bankalar öncü ve takipçiler arasındaki koordinasyon sorununu, endüstrideki halka arzı birleştirerek çözebilirler; böylece potansiyel öncülerin karşı karşıya kaldıkları nispeten yüksek giriş maliyetlerini en azından kısmen dengeleyebilmektedir.

Pazar Zamanlaması Teorileri

Baker ve Wurgler (2002:29) şirketlerin pay senedi ihraç kararları girişimlerinin esas olarak piyasa zamanlaması tarafından yönlendirildiğini iddia etmişlerdir. Küçük ve daha riskli şirketler, paylarını satmak için sıcak halka arz piyasalarının irrasyonel yüksek yatırım fikrinden faydalanmaktadırlar. Bu nedenle, sıcak halka arz piyasaları, soğuk halka arz piyasaları sırasında halka açılmayı zorlaştırabilecek şirketleri cezbetmektedir.

Piyasa zamanlaması yazınının diğer bir konusu da sadece sıcak ve soğuk halka arz piyasaları değil aynı zamanda halka arz dalgasında erken ve sonra halka açılan şirketlerin özellikleri de tartışılmaktadır. Altı (2005:1105), sıcak halka arz piyasasında bilgi yayılımı konusunda şirketlerin kalitesine odaklanmıştır. Bilgi sızdırma teorisi, sıcak piyasalarda ilk ihraççıların piyasa değerlemesi sırasında üretilen bilgilerin (öncüler), yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrilerini azaltarak

takepçilerin değerlemesini kolaylaştırdığını iddia etmektedir. Böylece, bu bilgi yayımlarının, daha fazla halka arzı tetiklemesi beklenmektedir. Chemmanur ve He (2011:384) hem teorik hem de ampirik çalışmalarında, dört teori ileri sürmüşlerdir. İlk teorileri, bir halka arz dalgası dışında (soğuk bir halka arz piyasasında) halka açılan şirketlerin, bir halka arz dalgasında halka arz edilenlerden daha yüksek verimlilik ve arz sonrası karlılığa sahip olmasıdır. İkinci teorileri, ortalama olarak, bir halka arz dalgasında daha önce halka arz olan şirketlerin, dalga sonrasında halka arz edilenlerden daha yüksek verimlilik ve halka arz sonrası karlılığa sahip olacağını ileri sürmektedir. Üçüncüsü ise bir halka arz dalgası dışında halka açılan şirketlerin ortalama halka arz öncesi verimlilik oranının daha yüksek olduğunu ve yüksek üretken firmaların daha büyük bir optimal ölçüğe sahip olduklarını öngördüğünden, halka arz edilen şirketlerin halka arz dalgasında ortalama nakit tuttuğunu belirtmektedir (Halka arzda belirlenen miktarda). Benzer şekilde, daha sonra halka arz olan şirketlerin, dalganın başında halka açılan şirketlerden (halka arzda belirlenen miktarda) daha fazla parayı elinde tutacaklarını tespit etmişlerdir.

Lowry ve Schwert (2002:1196) ilk halka arz hacminin son zamanlarda ve aynı anda sunulan arzların sonucuna oldukça duyarlı olduğunu göstermişlerdir. Belirli bir ayda halka arz endekslerinin öngörülen beklentileri aşması durumunda, sonraki aylarda halka arz hacmi belirgin şekilde artmaktadır. Bunun aksine, ihraç fiyatları beklenenden daha düşük fiyatlanırsa, halka arz olmayı düşünen şirketlerin sayısının azalacağını belirtmişlerdir. Alti (2005), yüksek ihraç fiyatlarına tepki olarak halka arz hacmindeki artışın sıcak bir piyasada daha belirgin olduğunu ve sıcak halka arz piyasası ilerledikçe ihraççı kalitesinin bozulduğunu belgelemiştir. Çolak ve Günay (2011:556), kurdukları modelde, rekabet eden şirketlerin projelerinin kalitesine dayalı olarak, gelişen bir halka arz pazarında ihraç sırasını içsel olarak seçme sürecini açıkça anlatmaktadırlar. Yaptıkları çalışmada, ilk ihraççıların her zaman en iyi şirketler olduklarını ve tüm taraftarların daha düşük kalitede olduklarını gösteren herhangi bir varsayımın zayıf olduğunu tespit etmişlerdir. Halka arzın ihracının zamanlamasıyla ilgili yaptıkları çalışmada, ilk halka arzların stratejik nedenlerden ötürü zamanlamaya girdiğini ve pazarın aşırı veya yüksek nakit akışlarına ilişkin nedenlerden kaynaklanmadığını göstermişlerdir. Birçok ilk halka arzın piyasa koşullarının keşfedilmesi amacıyla ihraçlarını ertelediklerini belirtmişlerdir.

Banerjee ve diğerleri (2016: 338), sıcak halka arz piyasalarında şirketlerin IPO zamanlaması kararını incelemişlerdir. IPO zamanlamasına ilişkin kurdukları model iki ana varsayıma dayanmaktadır: (1) Bir şirketin büyüme fırsatlarının değeri belirsizdir ve ekonominin durumuna bağlıdır; (2) bazı şirketlerin diğerlerine oranla daha iyi büyüme fırsatları vardır ve yatırımcılar bu şirketleri tanımamaktadır. Birinci varsayım, tüm şirketlere bekleme teşviki verirken ikincisi, yüksek kaliteli şirketlere hareket etme teşviki verir. Ekonominin kötü olması muhtemel olduğunda, tüm şirketler halka arz için beklemektedirler. Bununla birlikte, iyi bir ekonominin yeterli ihtimali olduğunda, yüksek kaliteli şirketler kalitelerini yatırımcılara bildirmek için sinyal vermektedirler. Elde ettikleri sonuçlara göre, sıcak halka arz piyasalarının havuzlaşma dengesinde olması veya düşük fiyatlandırma ile dengenin ayrılması olasıdır. Eski denge tipinde, halka arz olan şirketlerin ortalama kalitesi sabittir ve sıcak halka arz piyasalarının genelinde düşük fiyatlandırma azdır. İkinci tür dengede, ortalama kalite ve düşük fiyatlandırma başlangıçta ve sonrasında yüksektir. IPO piyasasında, ekonomik belirsizlik yüksek olduğunda, kaliteli şirketlerin sayısının düşük kaliteli şirketlere kıyasla daha az olduğunu tespit etmişlerdir. Elde ettikleri diğer bir sonuçta düşük fiyatlandırma eğiliminin sıcak halka arz piyasalarının başlangıcında yükseken sonrasında bu eğilimde keskin bir düşüş gözlemlendiği.

3. Literatür

Ibbotson ve Jaffe (1975:1041)'e göre, sıcak piyasada halka arzlar genellikle, satış fiyatlarında satış sonrası pazar ortalamasından daha yüksek bir seviyeye yükselen belirli pay senedi arzlarını temsil etmektedirler. Araştırmacılar 1960-1970 yılları arasında gerçekleşen halka arzlarda bir ve iki aylık getirileri inceledikleri çalışmalarında, sıcak piyasada halka arz için %12.64, soğuk piyasa için ise %11.97 altında düşük fiyatlandırma tespit etmişlerdir. Ritter (1984:215), Ibbotson ve Jaffe

(1975)'nin modelini geliştirerek 1980 sıcak pay piyasasına uygulamıştır. Ritter (1984) yılında yaptığı on beş aylık araştırmada sıcak piyasa durumunda; arz fiyatı ve ilk gün kapanış fiyatı arasında %48,4 fark olduğunu tespit etmiştir. 1977-82 dönemini kapsayan soğuk pazar arzları için yaptığı çalışmada ilk gün getirisini %16,3 olarak bulmuştur.

Helwege, Liang (2001:29)'e göre sıcak bir halka arz piyasası, alışılmadık derecede yüksek halka arzlar, aşırı düşük fiyatlama, halka arza aşırı talep ve belirli endüstrilerdeki yoğunlaşmalardır. 1975-2000 yılları arasındaki soğuk ve sıcak pazarlarda halka arz olan 6419 şirketin özelliklerini araştırmışlardır. Sıcak piyasada halka arzlarda soğuk piyasaya oranla daha fazla düşük fiyatlandırma olduğunu tespit etmişlerdir. Endüstrilerde ve şirket özelliklerinde iki piyasada da önemli bir farklılık bulamamışlardır. Coakley vd. (2005:22), 1985-2003 yılları arasında İngiltere'de gerçekleşen 593 ilk halka arzı, sıcak pazarlar, uzun vadeli düşük performans ve girişim sermayedarları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sıcak piyasalarda halka arz olan girişim sermayeli şirketlerin, kısa dönemdeki getirileri ile uzun vadeli getirileri arasında olumsuz negatif ilişki tespit etmişlerdir. Derrien (2005:515), Haziran 1999-2001 yılları arasında gerçekleşen 166 halka arzın, fiyat aralığı yöntemi ile gerçekleşen 62 tanesini incelemiştir. Çalışmasında bireysel yatırımcıların davranışlarını gözlemlemiştir. Bireysel yatırımcıların taleplerinin, teklif anında hakim olan piyasa koşullarıyla güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu ve halka arz fiyatı üzerinde büyük bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca ilk getiri ve ciro ile pozitif korelasyon olduğunu ve halka arz edilen pay senetlerinin uzun vadeli pay senedi fiyat performansı ile negatif korelasyona sahip olduğunu belirtmiştir.

Yung vd. (2008: 206) 1973-2004 yılları arasında gerçekleşen 7056 ilk halka arzı incelemişlerdir. Araştırmaları, sıcak ve soğuk piyasada gerçekleşen halka arzların üçer aylık, üç ve beş yıllık CAR ve BHR getirilerini hesaplamışlardır. Araştırmaları, yatırım fırsatlarına yönelik dışsal şokların halka arz piyasasında zamanla değişen ters seçimlere neden olduğunu ve bunların bazılarının bağlantılı olabileceğini göstermişlerdir. Olumlu şoklar, daha fazla firmanın halka açılmasına yol açmaktadır. Böylelikle sermayenin verimliliğinde bir artış sermayeye ve dolayısıyla daha aktif IPO pazarlarına olan talebi arttırmaktadır. Ancak sıcak halka arz piyasalarında düşük kaliteli şirketlerin daha fazla halka arz olmasının asimetrik bilgi probleminin artırabileceğini söylemişlerdir. Ayrıca çalışmalarında sıcak piyasada halka arz olan şirketlerin soğuk piyasada halka arz olanlara göre daha kısa ömürlü olduğunu tespit etmişlerdir. Chang ve arkadaşları (2013:80), 1975-2005 yılları arasındaki 6999 halka arzı incelemişlerdir. Yaptıkları araştırmada, ilk halka arz kümeleme ve pazarlama teorisini destekleyen hayatta kalma olasılığı, hayatta kalma süresi ve uzun vadeli performans üzerinde önemli derecede sıcak halka arz piyasası etkisini göstermişlerdir. Daha küçük ve riskli şirketlerin sıcak halka arz dönemlerinde halka açılmayı tercih ettiklerini başka bir deyişle, sıcak halka arz piyasalarında ihracçıların kalitesinin düştüğünü tespit etmişlerdir. Sıcak halka arz piyasalarında halka arz olan şirketlerin soğuk halka arz piyasalarında arz olanlara göre daha düşük yaşam sürelerinin olduğunu belirtmişlerdir.

Brownhilder ve Smith (2013: 2027) çalışmalarında elde edilen ampirik bulgular, Güney Afrika Menkul Kıymetler Borsasındaki (JSE) halka arzın %67.5 düşük fiyatlandırıldığını göstermişlerdir. Çalışmalarında inceledikleri 16 yılın (1996-2011) sadece beşi (1997-1999 ve 2006-2007) sıcak piyasa dönemleri olarak kabul edilmiştir ve bu iki sıcak piyasada halka arz olan şirketler toplam arzın %68.6'sını oluşturmaktadır. Sıcak piyasada halka arz edilen pay senetleri %95.7 düşük fiyatlandırılırken, soğuk piyasada düşük fiyatlandırmanın %4.91 olduğunu tespit etmişlerdir. Türkiye'de bu konuda oldukça sınırlı sayıda araştırma yapılmıştır. Bildik ve Yılmaz (2008:64) Türkiye için yaptıkları çalışmalarında sıcak ve soğuk piyasa durumlarında bir fark olmadığını ifade etmektedir. Sıcak piyasada 86 şirketi baz alarak ilk gün anormal getirisini %4,46 bulmuşlar, soğuk piyasada 34 şirketi baz alarak ilk gün anormal getirilerini %7,13 bulmuşlar ve normal piyasa durumunda ise 112 şirketi inceleyip ilk gün anormal getiriyi %5,47 olarak bulmuşlardır.

Çolak ve Günay (2011: 577) yaptıkları çalışmada, halka arz olan şirketlerin stratejik bekleme eğilimlerini analiz etmişlerdir. Çalışmalarında, bazı yüksek kaliteli şirketlerin diğer ihrac olan şirketler tarafından ekonomik koşullar hakkında olumlu bir sinyal gelene kadar ilk halka arzlarını

ertelediklerini tespit etmişlerdir. Genişleyen bir halka arz döngüsünün ilk aşamalarında ortalama şirket kalitesinin daha sonraki aşamalardan daha düşük olduğunu göstermişlerdir. Elmas ve Amaniangener (2013:231) Türkiye’de 1995-2010 yılları arasında gerçekleşen 227 halka arzda düşük fiyatlama anomalisine etki eden faktörleri incelemişlerdir. Yükselen bir piyasada halka açılmayı sıcak piyasa, düşen bir piyasada halka açılmayı soğuk piyasa ve yatay seyreden bir piyasada halka açılma normal piyasa durumuyla ifade ettikleri çalışmalarında, 1995-2010 yılları arasında sıcak piyasada 81 şirketin halka arz olduğunu ve ilk gün düşük fiyatlandırmanın %5,71 olduğunu tespit etmişlerdir.

4. Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışmada kullanılan veri seti, Ocak 1993 ile Aralık 2015 yılları arasında gerçekleşen 327 halka arzı içermektedir. Bu veri seti, Türkiye’de halka arz konusunda bugüne kadar yapılan çalışmalarda kullanılan en kapsamlı veri setidir. Çalışmada kullanılan şirket verileri ile halka arz verileri BİST ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun açıkladığı verilerden derlenmiş, sıcak ve soğuk halka arzlar, yıllık ve aylık olarak incelenmiştir. Aşağıdaki tabloda 1993-2015 yılları arasında gerçekleşen halka arz istatistikleri verilmektedir (Tablo 1).

Tablo 1: Yıllara Göre BİST’deki Halka Arz İstatistikleri

YILLAR	ŞİRKET SAYISI	HALKA ARZ ORANI	ŞİRKETİN YAŞI	NOMİNAL DEĞER BİN US\$	SATIŞ TUTARI US\$
1993	16	18.17	23.08	18.130	152.446.679
1994	25	24.55	22.46	24.419	270.480.025
1995	29	33.08	17.53	44.440	246.782.515
1996	27	27.93	12.62	34.626	167.921.616
1997	29	23.39	21.92	66.091	420.376.566
1998	20	25.12	20.27	66.998	383.348.401
1999	10	40.87	3.13	52.391	90.722.366
2000	35	19.81	17.65	157.690	2.806.222.339
2001	1	49.00	0	231	242.654
2002	4	25.00	9.36	17.062	56.467.358
2003	2	35.12	17.73	1.958	11.252.273
2004	12	33.20	13.24	107.114	482.575.185
2005	9	50.74	10.70	267.997	1.743.964.256
2006	15	48.92	10.32	209.917	930.501.524
2007	6	47.39	18.21	305.254	3.298.307.170
2008	2	57.00	7.27	419.101	1.876.920.161
2009	1	25.20	19.00	2.158	6.908.183
2010	22	28.27	15.32	441.093	2.104.016.575
2011	24	28.23	14.01	157.075	826.488.497
2012	16	23.56	13.81	87.083	297.083.992
2013	9	29.98	9.67	173.741	721.890.095
2014	9	27.18	17.44	38.417	308.867.326
2015	4	49.14	10.50	10.296	102.925.182
TOPLAM	327			2.435.285	17.306.710.938

Kaynak: BİST, Yıllara Göre Halka Arz Verilerinden Derlenmiştir.

İncelenen 1993-2015 yılları arasında, 1994, 2001 ve 2008-2009 yıllarında ekonomik krizler yaşanmıştır. 1994 krizinde BİST endeksi ve dolar bazlı işlem hacmi yükselişini korumuş ve halka arz sayısında bir düşüş yaşanmamıştır. 2001 krizinde endeks ve işlem hacmi yabancı fonun hızlı çıkışının etkisiyle düşmüştür. Halka arz sayısı 2001 yılı da dahil olmak üzere 2004 yılına kadar oldukça düşmüştür. 2008 yılında başlayan ve 2009 yılını da kapsayan global krizde BİST endeksi, işlem hacmi ve halka arz sayısı da düşmüştür.

2000 yılında global piyasalarda olduğu gibi BİST’de de halka arz sayısı en yüksek sayıya ulaşmıştır. Global piyasalarda teknoloji şirketlerinin halka arzı çoğunlukta olmasına rağmen Türkiye’de ağırlık sanayi sektöründe gerçekleşmiştir. 2010 yılında Borsa İstanbul halka arz

seferberliği başlatmış 2010 ve 2011 yılında halka arz sayısında artış yaşansa da takip eden yıllarda azalma görülmüştür.

Sıcak halka arz piyasaları, yatırımcıların aşırı talebi, aşırı düşük fiyatlama ve normalin üstünde gerçekleşen halka arz sayısı olarak tanımlanmaktadır. Yıllık bazda sıcak ve soğuk halka arz piyasalarını tespit etmek için (1993-2015) 23 yılda gerçekleşen 327 halka arzın aritmetik ortalaması 14.35 olarak hesaplanmıştır. 20 ve üzeri halka arzın gerçekleştiği yıllar sıcak halka arz piyasaları, 8 ve altındaki halka arzın gerçekleştiği yıllar ise soğuk halka arz piyasaları ve diğer yıllar nötr yıllar olarak belirlenmiştir. Yıllık halka arz ortalamasına göre sıcak arz piyasaları; 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2010 ve 2011 yılları olarak kabul edilirken, soğuk arz piyasaları; 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009 ve 2015 yılları olarak alınmıştır. Sıcak ve soğuk ayların ihraç hacmine göre tanımlanması için, incelenen dönemdeki her yılın kendi içinde aritmetik ortalaması alınmış ve ortalamanın çok üstündeki aylar sıcak piyasaları, altındakiler soğuk piyasalar ve ortalamadakiler nötr olarak değerlendirilmiştir. Sıcak ve soğuk piyasalarında belirlenen her ay için ilk halka arz sayılarının üçer aylık hareketli ortalamaları hesaplanmıştır. Uzun dönem sıcak ve soğuk halka arz piyasaları için ise, Ocak 1993 ile Aralık 2010 yılları arasında gerçekleşen halka arzlar incelenmiştir. Uzun dönem sıcak ve soğuk halka arz piyasaları belirlenirken yıllık bazda belirlenen yılların 36 aylık ve 60 aylık uzun dönem getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmada halka arz sonrası elde edilen getiri üç farklı biçimde ele alınmıştır:

İlk Gün Getirisi: Pay senedinin halka arzdan sonra borsada işlem gördüğü ilk gün elde edilen getiridir. Bir nolu denklemle ham getiriler elde edilmiştir:

$$iGG = \frac{P_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (1)$$

İlk Ay Getirisi: Pay senedinin halka arzdan sonra borsada işlem gördüğü ilk ay elde edilen getiridir. İki nolu denklemle ham getiriler elde edilmiştir:

$$iAG = \frac{P_{30} - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (2)$$

Uzun Dönem Getirisi: Mevcut çalışmalarda pay senetlerinin uzun dönemli getirileri kümülatif anormal getiriler yöntemi (CAR) ile hesaplanmakta olup, örneklem aralıkları genellikle 3 yıldır. Bu çalışmada ise pay senetlerinin uzun dönemli getirileri literatürde sıkça kullanılan bileşik getiri yöntemi olan al-ve-tut (buy-and-hold) yöntemi ile hesaplanmış olup örneklem aralığı 5 yıldır. Veriler üç nolu denklemle elde edilmiştir:

$$BHR = \prod_{T=1}^{60} (1 + G) \quad (3)$$

5. Bulgular ve Tartışma

Bu çalışma sıcak ve soğuk halka arz piyasalarının varlığını araştırmaktadır. Çalışmada ilk halka arzlarında sıcak ve soğuk halka arz piyasaları yıllık, aylık ve sektör bazında incelenmiştir.

Tablo 2: Yıllara Göre BIST'deki Sıcak (Hot) ve Soğuk (Cold) Piyasalara Göre İlk Gün ve İlk Ay Getirileri (Yüzde)

YILLAR	SICAK (HOT) PİYASA		YILLAR	SOĞUK (COLD) PİYASA	
	İLK GÜN GETİRİSİ	İLK AY GETİRİSİ		İLK GÜN GETİRİSİ	İLK AY GETİRİSİ
1994	0,0181	-0,1472	2001	0,0476	-0,076
1995	0,1260	0,1836	2002	-0,0076	0,0135
1996	0,1008	0,1465	2003	0,0266	0,0310
1997	0,0551	0,0280	2007	0,0748	0,0600
1998	0,1029	0,1804	2008	0,1072	-0,0867
2000	0,0885	0,2190	2009	0,1259	0,2028
2010	0,0550	0,1285	2015	0,021	-0,8478

2011	0,0551	0,1227			
ORT.	0.0752	0.1077	ORT.	0.0565	-0.1005

Yıllık bazda yapılan araştırmada; Yıllık halka arz ortalamasına göre sıcak arz piyasaları; 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2010 ve 2011 olarak tespit edilmiş ve kısa dönemde düşük fiyatlandırma %10.76 olarak bulunmuştur. Soğuk arz piyasaları; 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009 ve 2015 yıllarında ise aşırı fiyatlamaların ise -%10.04 olarak gerçekleştiği görülmüştür (Tablo 2). Sıcak halka arz piyasasında şirketlerin halka arz kararı almasında ve düşük fiyatlandırma ile ihraç edilmesinde birçok etken neden olmuş olabilir. Bu etkenler başka bir araştırmanın konusu olmakla birlikte; rakip şirketlerin halka arzıyla yatırım fırsatlarını fonlamak, küçük ve riskli şirketlerin piyasadaki irrasyonel yüksek yatırım fikrinden faydalanmak istemeleri ve oluşan talebi ve ilgiyi değerlendirme istekleri şeklinde sıralanabilir. Sıcak ve soğuk halka arz piyasalarında ihraç edilen pay senetlerinin kısa dönem getirileri ile ilgili elde edilen sonuçlar; Ibbotson ve Jaffe (1975), Ritter (1984), Helwege ve Liang (2001), Brownhilder ve Smith (2013) çalışmalarında elde edilen sonuçlar ile tutarlıdır.

Tablo 3a: Yıl Bazında Sektörlere Göre BIST'deki Sıcak (Hot) Halka Arz Piyasaları

SEKTÖR	HALKA ARZ SAYISI	İLK GÜN GETİRİSİ	BEŞİNCİ GÜN GETİRİSİ	OTUZUNCU GÜN GETİRİSİ
FİNANS	62	0.057	-0.025	0.079
BİLİŞİM	6	0.063	0.064	0.133
SANAYİ	112	0.083	0.051	0.110
DiĞER	31	0.040	0.055	0.163

Yıl bazında sektörlere göre sıcak halka arz piyasaları incelendiğinde 1994-2011 yılları arasında toplam 211 arzın gerçekleştiği ve bunun yarısından fazlasının da sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketlere ait olduğu görülmektedir. Sektörlere göre ilk gün getirilerinde %8 oranında en fazla düşük fiyatlama sanayi sektöründe (alt sektörler; gıda, elektrik-elektronik-enerji, oto yan sanayi, tekstil, kimya-ilaç-boya, dayanıklı tüketim, çimento, inşaat malzemeleri, demir-çelik-metal, orman ürünleri) en az düşük fiyatlama ise diğer sektörlerde (alt sektörleri; hava taşımacılığı ve yer hizmetleri, spor, turizm ve sağlık) görülmektedir. Sıcak arz piyasalarında arz olan şirketlerin otuzuncu gün getirilerine bakıldığında en fazla getirinin %16 ile diğer sektörlerde en az getiriye ise %8 ile finans sektöründe (banka, yatırım ortaklıkları, holding, aracı kurum, sigorta, leasing ve gayrimenkul yat.ort.) hesaplanmıştır (Tablo 3a).

Tablo 3b: Varyans Analizi (Anova Testi)

		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
İLK GÜN	Gruplar Arasında	,038	3	,013	,460	,711
	Gruplar İçinde	5,523	202	,027		
	Toplam	5,560	205			
BEŞ GÜN	Gruplar Arasında	,036	3	,012	,087	,967
	Gruplar İçinde	27,707	199	,139		
	Toplam	27,743	202			

OTUZGÜN	Gruplar Arasında	,062	3	,021	,080	,971
	Gruplar İçinde	50,108	195	,257		
	Toplam	50,170	198			

Yıl bazında sıcak halka arz piyasalarında, ilk gün, beş ve otuzuncu gün getirilerinin sektörel olarak farklılık gösterip göstermediğini incelemek için varyans (Anova testi) analizi yapılmıştır. Varyans analizine ait Tablo 3b incelendiğinde ilk halka arzlardaki ilk gün, beş ve otuzuncu gün getirilerinin sektörel olarak anlamlı bir farklılık bulunmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 4a: Yıl Bazında Sektörlere Göre BIST'deki Soğuk (Cold) Halka Arz Piyasaları

SEKTÖR	HALKAARZ SAYISI	İLGÜNGETİRİSİ	BEŞİNCİGÜNGETİRİSİ	OTUZUNCUGÜNGETİRİSİ
FİNANS	10	0.091	0.044	0.219
BİLİŞİM	1	0.004	0.002	-0.052
SANAYİ	4	0.0178	0.085	0.099
DiĞER	5	0.019	0.023	-0.006

Yıllık bazda soğuk arz piyasaları değerlendirildiğinde 2001-2015 yılları arasında toplam 20 halka arzın gerçekleştiği ve bu arzların yarısının finans sektöründe (gayrimenkul yatırım ortaklıkları ağırlıklı) gerçekleştiği tespit edilmiştir. Sektörlere göre soğuk arz piyasalarında düşük fiyatlandırmanın en yüksek %9 oranında finans sektöründe görülürken en az düşük fiyatlandırmanın %1,7 ile sanayi sektöründe gerçekleştiği tespit edilmiştir. Otuzuncu gün getirilerine bakıldığında ise en fazla getiri %22 ile finans sektöründe hesaplanmıştır (Tablo 4a).

Yıllık bazda soğuk arz piyasalarında, ilk gün, beş ve otuzuncu gün getirilerinin sektörel olarak farklılık gösterip göstermediğini incelemek için varyans (Anova testi) analizi yapılmıştır. Varyans analizi incelendiğinde (Tablo 4b); ilk halka arzlardaki ilk gün, beş ve otuzuncu gün getirilerinin sektörel olarak anlamlı bir farklılık bulunmadığı tespit edilmiştir. Test sonuçları Tablo 4b'de gösterilmiştir.

Tablo 4b: Varyans Analizi (Anova Testi)

		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
ilkgün	Gruplar Arasında	,029	3	,010	,749	,538
	Gruplar İçinde	,221	17	,013		
	Toplam	,250	20			
besgün	Gruplar Arasında	,235	3	,078	,690	,570
	Gruplar İçinde	1,926	17	,113		
	Toplam	2,161	20			
otuzgün	Gruplar Arasında	,158	3	,053	,168	,916
	Gruplar İçinde	5,316	17	,313		
	Toplam	5,474	20			

Tablo 5a: Ay Bazında Sıcak Halka Arz Piyasası Halka Arz Sayıları SICAK (HOT) AYLAR

AĞ93	EK93	ŞB94	EY94	KS94	AR94	AR99	MR00	TM00	HZ04	NS05	MY06
NS95	MY95	HZ95	KS96	TM97	HZ98	ŞB00	MY00	ŞB02	EK04	TM05	HZ06
MY07	MY08	KS09	TM10	HZ11	MY12	MY13	HZ14	KS14			
3	4	3	3	3	5	4	7	6	3	2	3
4	6	5	4	6	5	5	5	3	3	2	5
4	2	1	5	6	6	3	3	4			
11	12	9	12	15	16	12	15	13	6	4	8

Tablo 5b: Ay Bazında Soğuk Halka Arz Piyasası Halka Arz Sayıları SOĞUK (COLD) AYLAR

OC95	TM95	AĞ95	EY95	OC96	ŞB96	AĞ96	AR96	OC97	ŞU97	HAZ97	EY97
AR97	Ş98MR	EK98	OC00	NS00	TM06	EK06	AR06	ŞU10	EY10	EK10	EK11
KS11	12	TM12	EK12	AR12							
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	1	1	1	1							
3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2

Ay bazında yapılan araştırmada, toplam 276 ayın; 32 ayı sıcak, 30 ayı soğuk ve 214 ay ise nötr olduğu tespit edilmiştir. Sıcak halka arz piyasalarında ilk gün getirilerinde %7.3 düşük fiyatlandırma hesaplanırken bu oranın soğuk arz piyasalarında %2.9 ve nötr aylarda da %6.3 olduğu hesaplanmıştır (Tablo 5a ve Tablo 5b).

Sıcak ve soğuk halka arz piyasalarının 5 yıllık (60 aylık) al-tut getirileri incelendiğimizde; sıcak halka arz piyasalarında ortalama getiri %3,23 olarak gerçekleşirken, soğuk halka arz piyasalarında bu oran %1,13 olarak elde edilmiştir. Sıcak halka arz piyasalarının bir aylık getirisi (%10,7) ile altmış aylık getirisi (%3,23) arasındaki eğilim ile soğuk halka arz piyasalarının bir aylık getirisi (-%10) ile altmış aylık getirisinin (%1,13) eğilimi arasında ters bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular, sıcak halka arz piyasalarının varlığını göstermektedir (Tablo 5).

Tablo 6: BIST'deki Sıcak ve Soğuk Halka Arz Piyasalarının 60 Aylık Al-Tut Getirileri (Yüzde)

SICAK (HOT) PİYASA		SOĞUK (COLD) PİYASA	
YILLAR	GETİRİ	YILLAR	GETİRİ
1994	0,0460	2001	0,0145
1995	0,0417	2002	0,0215
1996	0,0699	2003	0,091
1997	0,0290	2007	0,0114
1998	0,0199	2008	0,00
2000	0,096	2009	
2010	0,010	2015	
ORT.	0,0323	ORT.	0,0113

6. Sonuç

Halka arz literatüründe, sıcak veya soğuk halka arz olarak tanımlanan piyasalarda pay senedinin değerlemesi ve açılışın ardından oluşan kısa, orta ve uzun dönemli fiyatlar arasındaki ilişki, zamanlamanın da etkisiyle, önemli bir yer tutmakta ve incelemeye konu olmaktadır. Sıcak halka arz piyasası genelde, alışılmadık derecede yüksek halka arzlar, aşırı düşük fiyatlandırma ve halka arza olan aşırı talep olarak tanımlanmaktadır. Soğuk halka arz piyasası ise yüksek hacimli halka arz dönemlerinin sonlarına doğru azalan, gerek halka arz sayısında azalma gerekse açılışın ardından oluşan fiyatlamadaki oynaklık şeklinde vurgulanmıştır. Bu çalışmada, 1993-2015 yılları arasında BIST'de gerçekleşen 327 halka arzın sıcak ve soğuk piyasa ihraçlarının kısa, orta dönem ve 1993-2010 yılları arasında gerçekleşen 264 halka arzın uzun dönem performansları incelenmiştir.

Yıllara göre sıcak/soğuk halka arz piyasası incelendiğinde; sıcak piyasada halka arz olan şirketlerin ilk gün getirileri %7 olarak hesaplanırken bir aylık getirileri %10 olarak hesaplanmıştır. Soğuk piyasada gerçekleşen halka arzlarda ise ilk gün getirileri %5 ve ilk ay getirileri -%10 olarak tespit edilmiştir. Sıcak/soğuk halka arz piyasaları aylara göre incelendiğinde ilk gün getirileri; sıcak piyasalarda arz olan pay senetlerinde %7,3 olarak gerçekleşirken soğuk halka arz piyasalarında %2,9 ve nötr aylarda gerçekleşen halka arzlarda ise %6 olarak hesaplanmıştır. Sonuçlar incelendiğinde düşük fiyatlandırmanın, sıcak halka arz piyasalarında gerçekleşen halka arzların soğuk halka arz piyasalarındaki halka arzlarla daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Sıcak piyasalarda gerçekleşen halka arzların 60 aylık uzun dönem getirilerinde ise %3,23 bir ortalama elde edilirken soğuk piyasalardaki halka arzlarda getiri %1,13 olarak hesaplanmıştır. Uzun dönemde, sıcak piyasalarda halka arz olan pay senetleri soğuk piyasalarda halka arz olan pay senetlerine göre daha yüksek getiri elde ettiği tespit edilmiştir.

Sıcak halka arz piyasaları sektörler göre incelendiğinde gıda, elektrik-elektronik-enerji, oto yan sanayi, tekstil, kimya-ilaç-boya, dayanıklı tüketim, çimento, inşaat malzemeleri, demir-çelik-metal, orman ürünleri alt sektörlerinin oluşturduğu sanayi sektöründe ilk gün getirilerinde %8 oranında en fazla düşük fiyatlama görülürken en az düşük fiyatlama ise %0,4 ile diğer sektörlerde (alt sektörleri; hava taşımacılığı ve yer hizmetleri, spor, turizm ve sağlık) görülmektedir. Soğuk arz piyasaları sektörler göre değerlendirildiğinde düşük fiyatlandırmanın en yüksek %9 oranında finans sektöründe görülürken en az düşük fiyatlandırmanın %1,7 ile sanayi sektöründe gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Çalışmanın Bulgular ve Tartışma bölümünde de açıklandığı üzere halka arzlarda zamanlama hem ekonomik aktivitenin gidişatı yönündeki olumlu ve olumsuz göstergeler, hem de sermaye piyasalarına yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde fiyatlama ve kısa dönem getiri açısından önem arz etmektedir. Soğuk ve sıcak piyasalarda gerçekleşen halka arzların zamanlaması ise şirketler açısından maksimum fonlama girdisinin sağlanması, halka arza iştirak etmeyi düşünen yatırımcılar açısından ise maksimum kazancın elde edilmesi bakımından önemlidir. Sıcak piyasalarda gerçekleşen halka arzlarda yatırımcılar (kısa ve uzun dönemde) maksimum kazanç elde ederken soğuk piyasalarda şirketler maksimum fon elde edebilmektedirler.

Kaynakça

- Allen, F. ve Faulhaber G. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, 23,303-323.
- Alti, A.(2005). IPO market timing, *Review of Financial Studies*, 61, 1681–1709.
- Baker, M., ve J. Wurgler (2002). Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 57, 1–32.
- Banerjee, S., Güçbilmez, İ.U., Pawlina, G. (2016). Leaders and Followers in Hot IPO Markets, *Journal of Corporate Finance*, 37, 309-334.
- Baspınar, Ahmet (2008). Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri, Doktora Tezi, Başkent Üni., Sosyal Bil.Ens.Ankara.
- Benveniste, L., W. Busaba, ve Wilhelm W. (2002). Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets, *Journal of Financial Intermediation*, 11,61- 86.
- Bildik, R. ve Yılmaz, Mustafa K. (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2 (2), 49-75.
- Brau, James C. ve Fawcett, Stanley E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis Of Theory and Practice, *The Journal Of Finance*, LXI,1, 399-436.
- Brownhilder, N.N, Smit, A. Van A. (2013). Underpricing of IPOs during Hot and Cold Market Periods on the South African Stock Exchange (JSE), *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering* 7(7), 2021-2028.

- Chang, K., Young-Cheol Kim ve Shim H. (2013). Weak Firms Follow Strong Firms in Hot IPO Markets, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42, 76-108.
- Choe, H., R. Masulis, ve Nanda V. (1993). Common Stock Offerings Across the Business Cycle, *Journal of Empirical Finance*, 1, 1-29.
- Chemmanur, T. ve Fulghieri P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision, *Review of Financial Studies*, 12, 249-279.
- Chemmanur, T. J., ve He J. (2011). IPO Waves, Product Market Competition, and The Going Public Decision: Theory and Evidence, *Journal of Financial Economics*, 10, 382-412.
- Coakley, Jerry, Leon Hadass ve Andres W. (2005). Hot IPOs Can Damage Your Long-Run Wealth, Department of Accounting, Finance and Management and Essex Finance Centre University of Essex, UK, 1-37.
- Çolak, G., Günay, H. (2011). Strategic waiting in the IPO markets, *Journal of Corporate Finance*, 17, 555-583.
- Derrien, F. (2005). Hot Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?, *Journal of Finance*, Vol. 60(1), 487-521.
- Elmas, B. ve Amanianganer, M. (2013). BİST’de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlandırma Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi:1995-2010 Dönemi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, 15 (2), 217-241.
- Helwege, J. ve Liang N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 541-569.
- Ibbotson, R. G. ve Jaffe J. F. (1975). Hot Issue Markets, *Journal of Finance*, 30, 1027-1042.
- Lowry, M. ve Schwert G. (2002). IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *Journal of Finance*, 57, 1171-1200.
- Katti, S., Phani, B.V. (2016). Underpricing of Initial Public Offerings A Literature Review, *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4 (2), 35-52.
- Kırkulak B. (2010). Uzun Dönemli Al-Ve-Tut Getirileri: İMKB’de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 10 (2), 465-486.
- Maksimovic, V. ve Pichler P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies*, 14, 459-494.
- Pagano, M., F. Panetta, ve Zingales L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Investigation, *Journal of Finance*, 53, 27-64.
- Ritter, J. (1984). The Hot Issue Market of 1980, *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Stoughton, N., K. Wang, ve Zechner J. (2001). IPOs and Product Quality, *Journal of Business*, 74, 375-408.
- Subrahmanyam, A. ve Titman S. (1999). The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets, *Journal of Finance*, 54, 1045-1082.
- Yung, C., Çolak, G., Wang, W. (2008). Cycles in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, 89, 192-208.
- Zingales, L. (1995). Inside Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, 62, 425-448.

INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN HOT AND COLD MARKETS

Extended Abstract

Aim: Timing in public offerings is important from two perspectives: First, in terms of the course of economic activity, in terms of positive and negative indicators; The second is in terms of pricing and first-day returns during periods when capital in flows and out flows for capital markets are intense. The timing of public offering in cold and hot markets is of great importance in terms of obtaining the maximum earnings for the companies. In this study, it was aimed to determine the relationship between the timing of public offering realized on cold and hot markets in Borsa Istanbul and obtaining maximum earnings.

Method(s): Hot public offering markets according to the annual public offering average; It is accepted as 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2010 and 2011, cold public offering markets; It was taken as 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009 and 2015 years. In order to be defined according to export volume of hot and cold months, quarterly moving averages of first public offering numbers for each month in the sample are calculated. For long-term hot public offering markets, public offerings between January 1993 and December 2010 have been examined.

In the study, there turn obtained after the IPO is handled in three different ways:

First Day Return: The profit obtained on the firstday of trading on the stock market after the public offering of the shares. A line are quation was used to obtain crude stock:

$$iGG = \frac{P_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (1)$$

First Moon Return: The profit of the first month when the share is traded in the stock market after the public offering. Two rounds yielded crude stock:

$$iAG = \frac{P_{30} - P_{T-1}}{P_{T-1}} \quad (2)$$

Long Term Return: In the current studies, the long term return of the share certificates is calculated by the cumulative abnormal return method (CAR), and the sampling intervals are usually 3 years. In this study, long-term returns of share certificates are calculated by the buy-and-hold method which is a common compound return method in the literatüre and the sampling interval is 5 years. The data were obtained with three equations:

$$BHR = \prod_{T=1}^{60} (1 + G) \quad (3)$$

Findings: This study explores the existence of hot and cold IPOs. During the initial public offering of the study, hot and cold public offering markets were examined on an annual and monthly basis. In the annual return; Hot public offering markets according to the average annual IPO; 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2010 and 2011 and the short term low pricing was 10.76%. Cold public offering markets; Over-pricing in 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009 and 2015 was - 10.04%.

In a month-based return, a total of 276 months; It was determined that 32 months were hot, 30 months were cold and 214 months were neutral. In the hot public offering market, 7.3% lower pricing was calculated on the first day, while it was calculated to be 2.9% in cold public offering markets and 6.3% in neutral months.

When we examine the 5-year (60-month) purchase and sale of hot and cold IPOs; The average return on the hot public offering market was 3,23% while the rate on the cold public offering market was 1,13%. The findings Show the presence of hot public offering markets.

Conclusion: In the public offering literature, the relationship between the valuation of the shares in the markets defined as hot or cold public offerings and the short, medium and long-term prices that ocur after the opening, has an important place due to the influence of the timing and is the subject of examination. The hot public offering market is often characterized by unusually high

public offerings, extremely lowpricing, and excessive demand as a public offer. The cold public offering market has been emphasized as the volatility in the price after the opening, which is decreasing towards the end of the high-volume public offering periods and decreasing in the number of public offerings. In this study, short, medium and long term performances of 327 public offerings of hot and cold market in BIST between 1993 and 2015 were examined.

When the hot / cold public offering market is analyzed according to years; The first-day returns of companies with public offerings in the hot market are calculated as 7%, while the monthly returns are calculated as 10%. On public offerings in the cold market, the first day returns were 5% and the first month returns were 10%. When the hot / cold public offering markets are examined according to the month, the first day returns; Was calculated as 7.3% in share certificates which are in hot markets and 2.9% in cold public markets and 6% in public offerings in neutral months. When the results are examined, it has been found that the lower pricing is higher than the public offerings in the cold public offering market in hot public offer markets. For the 60-month long-term offerings of hot-market public offerings, an average of 3.23% was obtained, while for cold-market public offerings the return was 1.13%. In the long run, it has been found that share certificates, which are public offerings in hot markets, have a higher return than share certificates, which are public offerings in cold markets.

As explained in the finding sand discussion section of the study, the timing of the public offerings is important both in terms of positive and negative indicators in the direction of economic activity and in terms of pricing and initial return in periods when capital in flows and out flows for capital markets are intense. The timing of public offerings on the cold and hot markets is important in terms of ensuring maximum funding in put for companies and obtaining maximum earnings for investors who are considering not participating in public offerings.