

**2010-2014 YILLARI ARASINDA HALKA ARZ EDİLEN HİSSELERİN KISA  
DÖNEM PERFORMANSLARI**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü  
TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi**

**Bilal YAZAROĞLU**

**Yüksek Lisans  
İŞLETME ANA BİLİM DALI  
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ  
ANKARA**

**Mart 2015**

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylıyorum.



**Prof. Dr. Serdar Sayan**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü**

Bu tezi okuduğumu ve kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalında bir yüksek lisans tezi olabilecek yeterlikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.



**Yrd. Doç. Dr. Atılım MURAT**  
**Tez Danışmanı**



**Prof. Dr. Ali ALP**  
**Tez Jüri Üyesi**



**Yrd. Doç. Dr. Hakkı Arda TOKAT**  
**Tez Jüri Üyesi**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



**Bilal YAZAROĞLU**

## ÖZET

### 2010-2014 YILLARI ARASINDA HALKA ARZ EDİLEN HİSSELERİN KISA DÖNEM PERFORMANSLARI

Yazaroğlu, Bilal

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Atılım Murat

Mart 2015

Bu çalışmanın temel amacı güncel veri seti olan 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirket paylarının ilk otuz günlük fiyat performanslarını yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu sektörlere, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre incelemek ve “Halka Arz Seferberliği” ile halka arzlara yönelik düzenlemelerin halka arzların fiyat performanslarına etkisini araştırmaktır.

Yapılan çalışma sonucunda daha önce yapılan çalışmalara paralel olarak 2010-2014 yılları arasındaki ilk defa halka arz edilen 106 şirket paylarının ilk otuz günlük halka arz fiyatlarına göre performanslarına bakıldığında getiriler ortalamasının pozitif olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, diğer çalışmalardan farklı olarak SPK tarafından halka arza ilişkin bazı düzenlemelerin başarılı sonuçlara yol açtığı bulgularına ulaşılmaktadır.

***Anahtar Kelimeler:*** İlk halka arz, Kısa dönem performans, Borsa

## ABSTRACT

### SHORT TERM PRICE PERFORMANCES OF COMPANY SHARES THAT ARE OFFERED TO PUBLIC BETWEEN 2010-2014

Yazaroğlu, Bilal

Master of Business Administration

Supervisor: Assist. Prof. Atılım Murat

March 2015

The main purpose of this study is to evaluate the first thirty days price performances of 106 companies' shares which are offered to the public between 2010-2014, according to markets that the shares are trading, sectors, whether IPO's are capital increase or not, the number of investors participating in the IPO, free float rate and the performance with respect to the stock market index. Study also evaluate whether the regulations for IPO's made by Capital Markets Board in 2013 is effective or not.

As a result of the study parallel to the previous studies, the average price performance of 106 companies' shares within the first thirty days which are offered to public between 2010-2014 is positive. On the other hand, in addition to previous studies, it is observed that regulations made by CMB are partly effective.

***Keywords:*** *Initial Public Offer, Short term performance, Exchange*

## TEŐEKKÜR

Bu tezi yazmamda bana başından itibaren yardım eden tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Atılım MURAT Hocam'a, yüksek lisans boyunca bana desteğini esirgemeyen eşime teőekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

<b>SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ.....</b>	<b>viii</b>
<b>GRAFİKLER LİSTESİ.....</b>	<b>ix</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>xi</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>İLK HALKA ARZ FİYATLAMASINA İLİŞKİN LİTERATÜR.....</b>	<b>4</b>
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>FİYAT PERFORMANS ÖLÇÜMÜNDE KULLANILAN YÖNTEM .....</b>	<b>8</b>
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>SON DÖNEM PAY HALKA ARZLARINA GENEL BAKIŞ .....</b>	<b>10</b>
4.1. Son Dönem Halka Arz Büyüklükleri.....	10
4.2. Son Beş Yılda Yapılan Halka Arzların Önemi .....	13
4.3. Son Beş Yılda Yapılan Halka Arzların Dağılımı.....	14
4.4. Son Beş Yılda Halka Arzlara İlişkin Verilen Teşvikler ve Düzenlemeler .....	16
<b>BEŞİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>SON BEŞ YILIN İLK HALKA ARZLARININ İLK 30 GÜNLÜK (KISA DÖNEM) GETİRİLERİNİN ANALİZİ .....</b>	<b>22</b>
5.1. 2010-2014 Yılları Arasındaki Halka Arzların İlk 30 Günlük Performansları ....	22
5.2. İşlem Görülen Pazarlara Göre Getiriler .....	25
5.3. Satışı Yapana Göre Getiriler .....	27
5.4. Yıllara Göre Getiriler .....	29
5.6. Halka Arz Tutarlarına Göre Performanslar.....	32
5.7. Ortak Sayısına Göre Performans .....	37
5.8. Halka Açıklık Oranlarına Göre Performans .....	39
5.9. Halka Arz Dönemine Göre Getiriler.....	41
<b>ALTINCI BÖLÜM</b>	
<b>SONUÇ.....</b>	<b>45</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>49</b>

## SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- A.Ş.** : Anonim Şirketi
- Borsa, BİST** : Borsa İstanbul A.Ş.
- GİP** : Gelişen İşletmeler Piyasası
- KAP** : Kamuyu Aydınlatma Platformu
- KÜP** : Kurumsal Ürünler Pazarı
- SPK, Kurul** : Sermaye Piyasası Kurulu
- SPKn** : Sermaye Piyasası Kanunu
- BİST TİM** : Borsa İstanbul A.Ş.'nin Tüm Şirketleri Kapsayan Endeksi
- TÜFE** : Tüketici Fiyat Endeksi
- TSKB** : Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş.



## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1	Halka Arzdan Elde Edilen Toplam Kaynak (Bin ABD Doları)	11
Grafik 2	Halka Arzdan Elde Edilen Kaynağın Şirket Başına Düşen Tutarı (Bin ABD Doları)	12
Grafik 3	Kamu Sermayeli Şirketler Hariç Halka Arzdan Elde Edilen Kaynağın Şirket Başına Düşen Tutarı (Bin ABD Doları)	12
Grafik 4	İşlem Görülen Pazara Göre Halka Arzların Dağılımı (%)	15
Grafik 5	İşlem Görülen Pazara Göre Halka Arz Gelirlerinin Dağılımı (%)	15
Grafik 6	Payları İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri Toplamı	16
Grafik 7	2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Fiyat Performansı (106 Şirket)	23
Grafik 8	2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Fiyat Performansı (97 Şirket)	24
Grafik 9	2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının BİST TİM'e Göre Fiyat Performansı	25
Grafik 10	İşlem Görülen Pazarlara Göre Getiriler (97 Şirket)	26
Grafik 11	İşlem Görülen Pazara Göre Getiriler (BİST TİM'e Göre 97 Şirket)	27
Grafik 12	Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)	28
Grafik 13	Bist TİM Satışı Yapana Göre Getiriler (BİST Tüm Endeks Etkisinden Arındırılmış 97 Şirket)	29
Grafik 14	Yıllara Göre Getiriler	30
Grafik 15	BİST Tüm Endeks Etkisinden Arındırılmış Yıllara Göre Getiriler	30
Grafik 16	Sektörlere Göre Getiriler (96 Şirket)	31
Grafik 17	Halka Arz Tutarına Göre Getiriler (106 Şirket)	34
Grafik 18	BİST TİM Endeksinden Arındırılmış Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)	35
Grafik 19	Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)	35
Grafik 20	BİST TİM Endeksinden Arındırılmış Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)	36
Grafik 21	Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)	38
Grafik 22	BİST TİM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)	38
Grafik 23	Halka Açılma Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)	40

<b>Grafik 24</b>	<b>BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)</b>	<b>40</b>
<b>Grafik 25</b>	<b>BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Dönemine Göre Getiriler (97 Şirket)</b>	<b>43</b>

## TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1	Yurtdışındaki Kısa Dönem Düşük Fiyatlama Literatürüne İlişkin Özet Bilgi	5
Tablo 2	Yurtiçindeki Kısa Dönem Düşük Fiyatlama Literatürüne İlişkin Özet Bilgi	7
Tablo 3	Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	10
Tablo 4	Ortalama Halka Arz Gelirleri (Bin ABD Doları)	12
Tablo 5	2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Getirileri (106 Şirket)	23
Tablo 6	2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Getirileri (97 Şirket)	24
Tablo 7	İşlem Görülen Pazara Göre Getiriler (97 Şirket)	26
Tablo 8	BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış İşlem Görülen Pazara Göre Getiriler (97 Şirket)	27
Tablo 9	Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)	28
Tablo 10	BİST TÛM Etkisinden Arındırılmış Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)	29
Tablo 11	Yıllara Göre Getiriler (97 Şirket)	30
Tablo 12	BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış Yıllara Göre Getiriler (97 Şirket)	31
Tablo 13	Sektöre Göre Getiriler (96 Şirket)	31
Tablo 14	Halka Arz Tutarlarına Göre (106 Şirket)	34
Tablo 15	Halka Arz Tutarlarına Göre (97 Şirket)	35
Tablo 16	BİST TÛM Endeksinden Arındırılmış Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)	35
Tablo 17	BİST TÛM Endeksinden Arındırılmış 40 Milyon TL'nin Altındaki Halka Arzların Yıllara Göre Getirileri	36
Tablo 18	Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)	38
Tablo 19	BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)	39
Tablo 20	Halka Açıklık Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)	40
Tablo 21	BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açıklık Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)	41
Tablo 22	BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Dönemine Göre Getiriler (97 Şirket)	43

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GİRİŞ

2007 yılında başlayan ve Avrupa Birliği ülkelerinin aşırı borç yükleri dolayısıyla farklı bir boyuta taşınan küresel finansal kriz, sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesini olumsuz şekilde etkilemiştir. Yaşanmakta olan krizin etkisiyle planlanan birçok halka arz ertelenirken, yapılan bazı halka arzların yaşanan ani finansal çalkantılar nedeniyle başarısız olması yeni halka arzlara yatırımcıların katılımlarını sınırlamıştır.

Diğer taraftan Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul A.Ş., Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve İstanbul Sanayi Odası tarafından imzalanan protokolle 2010 yılında başlatılan halka arz seferberliği çerçevesinde halka arz edilen şirket sayısında önemli artış yaşanmıştır.

Ancak daha sonraki dönemde, halka arz seferberliği kapsamında halka arz edilen şirketlerin fiyat performansları ve kaliteleri eleştiri konusu olmuş, bu nedenle 2013 yılının başında SPK tarafından halka arza ilişkin bazı düzenlemeler getirilmiştir.

Bu çalışmanın temel amacı güncel veri seti olan 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirket paylarının ilk otuz günlük fiyat performanslarını yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu

sektörlere, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre incelemek ve “Halka Arz Seferberliği” ile halka arzlara yönelik düzenlemelerin halka arzların fiyat performanslarına etkisini araştırmaktır.

Bu açıdan çalışmada 2010-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 106 şirketin ilk 30 işlem günündeki performansları yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu sektörlere, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre getirileri analiz edilmiştir. Son olarak ise 2010-2014 yılları arasındaki halka arz performansları 2010-2012 ve 2013-2014 yılları olarak iki dönemde incelenerek “Halka Arz Seferberliği” ve 2013 yılında yürürlüğe giren halka arzlarla ilişkin düzenlemelerin başarılı olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Diğer bir ifade ile çalışmada son yıllarda yapılan halka arz tutarları, son beş yılda gerçekleşen halka arzların performansları ve halka arzlardaki fiyatlamanın ne kadar başarılı olduğu da ortaya konulmaktadır. Çalışmada ayrıca son 5 yılda halka arz ile ilgili yapılan düzenlemeler ile yapılan çalışmalar anlatılarak, bu gelişmelerin halka arzlara etkisinden bahsedilmektedir. Bu çerçevede yapılan düzenlemelerin ne kadar başarılı olduğu ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Halka arz edilen şirket paylarının Borsa fiyat performansına ilişkin olarak birçok çalışma yapılmış ve önemli bulgulara ulaşılmıştır. Bu bulgulardan çalışmaya konu olanı kısa vadede halka arzlarda düşük fiyatlama yapılması, dolayısıyla halka arzın ardından ilk günlerde halka arz edilen hisse fiyatlarında yukarı yönlü hareket gözlenmesidir.

Yapılan çalışma sonucunda daha önce yapılan çalışmalara paralel olarak 2010-2014 yılları arasındaki ilk defa halka arz edilen 106 şirket paylarının ilk otuz günlük

**halka arz fiyatlarına göre performanslarına bakıldığında getiriler ortalamasının pozitif olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, diğer çalışmalardan farklı olarak SPK tarafından halka arza ilişkin bazı düzenlemelerin başarılı sonuçlara yol açtığı bulgularına ulaşılmaktadır.**

## İKİNCİ BÖLÜM

### İLK HALKA ARZ FİYATLAMASINA İLİŞKİN LİTERATÜR

Halka arzın ardından payların borsa fiyat performansının olumlu olması yeni halka arzların teşvik edilmesi açısından önemlidir. Halka arz edilen şirket paylarının Borsa fiyat performansına ilişkin olarak birçok çalışma yapılmış ve önemli bulgulara ulaşılmıştır. Bu bulgulardan çalışmaya konu olanı kısa vadede halka arzlarda düşük fiyatlama yapılması, dolayısıyla halka arzın ardından ilk günlerde halka arz edilen hisse fiyatlarında yukarı yönlü hareket gözlenmesidir. Düşük fiyatlama ve hisselerin uzun dönemli performanslarına ilişkin uluslararası çalışmalar incelendiğinde düşük fiyatlama olgusunun genel kabul gördüğü, ancak düşük fiyatlamanın sağladığı getiri avantajının uzun dönemde sürdürülüp sürdürülemediğine ilişkin henüz bir fikir birliğinin sağlanamadığı görülmektedir.

Welch (1989), paylarını halka arz eden şirketlerin, yeni girişimcileri ve fon sağlayıcılarını şirkete çekmek için pay fiyatında bir artış trendi yakalamanın önemli olduğunu ve bu nedenle düşük fiyatlamanın şirketin geleceğe ilişkin planlarını gerçekleştirmesinde yardımcı olacağını düşünmelerinden ötürü, düşük fiyatlamayla halka arza çıktıklarını iddia eder. Jagadesh, Weinstein ve Welch (1993), ilk günlük getirilerin ve ilk günden sonraki getirilerin, şirketin ilerde fon sağlamasına etkisinin

aynı olduğunu göstermişlerdir. Benveniste ve Spindt (1989), fiyat aralığı ile talep toplama yönetiminin, sürece hakim yatırımcılardan bilgi toplamak için yatırım kuruluşları açısından önemli olduğunu öne sürmüşlerdir. Bu yöntemde, halka arz edilecek pay için en düşük ve en yüksek fiyat belirlenerek potansiyel yatırımcılarla, yatırım kararlarına ilişkin görüşmeler yapılır. Eğer yeterli talep gelirse, halka arz fiyatı olması gerekenden yüksek, düşük talep gelirse olması gerekenden düşük belirlenir. Ancak, yüksek talep gelmesi durumunda dahi, potansiyel yatırımcılarına kısa dönemde bir getiri imkanı sunmak için düşük fiyatlamaya yapılabilir. Halka arzların genelinin düşük fiyatlamayla yapılmasının nedeni de budur. Ancak bu yöntem her ne kadar, ılımlı düşük fiyatlandırmaları açıklamak için uygunsa da, %50'lere varan düşük fiyatlamaları açıklamak için yetersiz kalmaktadır (Mehmet ÖZER; 2014).

Yurtdışında yapılan halka arzlar üzerinde yapılan çalışmalara ilişkin Mehmet ÖZER (2014) tarafından hazırlanan “2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri” çalışmasından derlenen özet tablo aşağıda verilmektedir.

**Tablo 1 Yurtdışındaki Kısa Dönem Düşük Fiyatlama Literatürüne İlişkin Özet Bilgi**

Çalışma	Ülke	Şirket Sayısı	Zaman Aralığı	Düşük Fiyatlama Oranı (%)
Aggarwal, Leal ve Hernandez (1993)	Meksika	44	1987-1990	2,8
Aggarwal ve Kunz (1994)	İsviçre	103	1983-1989	35,8
Cassia, Giudici, Paleari ve Radondi (2004)	İtalya	182	1985-2001	19,3
Chi ve Padgett (2005)	Çin	668	1996-2000	129,2
Cigerza ve Procianny (2007)	Brezilya	29	2004-2006	7,1
Dowson (1987)	Hong Kong	21	1978-1983	13,8
Dowson (1987)	Malezya	21	1978-1987	166,7
Eijgenhuijsen ve Van der Valk	Arjantin	20	1991-1994	4,4



**Tablo 1 Yurtdışındaki Kısa Dönem Düşük Fiyatlama Literatürüne İlişkin Özet Bilgi (devamı)**

<b>Çalışma</b>	<b>Ülke</b>	<b>Şirket Sayısı</b>	<b>Zaman Aralığı</b>	<b>Düşük Fiyatlama Oranı (%)</b>
Ghosh (2004)	Hindistan	1842	1993-2001	95
How (2000)	Avustralya	130	1979-1990	107,2
Jakobsen ve Sorensen (2000)	Danimarka	76	1984-1992	3,9
Krinsky, Kim, Lee (1992)	Kore	275	1985-1990	79
Koh ve Walter (1989)	Singapur	66	1973-1987	27,2
Peter (2007)	Sri Lanka	30	1996-2000	57,2
Ritter ve Welch (2002)	ABD	6249	1980-2001	18,8

Türkiye’de yapılan çalışmaların oldukça büyük bir kısmı, düşük fiyatlama ve kısa dönem performansı üzerine odaklanmıştır. Uzun dönem performansa ilişkin çalışmaların sonuçlarında bir fikir birliği oluşmadığı görülmektedir. Uzun dönemde düşük performans sonucuna ulaşan çalışmalar var olduğu gibi düşük performansa ilişkin bulgulara ulaşamayan veya yüksek performansın devam ettiğine ilişkin kanıtlara ulaşan çalışmalar da mevcuttur (Tükel, 2010). Ancak ülkemizde halka arz edilen hisselerin halka arzlarının ardından kısa dönemdeki performansları üzerinde yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunda düşük fiyatlamanın gerçekleştiği gözlenmiştir. Diğer taraftan 1993-2005 yılları arasında gerçekleşen halka arz verileri kullanılarak sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinin karşılaştırması yoluyla yapılan ampirik analizler, sabit fiyatla talep toplanan halka arzlarda ilk gün gözlemlenen düşük fiyatlandırmanın % 7,13 ve fiyat aralığıyla talep toplanan halka arzlarda ilk gün gözlemlenen düşük fiyatlandırmanın % 10,61 düzeyinde gerçekleştiğini göstermektedir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2008). 2010 yılında gerçekleştirilen halka arzlara ilişkin olarak yapılan analizde ise fiyat aralığı ile talep toplanan halka arzlarda ilk gün ortalama % 1,25; sabit fiyatla toplanan halka

arzlarda % 5,89 ve borsada satış yönteminin kullanıldığı halka arzlarda % 7,98 oranında düşük fiyatlamanın gerçekleştiği görülmüştür.

Ayrıca, 2006 ve 2009 yılları arasında payları halka arz edilen toplam 28 şirketten 12'sinde düşük fiyatlama tespit edilirken kalan 16'sında düşük fiyatlama olgusuna rastlanılmamıştır (Güler, 2010).

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi-Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi'nde (Tükel,2010) yer alan bilgilerden derlenen özet tablo aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 2 Yurtiçindeki Kısa Dönem Düşük Fiyatlama Literatürüne İlişkin Özet Bilgi**

Yazar	Şirket Sayısı	Dönem	Düşük Fiyatlama Oranı (%)
Kıymaz (1996)	88	1990-1995	12,30
Kıymaz (1997 (a))	39	1990-1995	15,30
Özer (1999)	89	1989-1994	12,41
Kıymaz (2000)	163	1990-1996	13,10
Durukan (2002)	173	1990-1997	14,61
Sevim ve Akkoç (2006)	185	1990-1999	10,69
			11,47; 7,01;
Küçükkoçaoğlu (2008)	217	1993-2005	15,6
Ünlü ve Ersoy (2008)	112	1995-2008	6,52
Ünlü vd. (2009)	136	1992-2005	8,70
Kırkulak (2010)	150	1995-2004	8,26
Güner, Önder, Danişoğlu (1999)	118	1993-1998	7,00
Tükel (2010)	42	2000-2007	10,94
Yazaroğlu (2010)	22	2010	4,43
Özer (2014)	71	2011-2013	4,81

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİYAT PERFORMANS ÖLÇÜMÜNDE KULLANILAN YÖNTEM

Bu çalışmanın temel amacı güncel veri seti olan 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin ilk otuz günlük performanslarını yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu sektörlere, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre getirilerini incelemek ve ayrıca “Halka Arz Seferberliği” ile halka arzlara yönelik düzenlemelerin halka arz performanslarına etkisini araştırmaktır.

Halka arz edilen payların kısa dönem getirilerini ve performanslarını ölçmek için birçok metot olmasına rağmen, daha çok kullanılan yöntemler ilk 30 günlük ham getiriler ve endeks etkisinden arındırılmış getirisine göre 30 günlük düzeltilmiş getirilerdir. Her hangi bir (i) payının t dönemindeki ham getirisi;

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \text{ veya } R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (3.1)$$

şeklinde hesaplanırken, benzer biçimde piyasanın herhangi bir t dönemindeki ham getirisi ise;

$$R_{m,t} = \frac{I_{m,t} - I_{m,t-1}}{I_{m,t-1}} \text{ veya } R_{m,t} = \ln\left(\frac{I_{m,t}}{I_{m,t-1}}\right) \quad (3.2)$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Söz konusu formüllerde yer alan  $P_{i,t}$  ve  $I_{m,t}$  sırasıyla, her hangi bir t anındaki ilgili payın borsa kapanış fiyatını ve endeksin kapanış değerini göstermektedir (ÖZER; 2014).

Diğer taraftan, endeks etkisinden arındırılmış getiri yönteminde getiriler, herhangi bir payın t anındaki getirisi ile piyasanın t anındaki getirisi arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır:

$$\text{Endeks etkisinden arındırılmış getiri modeli: } AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3.3)$$

Hesaplamalarda hisse fiyatları olarak düzeltilmemiş ağırlıklı ortalama fiyatlar baz alınmış, endeks verisi olarak ise Borsa İstanbul A.Ş.'nin BİST TÜM endeksinin kapanış verileri kullanılmıştır.

Bununla birlikte, son beş yılda payları halka arz edilen şirket sayısı 108 olup, sadece T. Halka Bankası A.Ş. ve Emlak GYO A.Ş. paylarının ikincil halka arzı yapılmıştır. Bu nedenle fiyat performansları analizlerin tümünde T. Halka Bankası A.Ş. ve Emlak GYO A.Ş. halka arzları dışındaki şirketlere ilişkin veriler kullanılmış olup bu analizlerdeki şirket sayısı 106'dır.

Analizde daha doğru sonuçlara ulaşılması için ilk beş günde %50'den fazla getiri elde eden şirket payları bazı analizde hesaplama dışında tutulmuştur. Bunun en önemli sebebi söz konusu hisselerde yaşanan fiyatlamadan bağımsız fiyat hareketlerinin oluşmasıdır. Bu şekilde fiyat hareketi gösteren şirket sayısı dokuzdur.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### SON DÖNEM PAY HALKA ARZLARINA GENEL BAKIŞ

#### 4.1. Son Dönem Halka Arz Büyüklükleri

Büyümesi ve derinleşmesi, uzun yıllardır devam eden yüksek kamu borcu nedeniyle sınırlanan Türkiye sermaye piyasaları, son yıllarda gerileyen kamu borç stoğu ve farklı yatırım ve risk anlayışlarına sahip yatırımcılara sunulan yeni ürünler (varant, kira sertifikaları, varlık teminatlı menkul kıymetler vb) dolayısıyla, özellikle 2004 yılı sonrasında büyüme ve derinleşme sürecine girmiştir. Tablo 3'den de görüleceği üzere, 2005-2007 arası dönemde halka arz edilen şirket sayıları sırasıyla 19, 15 ve 9 olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılında başlayan ve Avrupa Birliği ülkelerinin aşırı borç yükleri dolayısıyla farklı bir boyuta taşınan küresel finansal kriz, sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesini olumsuz şekilde etkilemiştir. Yaşanmakta olan krizin etkisiyle planlanan birçok halka arz ertelenirken, yapılan bazı halka arzların yaşanan ani finansal çalkantılar nedeniyle başarısız olması yeni halka arzlara yatırımcıların katılımlarını sınırlamıştır.

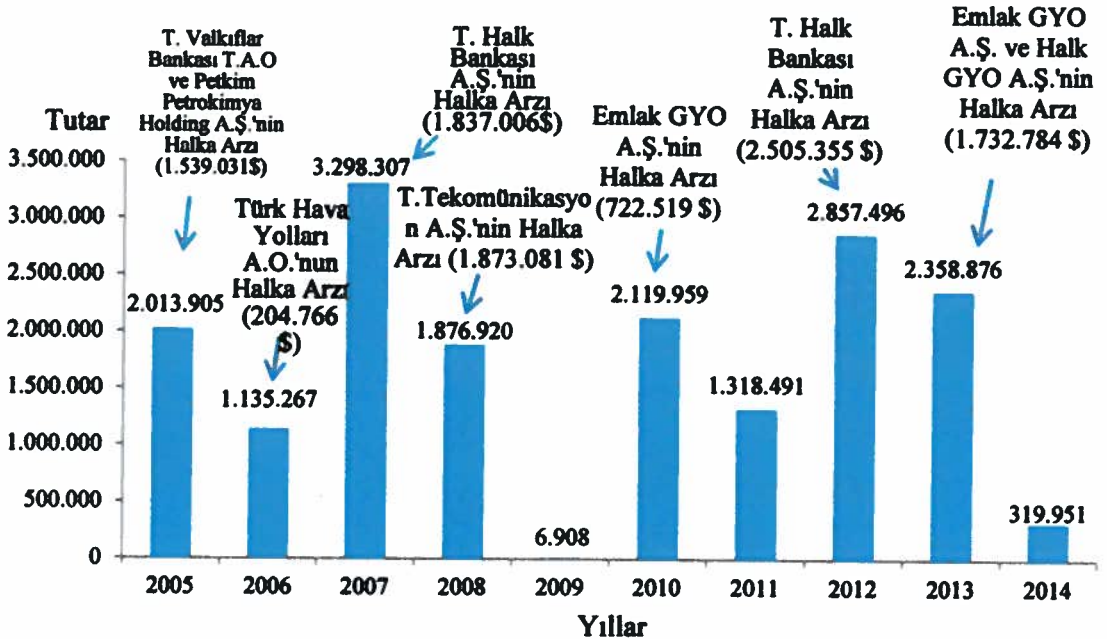
**Tablo 3 Halka Arz Edilen Şirket Sayısı**

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Şirket Sayısı	10	16	9	2	1	22	27	27	19	13

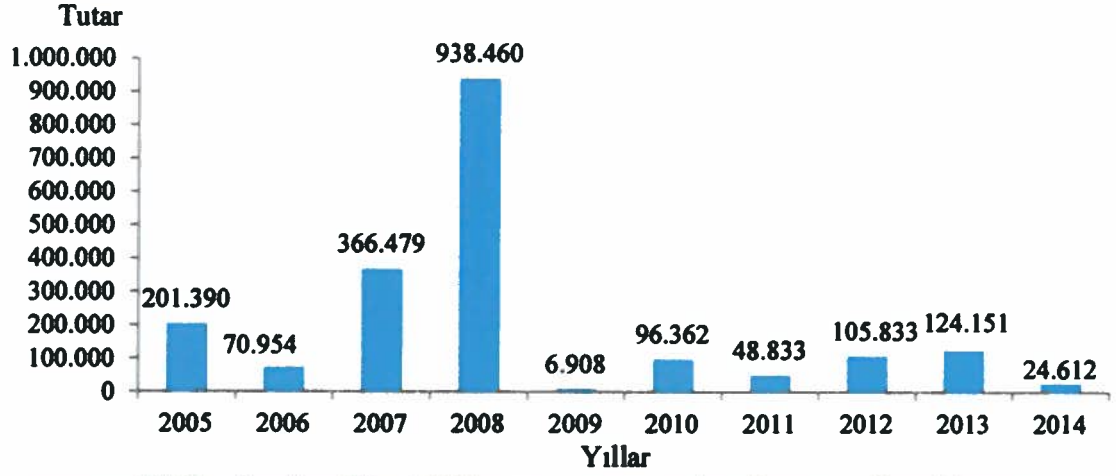
Küresel krizin derinleşmesiyle birlikte halka açılan şirket sayısı 2008 yılında 2 ve 2009 yılında 1 olarak gerçekleşmiş, krizin etkilerinin azaldığı 2010 yılından itibaren gerek yeni sermaye piyasası araçları, gerekse Sermaye Piyasası Kurulu önderliğinde başlatılan halka arz seferberliğinin etkisiyle halka arz edilen şirket sayıları 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla 22 ve 27'ye ulaşmıştır. 2012 yılında ise payları halka arz edilen şirket sayısı 27 olarak gerçekleşmiştir.

2013 yılının başında yine Sermaye Piyasası Kurulu tarafından pay halka arzlarına özellikle fiyatlamaya yönelik ek düzenlemeler ile yükümlülükler getirilmiştir. Gerek bu düzenlemeler gerekse pay piyasasındaki fiyat anlamında geri çekilmeler nedeniyle halka açılan şirket sayısında düşüş yaşanmıştır. Bu gerilemenin etkisiyle halka açılan şirket sayısı 2013'te 19, 2014'te 13 olarak gerçekleşmiştir.

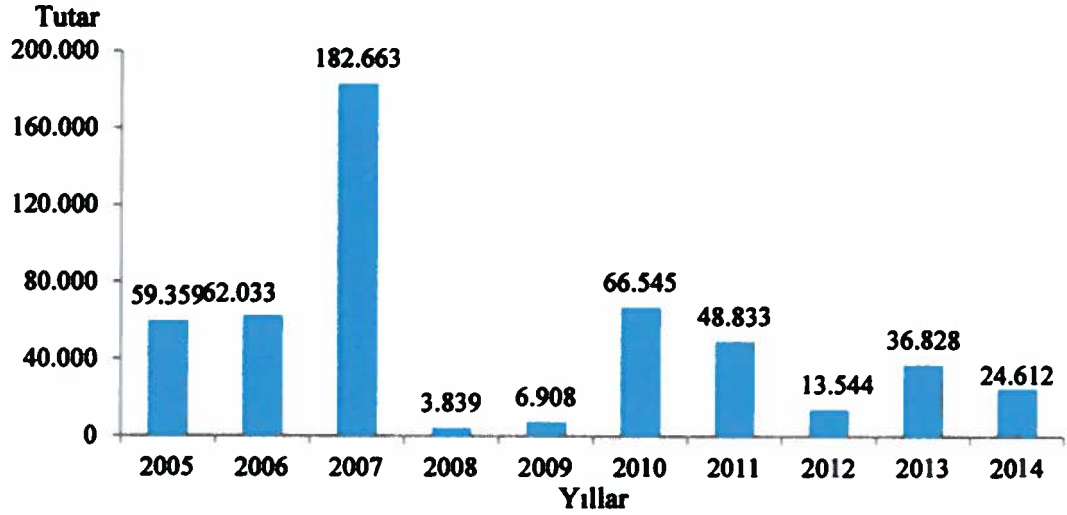
Bununla birlikte, 2005-2014 yılları arasında gerçekleştirilen 146 halka arzdan toplam 17.306.081 bin ABD Doları kaynak elde edilmiş olup, elde edilen bu gelirin yıllar itibariyle dağılımına ilişkin grafik aşağıda verilmiştir.



**Grafik 1 Halka Arzdan Elde Edilen Toplam Kaynak (Bin ABD Doları)**



**Grafik 2 Halka Arzdan Elde Edilen Kaynağın Şirket Başına Düşen Tutarı (Bin ABD Doları)**



**Grafik 3 Kamu Sermayeli Şirketler Hariç Halka Arzdan Elde Edilen Kaynağın Şirket Başına Düşen Tutarı (Bin ABD Doları)**

**Tablo 4 Ortalama Halka Arz Gelirleri (Bin ABD Doları)**

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tüm Şirketler	201.390	70.954	366.479	938.460	6.908	96.362	48.833	105.833	124.151	24.612
Kamu Sermayeli Şirketler	59.359	62.033	182.663	3.839	6.908	66.545	48.833	13.544	36.828	24.612

Yıllar itibariyle halk arz gelirlerine bakıldığında pay halka arzlarından elde edilen gelirlerin yıllara göre dalgalandığı görülmektedir. Pay halka arz gelirlerinin dalgalanmasında iki önemli faktör dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumdur. Krizlerin yaşandığı dönemlerde hem payları halka arz edilen şirket sayısı hem de halka arzlardan elde edilen gelirlerin düştüğü görülmektedir. Halka arz gelirlerinin yıllar itibariyle dalgalanmasına neden olan bir diğer önemli faktör ise kamu sermayeli şirketlerin ilgili yıllarda halka arz edilip edilmemesidir.

Kamu sermayeli şirketlerin halka arzlarının toplam halka arz gelirlerindeki etkisini belirtmek için yukarıda yıllar itibariyle halka arz gelirlerinin şirket başına ortalama tutarları ile kamu sermayeli şirketler hariç şirket başına düşen ortalama gelirler karşılaştırılmıştır. 2005-2014 yılları arasında gerçekleştirilen 146 pay halka arzından elde edilen 17.306.081 bin ABD Doları'nın 10.414.542 bin ABD Doları (%60,17'si) söz konusu dönemde payları halka arz edilen kamu sermayeli şirketlerin halka arzından toplanmıştır.

#### **4.2. Son Beş Yılda Yapılan Halka Arzların Önemi**

Yukarıda yer alan grafik ve tablolardan görüleceği üzere son dönemdeki halka arzların büyük bölümü son beş yılda gerçekleşmiştir. Buna göre son on yılda 146 tane şirket halka arz edilirken, sadece son beş yılda halka arz edilen şirket sayısı 108'dir.

Diğer taraftan Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul A.Ş., Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve İstanbul Sanayi Odası tarafından imzalanan protokolle 2010 yılında başlatılan halka arz seferberliği çerçevesinde halka arz edilen şirket sayısında önemli artış yaşanmıştır. Ancak daha sonraki dönemde, halka arz seferberliği kapsamında halka arz edilen şirketlerin fiyat performansları ve kaliteleri eleştiri



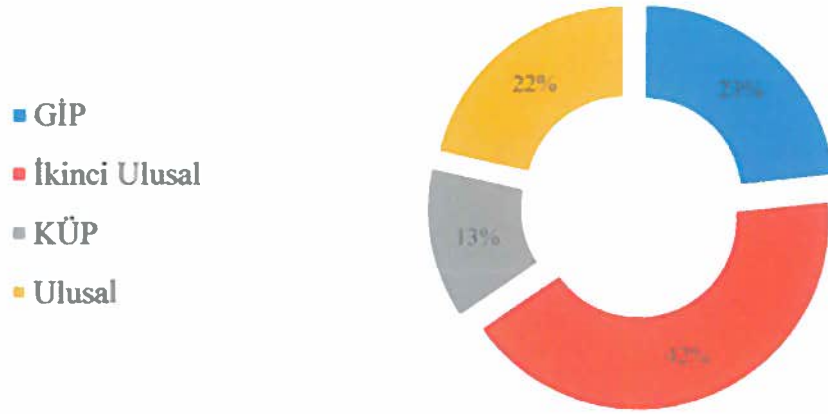
konusu olmuş bu nedenle 2013 yılının başında SPK tarafından halka arza ilişkin bazı düzenlemeler getirilmiştir.

Bu çerçeveden de bakıldığında son beş yılda gerçekleşen halka arzların son dönemdeki halka arzların büyük çoğunluğunu oluşturduğu görülmektedir. Ayrıca son beş yılda yapılan düzenlemeler ve teşvikler halka arzlar üzerinde etkili olmuştur.

#### **4.3. Son Beş Yılda Yapılan Halka Arzların Dağılımı**

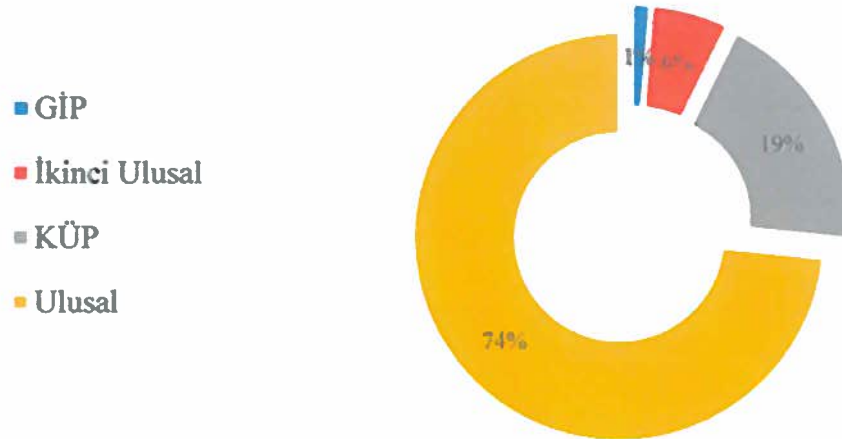
Borsa İstanbul A.Ş.'de ortaklıkların payları kotasyon şartlarının taşınıp taşınmadığına, ihraççıların büyüklüğüne, türüne ve faaliyetlerinin devamlılığına göre farklı pazarlarda ve piyasalarda işlem görmektedir. Borsa kotasyon şartlarını tümüyle karşılayan şirketler Ulusal Pazar'da, menkul kıymet yatırım 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 (KÜP), küçük ve orta ölçekli şirketler, Ulusal Pazar'dan geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketler İkinci Ulusal Pazar'da, Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetler Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) işlem görmektedir (Borsa; 2014).

Son beş yılda yapılan halka arzların dağılımına bakıldığında bu halka arzların büyük çoğunluğunun Borsa'nın İkinci Ulusal Pazar'ında yapıldığı görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar'da halka açılan şirketler ile Gelişen İşletmeler Piyasası'nda halka açılan şirketler birlikte değerlendirildiğinde son beş yılda halka açılan şirketlerin göreceli olarak küçük şirketler olduğu belirlenmektedir. Şirket paylarının işlem gördüğü Borsa pazarlarına göre son beş yıllık halka arz dağılımı aşağıda verilmektedir.



**Grafik 4 İşlem Görülen Pazara Göre Halka Arzların Dağılımı (%)**

Son beş yılda yapılan halka arzlardan elde edilen toplam tutar 8.475 milyon ABD Doları olup, bu tutarın 6.222 milyon ABD Doları Ulusal Pazar’da elde edilmiştir. Konuya ilişkin dağılım aşağıda yer almaktadır.



**Grafik 5 İşlem Görülen Pazara Göre Halka Arz Gelirlerinin Dağılımı (%)**

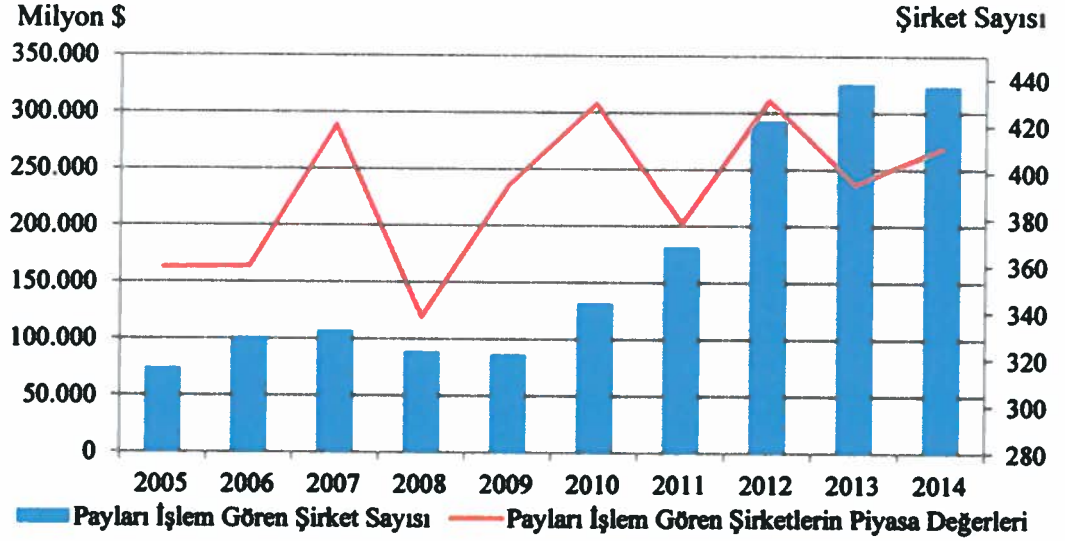
2012 yılında gerçekleşen T. Halk Bankası A.Ş.’nin ve 2013 yılındaki Emlak GYO A.Ş.’nin 4.096 milyon ABD Doları tutarındaki ikincil halka arzları tutarı kapsam dışında tutulsa bile son beş yıllık halka arz gelirlerinin büyük bölümünün Ulusal Pazar’da elde edildiği görülmüştür.

Son beş yılda gerçekleşen 108 halka arzın sadece 15 tanesi yalnız ortak satışı şeklinde yapılmıştır. Sermaye artırımını yoluyla gerçekleşen halka arz sayısı ise 54'dür. Geriye kalan 39 halka arz ise hem sermaye artırımını hem de ortak satışı şeklinde gerçekleşmiştir. Buna göre son beş yıldaki toplam halka arzların %50'si sermaye artırımını yoluyla gerçekleşen halka arzlardan, %13,88'i ise sadece ortak satışından oluşmaktadır.

#### **4.4. Son Beş Yılda Halka Arzlara İlişkin Verilen Teşvikler ve Düzenlemeler**

İstanbul Sanayi Odası, Borsa, SPK ve TOBB arasında 07.08.2008 tarihinde imzalanan protokolle "Halka Arz Seferberliği" başlatılmıştır. Söz konusu teşvik süreci ile borsada işlem gören Türk şirket sayısını artırılması amaçlanmış bu kapsamda çeşitli bilgilendirme toplantıları yapılmış ve halka arz süreçleri kolaylaştırılmış, maliyetler olmak üzere halka arzları engelleyen unsurlar ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

Grafik-6'dan görüleceği üzere halka arz seferberliğinin etkili olduğu 2010 yılından itibaren gerek halka açılan şirket sayısında artış gerekse payları işlem gören şirket sayısında önemli artışlar yaşanmıştır. Ancak bu süreçte halka açılan şirketlerin finansal performansları ile pay fiyat performanslarında yaşanan dalgalanma "Halka Arz Seferberliği" ile getirilen kolaylıkların ve halka açılan şirketlerin sorgulanmasına neden olmuştur.



**Grafik 6 Payları İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri Toplamı**

Yaşanan bu durum nedeniyle SPK öncelikle 12.02.2013 tarih ve 5/145 sayılı İlke Kararı ile halka arzlara yönelik bazı ek kurallar getirmiş, bu kurallarla daha önce karşılaşılan problemleri şirketlerin halka açılması önlenmeye çalışılmıştır.

SPK tarafından alınan 12.02.2013 tarihli İlke Kararı daha sonra ufak değişikliklerle 22.06.2013 tarihinde yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'ne işlenmiştir. Halka arzlara yönelik getirilen ek düzenlemeler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

#### **4.4.1. Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar**

- Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur. Bu ortaklıkların ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesinde başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde, mevzuatın izin verdiği fonlar hariç olmak üzere, varlıkların gerçeğe uygun değere taşınması suretiyle oluşan değer artış fonları ve benzeri fonlar bulunamaz. Bu düzenleme ile halka açılacak şirketlerin sermayelerinin varlıkların değerlemesi ile

oluşan fonun sermayeye eklenmesi suretiyle yüksek gösterilmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır.

- Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde anonim ortaklığa dönüşmüş olması durumunda; dönüşüm öncesi bilançoda yer alan öz kaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası ortaklığın açılış bilançosunda sermaye hesabı altında bir toplulaştırma yapılmadan, bilançoda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi şirketin devamı olacak şekilde gösterilmiş olması ve söz konusu hususun tespitine ilişkin mali müşavir raporunun düzenlenmesi zorunludur.

- Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların izahnamesinde yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarından olan ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranı yüzde yirmiyi veya aktif toplamına olan oranı yüzde onu geçemez. Söz konusu oranlara uyum sağlamak amacıyla, ortakların mevcut paylarının satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacakların tahsilinde kullanılmasının ve ortaklığın bu hükmün dolanılmasına yol açacak şekilde tekrar alacaklı hale getirilmemesinin ortaklık ve halka arz edenler tarafından taahhüt edilmesi gerekir.

- Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın, ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin;

- Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için,

- Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılamayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için

halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşların halka arz fiyatı üzerinden bu payları satın alacağına ilişkin olarak ortaklığa karşı yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurula gönderilmesi zorunludur. Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur. Payları GİP'te işlem görecektir ortaklıklarda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından da yerine getirilebilir. Bu fıkra yer alan tutarlar, fiyat aralığı ile talep toplanması halinde taban fiyat esas alınarak hesaplanır.

- Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşlar veya piyasa danışmanı portföylerine aldıkları payları, halka arz edilen payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar.

- Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunu hazırlayacak yetkili kuruluşun ilgili halka arzda konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmaması gerekir. Analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

- Payların ilk halka arzında yetkili kuruluşun ya da konsorsiyum oluşturulması durumunda konsorsiyum liderinin fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu raporların bu maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar

çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur. Bu hüküm 01.01.2014 tarihinden itibaren geçerli olmaya başlamış olup, aracı kurumlar 12.02.2013 tarihinden itibaren analist raporu hazırlamaya başlamışlardır.

- Paylarını ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar.

#### **4.4.2. Payların İlk Halka Arzı Sonrasında Uyulacak Esaslar**

- Payları borsada işlem gören ortaklıkların herhangi bir on iki aylık dönemde sermayesinin yüzde onunu veya fiili dolaşımdaki paylarının nominal değerinin yüzde ellisini aşan pay satışlarının yönetim kontrolüne sahip ortaklar tarafından borsada gerçekleştirilmesinin planlanması durumunda, ilgili ortaklar tarafından SPK tarafından esasları belirlenen bilgi formunun düzenlenmesi ve bu formun satış öncesinde SPK tarafından onaylanması zorunludur. Bu durumda ihraççı, bilgi formunun hazırlanmasında kolaylaştırıcı tedbirleri alır. Borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında yapılan toptan satışlar bu yükümlülük kapsamında değerlendirilmez.

- Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki

farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

- Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.

Yukarıda yer alan hükümler 12.02.2013 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. Bu nedenle 2013 ve 2014 yılları arasında halka arz sayısında azalma yaşandığı düşünülmektedir Ancak söz konusu düzenlemenin halka arz fiyatlamaları üzerindeki etkisi henüz ölçülmemiş olup, çalışmada söz konusu etki ölçülmeye çalışılmıştır.



## BEŞİNCİ BÖLÜM

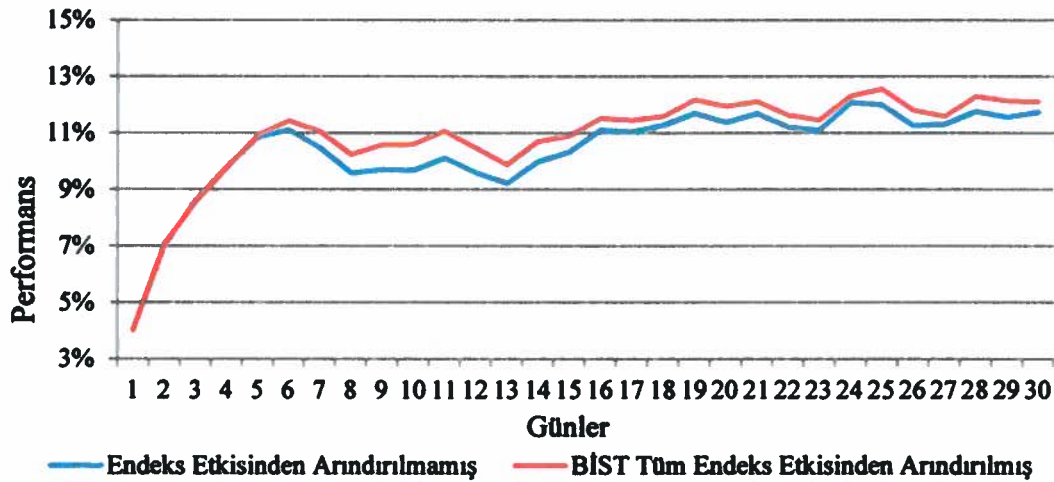
### SON BEŞ YILIN İLK HALKA ARZLARININ İLK 30 GÜNLÜK (KISA DÖNEM) GETİRİLERİNİN ANALİZİ

Çalışmada 2010-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 106 şirketin ilk 30 işlem günündeki performansları yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu sektörlerle, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre getirileri analiz edilmiştir. Son olarak ise 2010-2014 yılları arasındaki halka arz performansları 2010-2012 ve 2013-2014 yılları olarak iki dönemde incelenerek “Halka Arz Seferberliği” ve 2013 yılında yürürlüğe giren halka arzlarla ilişkin düzenlemelerin başarılı olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

#### 5.1. 2010-2014 Yılları Arasındaki Halka Arzların İlk 30 Günlük Performansları

2010-2014 yılları arasındaki ilk defa halka arz edilen 106 şirket paylarının ilk otuz günlük halka arz fiyatlarına göre performanslarına bakıldığında getiriler ortalamasının pozitif olduğu görülmektedir. Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere ilk otuz gün boyunca dalgalı da olsa pozitif seyir izlenmiştir. Buna göre 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirket pay fiyatlarının ilk otuz gün boyunca ortalama olarak

ilk altı günde hızlı bir yükseliş göstermiş daha sonra yatay bir seyir izlemiştir. Ancak en iyi performans 24 üncü gün gösterilmiştir. 30 günlük getiri ortalaması ise %10,41 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, ilk defa halka arz edilen şirket paylarının fiyatları üzerinde endeks etkisi sınırlı olmaktadır. Söz konusu etki halka arzın üzerinden geçen süreye göre artış göstermektedir. 106 şirket arasında otuzuncu günün sonunda en iyi performans sergileyen şirket %171,54'lik fiyat artışı ile Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.'dir. Ortalama olarak ise en iyi performans %140,2 ile Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.'dir. Otuzuncu günün sonunda en kötü getiri -45,7 ile Global Menkul Değerler A.Ş. paylarında gerçekleşirken, ilk otuz günlük ortalama en kötü getiri %30,1'lik kayıp ile Özbal Çelik Boru San ve Tic A.Ş. paylarında görülmüştür.



**Grafik 7 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Getirileri (106 Şirket)**

**Tablo 5 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Getirileri (106 Şirket)**

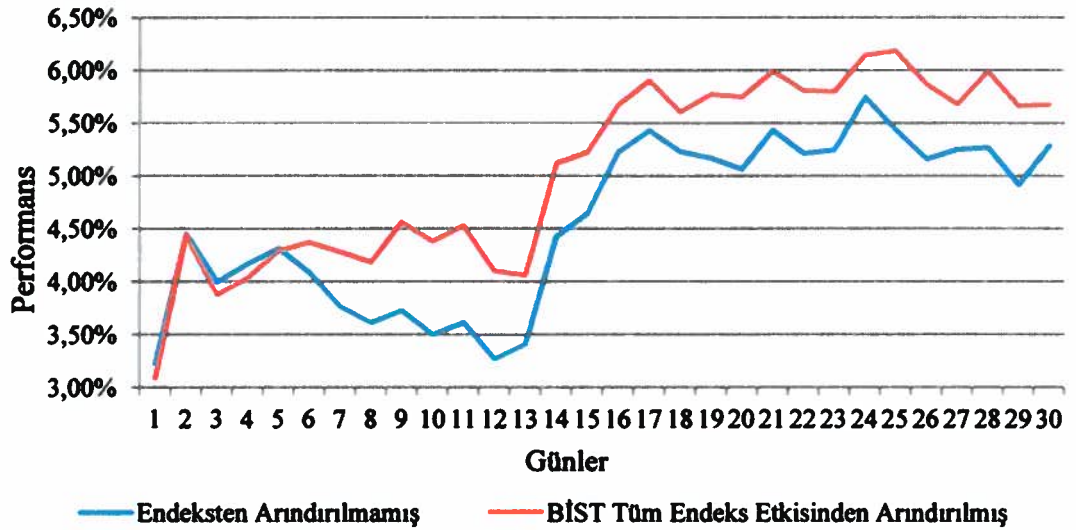
	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
Endeks Etkisinden Arındırılmamış	0,017	10,41%	11,07%	12,08%	4,04%	24	1
BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış	0,017	10,86%	11,44%	12,56%	4,02%	25	1

Bununla birlikte söz konusu şirketlerden bazıları ilk 5 günde %50'nin üzerinde normal olmayan bir getiri sağlamış, ancak uzun vadede hızlı bir gerileme yaşamıştır. Bu nedenle ilk beş işlem gününde %50'nin üzerinde getiri sağlayan dokuz şirket

hesaplama dışında tutularak daha doğru sonuçlara ulaşılmaya çalışılmıştır. Bu sonuçlara göre ise geriye kalan 97 şirket ilk otuz işlem günü boyunca yine ortalama olarak pozitif getiri sağlamıştır.

Aşağıda yer alan grafiğe göre hesaplama dahil edilen 97 şirketin ilk otuz gün boyunca getirileri 106 şirket analizindeki seyir ile paralel olsa da analiz dışındaki dokuz şirketin etkisinin büyük olması nedeniyle performansta önemli düşüşler gözlenmiştir. 97 şirketin ilk otuz gün boyunca ortalama getirisi 106 şirket getirisine göre % 5,83 düşerek %4,58 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum son beş yılda gerçekleşen halka arzlarda bazı şirketlerin getiri anlamında ortalamanın çok üzerinde hareket ettiğini göstermektedir.

Diğer taraftan anormal getiri sağlayan şirketler dışında kalan 97 şirket arasında 30. günün sonunda en iyi getiri %75,4 ile Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret ve Sanayi A.Ş. paylarında görülürken ortalama olarak normal en iyi getiri % 64,4 ile İno Yatırım A.Ş. paylarında yaşanmıştır.

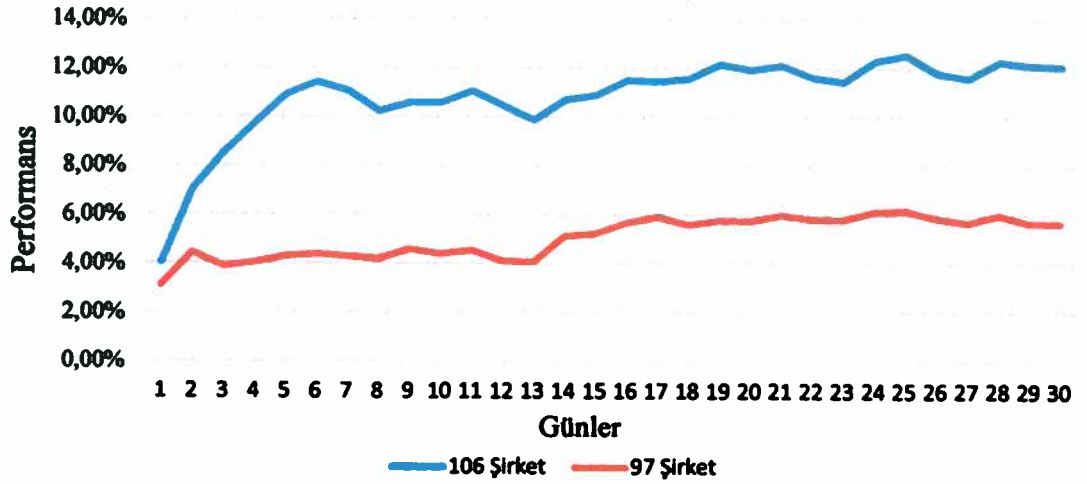


**Grafik 8 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının**

**Tablo 6 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının Getirileri (97 Şirket)**

	Standart Sayma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
Endeks Etkisinden Arındırılmamış	0,008	4,58%	4,78%	5,74%	3,22%	24	1
BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış	0,009	5,07%	5,41%	6,18%	3,09%	25	1

2010-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 106 şirketin BİST Tüm endeksine göre getirisine bakıldığında söz konusu şirketlerin endekse göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Söz konusu 106 şirketten anormal getiri sağlayanların kapsam dışı bırakılması suretiyle yapılan hesaplamada geriye kalan 97 şirketin de BİST Tüm endeksine göre de pozitif getiri sağladığı ancak bu ek getirinin ilk 30 gün boyunca %3,1-6,2 arasında değiştiği görülmektedir. Söz konusu hesaplamaya göre 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketler BİST Tüm endeksine göre en iyi yirmi beşinci gün performans sergilemiştir.

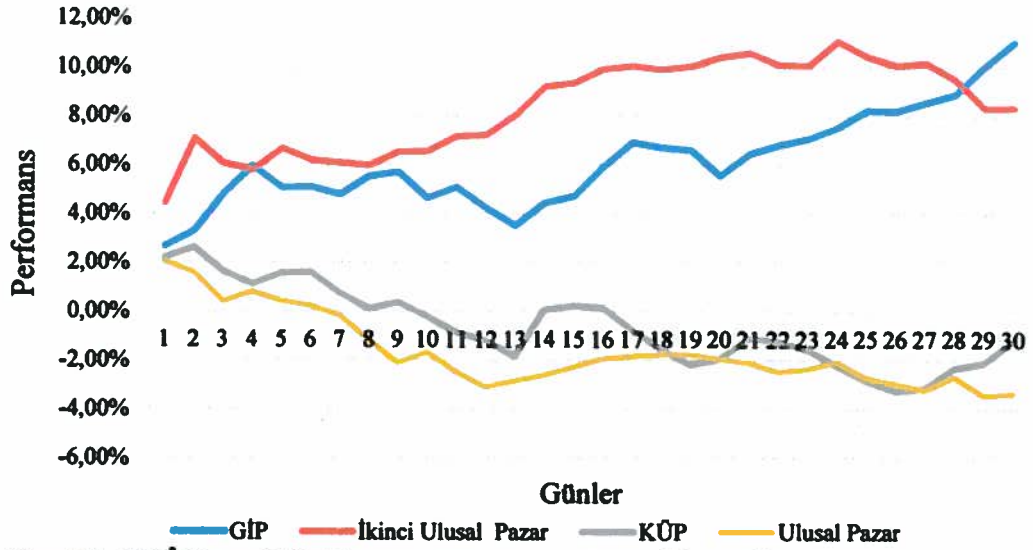


**Grafik 9 2010-2014 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Paylarının BİST TUM'e Göre Getirileri**

## 5.2. İşlem Görülen Pazarlara Göre Getiriler

2010-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen şirket paylarının işlem gördüğü Borsa pazarlarına göre getirilerine ilişkin grafik aşağıda yer almaktadır. Grafikten görüleceği üzere anormal getiri sağlayan şirketler hesaplama dışında tutulduğunda halka arzdan sonra ilk 30 gün boyunca ortalama olarak en iyi performans İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan 41 şirket tarafından gösterilmiştir. Bununla birlikte ortalama olarak en kötü performansı ise Ulusal Pazar'da halka arz edilen şirket payları göstermiştir. Diğer taraftan 30. günün sonunda en iyi performans

GİP'te halka arz edilen şirket payları göstermiş olup, söz konusu şirket paylarının 30. günün sonundaki getirisi % 11,03'tür.

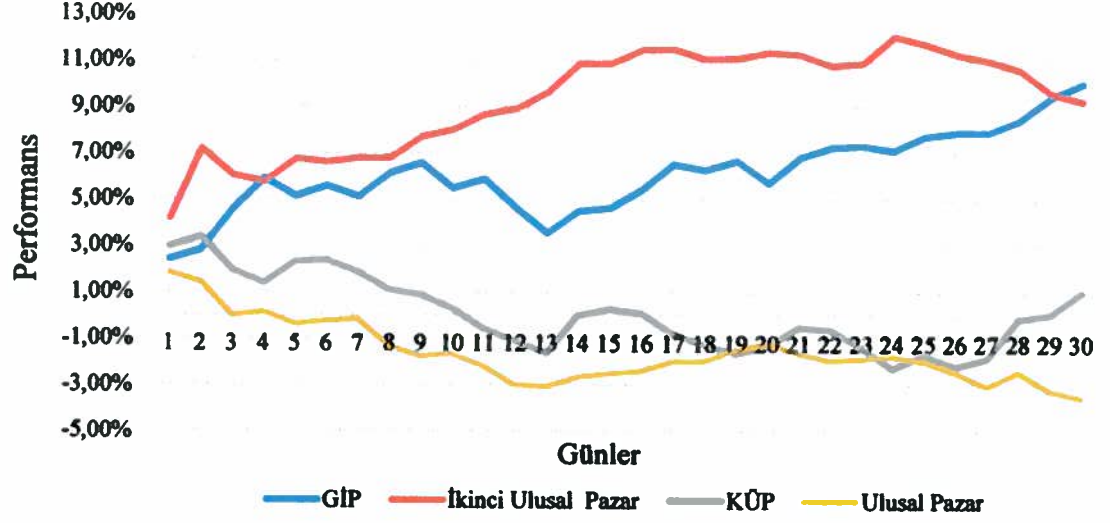


**Grafik 10 İşlem Görülen Pazarlara Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 7 İşlem Görülen Pazarlara Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart		Medyan	En		En Yüksek Gün	En Düşük Gün
	Sapma	Ortalama		Yüksek	En Düşük		
GİP	0,020	6,14%	5,82%	11,03%	2,68%	30	1
İkinci Ulusal Pazar	0,019	8,38%	8,78%	11,07%	4,44%	24	1
KÜP	0,016	-0,63%	-0,97%	2,61%	-3,25%	2	26
Ulusal Pazar	0,015	-1,64%	-2,08%	2,03%	-3,43%	1	29

Diğer taraftan işlem görülen Borsa pazarına göre yapılan analizi BİST Tüm endeksinin getirisini çıkararak yeniden yaptığımızda da İkinci Ulusal Pazar'da halka arz edilen şirket paylarının ilk 30 gün boyunca ortalama olarak diğer pazarda işlem gören şirket paylarına göre daha iyi getiri sağladığı görülmektedir. Ancak yine önceki analize benzer olarak 30. günün sonunda GİP şirketleri daha iyi performans sergilemiştir.



**Grafik 11 İşlem Görülen Pazara Göre Getiriler (BİST TÛM'e Göre 97 Şirket)**

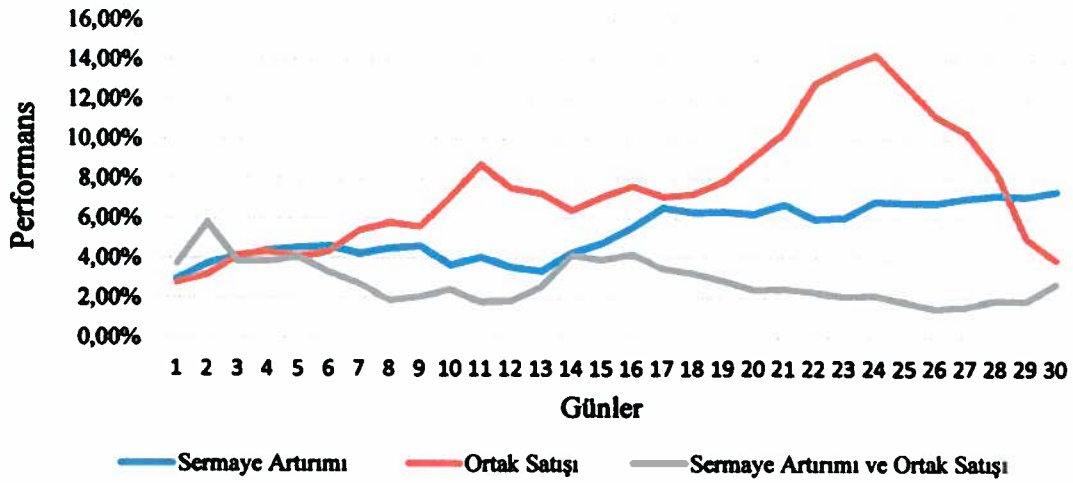
**Tablo 8 BİST TÛM Endeks Etkisinden Arındırılmış İşlem Görülen Pazara Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart		Medyan	En		En Yüksek Gün	En Düşük Gün
	Sapma	Ortalama		Yüksek	En Düşük		
GİP	0,018	6,13%	6,01%	10,06%	2,39%	30	1
İkinci Ulusal Pazar	0,022	9,33%	10,13%	12,09%	4,15%	24	1
KÜP	0,016	0,03%	-0,07%	3,37%	-2,27%	2	24
Ulusal Pazar	0,013	-1,61%	-1,89%	1,80%	-3,52%	1	30

### 5.3. Satışı Yapana Göre Getiriler

Bu analizde 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen ve anormal getiri göstermeyen 97 şirket hesaplamaya dahil edilmiştir. Burada dikkat çeken bir husus ise 2010-2014 yılları arasında sadece ortak satışı yoluyla yapılan 13 halka arzın dördünde anormal getiri elde edilmesidir. Sadece sermaye artırımını yoluyla yapılan 54 halka arzda ise bu sayı üç olarak gerçekleşmiştir. Sermaye artırımını ve ortak satışının birlikte yapıldığı 39 halka arzın ise iki tanesinde anormal getiri ortaya çıkmıştır. Bu açıdan bakıldığında ortak satışlarının olduğu halka arzlarda oransal olarak daha fazla anormal getirinin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu nedenle ortak satışları sermaye piyasaları açısından dikkatle izlenmesi gereken bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Aşağıda yer alan grafikte 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen ve anormal getiri göstermeyen 97 şirket paylarının halka arzının “ortak satışı”, “sermaye artırımı” ve “sermaye artırımı ve ortak satışı” olup olmadıklarına göre sınıflandırılması ile elde edilen ilk 30 günlük getiriler gösterilmiştir.



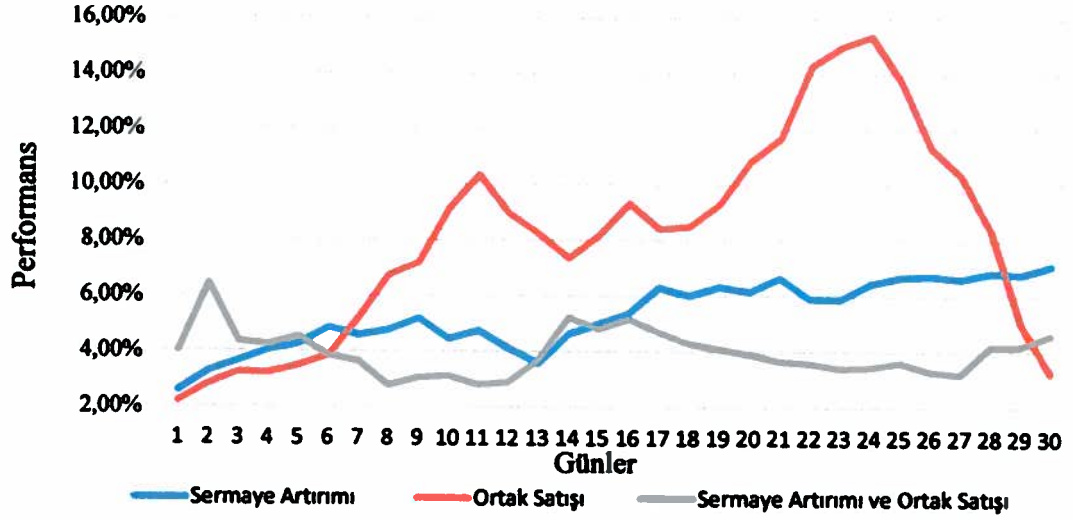
**Grafik 12 Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 9 Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
Sermaye Artırımı	0,014	5,34%	5,15%	7,39%	2,94%	30	1
Ortak Satışı	0,032	7,51%	7,16%	14,27%	2,78%	24	1
Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	0,010	2,81%	2,50%	5,79%	1,45%	2	26

Yukarıda yer alan grafikten görüleceği üzere sadece ortak satışı yoluyla yapılan halka arzların ortalama olarak daha yüksek getiri seviyesine ulaşmasına rağmen 30. günün sonunda sadece sermaye artırımı yoluyla yapılan halka arzlardan daha yüksek getiri elde edildiği görülmektedir. Ancak anormal getiri sağlayan şirketleri de hesaplama dahil ettiğimizde sadece ortak satışı yoluyla yapılan halka arzlardan ilk 30 gün boyunca daha yüksek getiri elde edildiği görülmektedir. Grafikte dikkat çeken bir diğer husus ise sadece ortak satışı yoluyla yapılan halka arzların daha dalgalı bir seyir izlemesidir.

Satış yapana göre halka arzların getirilerinden BİST Tüm endeksinin etkisinin arındırılması sonrasında ise 30 gün sonunda en iyi getirilerin sadece sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlardan elde edildiği görülmektedir.



**Grafik 13 Satışı Yapana Göre Getiriler (BİST Tüm Endeksine Göre 97 Şirket)**

**Tablo 10 BİST TÜM Etkisinden Arındırılmış Satışı Yapana Göre Getiriler (97 Şirket)**

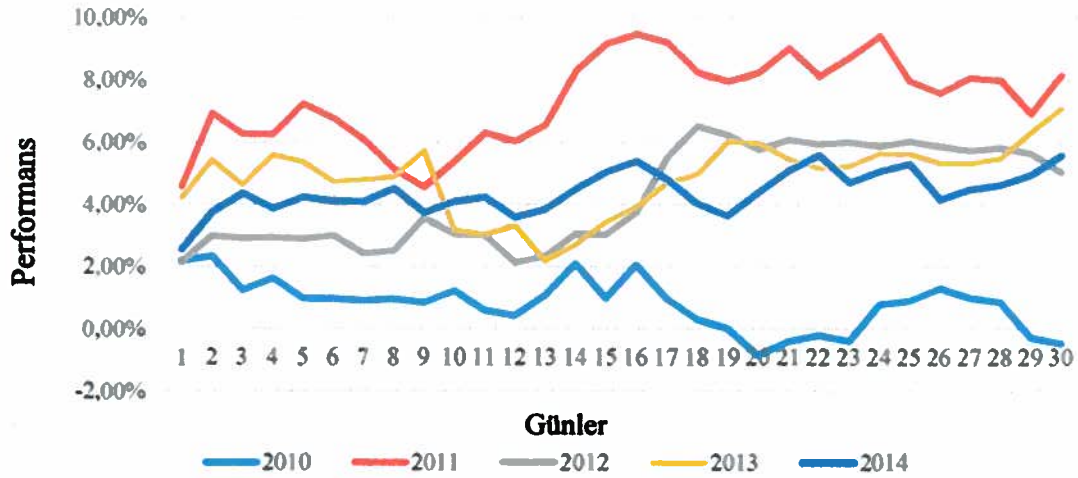
	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
Sermaye Artırımı	0,012	5,33%	5,29%	7,13%	2,58%	30	1
Ortak Satışı	0,038	8,17%	8,39%	15,38%	2,20%	24	1
Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	0,008	3,97%	3,88%	6,44%	2,77%	2	8

#### 5.4. Yıllara Göre Getiriler

2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketlerden anormal getiri getirmeyen şirketlerin yıllara göre getirileri hesaplanmıştır. Bu hesaplamada yıllar arasında en başarılı performans 2011 yılındaki halka arzlarda gerçekleşmiş ancak en büyük dalgalanma 2012 yılındaki halka arz edilen şirket paylarının ilk otuz günlük performansında yaşanmıştır. En kötü fiyat performansı ise “Halka Arz Seferberliğinin” başladığı 2010 yılı olmuştur. Diğer taraftan anormal getiri sağlayan



dokuz şirketin dördü 2010 yılında, biri 2011 yılında, üçü 2012 yılında ve en son biri ise 2013 yılında halka arz edilmiştir.

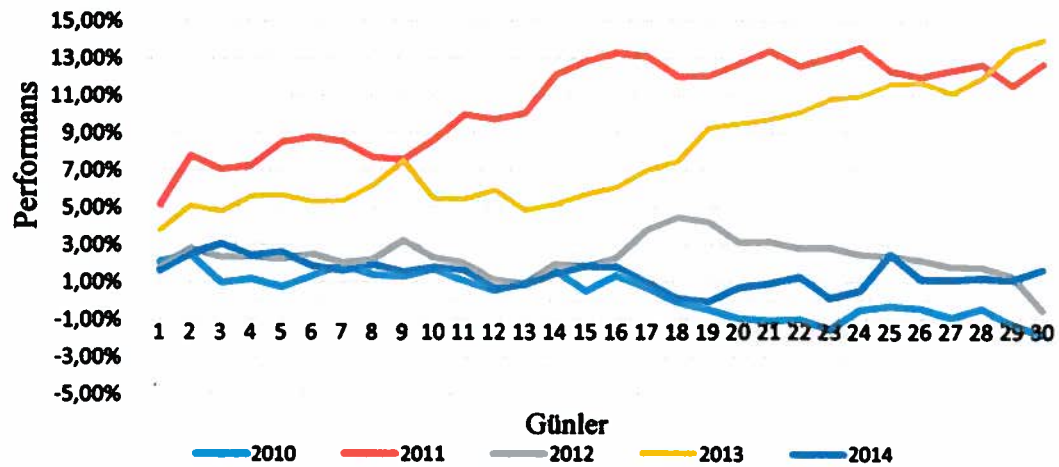


**Grafik 14 Yıllara Göre Getiriler**

**Tablo 11 Yıllara Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En		En	
				Yüksek	En Düşük	Yüksek	En Düşük
2010	0,008	0,81%	0,93%	2,33%	-0,84%	2	20
2011	0,014	7,36%	7,77%	9,49%	4,55%	16	9
2012	0,016	4,26%	3,65%	6,52%	2,15%	18	1
2013	0,011	4,86%	5,21%	7,08%	2,20%	30	13
2014	0,007	4,42%	4,38%	5,60%	2,55%	22	1

Yıllar itibarıyla BİST Tüm endeksine göre getirilere bakıldığında ise ortalama olarak en iyi getirinin yine 2011 yılına, en kötü getirinin ise 2010 yılına ait olduğu görülmektedir.



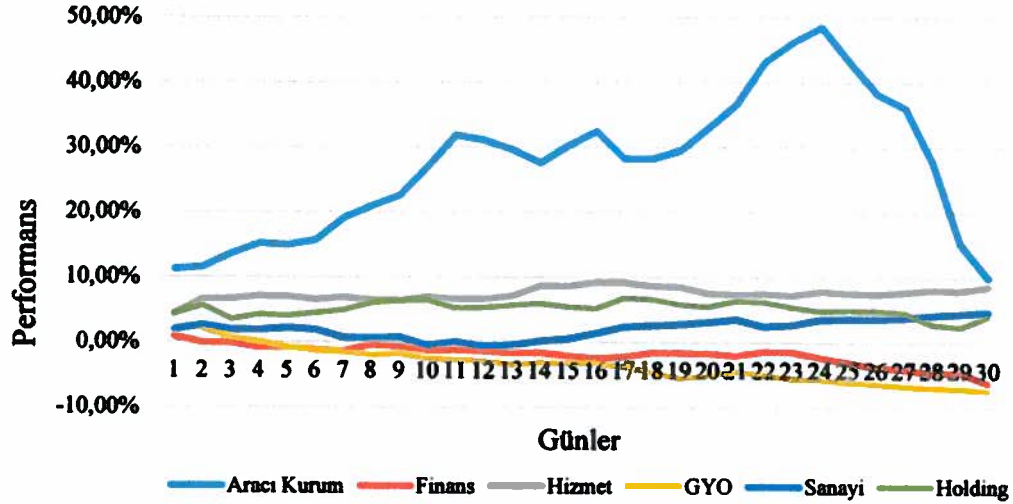
**Grafik 15 BİST Tüm Endeks Etkisinden Arındırılmış Yıllara Göre Getiriler**

**Tablo 12 BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış Yıllara Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En		En	
				Yüksek	En Düşük	Yüksek Gün	En Düşük Gün
2010	0,012	0,38%	0,63%	2,47%	-1,82%	2	30
2011	0,024	10,70%	12,02%	13,58%	5,16%	24	1
2012	0,010	2,33%	2,30%	4,47%	-0,53%	18	30
2013	0,030	7,89%	6,60%	13,96%	3,78%	30	1
2014	0,008	1,43%	1,50%	3,05%	-0,05%	3	19

### 5.5. Sektörlere Göre Getiriler

2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketlerden anormal getiri getirmeyen şirketler faaliyet gösterdikleri sektörler göre sınıflandırılmıştır. Buna göre şirketler, Aracı Kurum (3 Şirket), Finans (2 Şirket), Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (12 Şirket), Sanayi (38 Şirket), Holding (5 Şirket), Hizmet (36 Şirket) sektörlerine ayrılmıştır. Geriye kalan bir yatırım ortaklığı ise hesaplama dışında tutulmuştur. Buna göre getiri grafiği aşağıda yer almaktadır.

**Grafik 16 Sektörlere Göre Getiriler (96 Şirket)****Tablo 13 Sektöre Göre Getiriler (96 Şirket)**

	Standart			En		En	
	Sapma	Ortalama	Medyan	Yüksek	Düşük	Yüksek Gün	Düşük Gün
Aracı Kurum	0,109	27,31%	28,28%	48,56%	10,01%	24	30
Finans	0,015	-1,91%	-1,61%	0,82%	-6,22%	1	30
Hizmet	0,010	7,45%	7,44%	9,21%	4,34%	16	1
GYO	0,026	-3,47%	-3,35%	2,12%	-7,42%	1	30
Sanayi	0,016	2,10%	2,26%	4,77%	-0,65%	30	12
Holding	0,011	5,16%	5,29%	6,82%	2,39%	17	29

Yukarıda yer alan grafik ve tablodan görüleceği üzere aracı kurumlar halka arzın ardından yüksek performans sergilemiştir. Biraz daha detaya inildiğinde son beş yılda halka arz edilen toplam beş aracı kurumun ikisinin anormal getiri gösterdiği görülmüştür. Bununla birlikte analizde bu anormal getiri sağlayan iki şirket hesaplama dışında tutulmuştur. Söz konusu iki aracı kurumunda analize dahil edilmesi sonucunda aradaki farkın daha da açılacağı görülmektedir. Ayrıca aracı kurum halka arz performanslarına ilişkin standart sapmalarının yüksek olması getirinin sermaye piyasalarının istikrarlı çalışmasına katkı sağlayacağı konusunda şüpheye yol açmaktadır.

Diğer taraftan, sektöre göre hem otuzuncu günün sonunda hem de ortalama olarak en kötü performans gayrimenkul yatırım ortaklarınca gösterilmiştir. Bu durum önümüzdeki dönemde yapılacak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka arzındaki talepte sorun oluşturabilecektir.

Son olarak aracı kurumlarının performansının ardından en iyi performans hizmet sektöründe gösterilmiş olup, standart sapmasının düşük olması da getiride yaşanan dalgalanmanın az olduğunu göstermektedir. Bu durumun yaşanmasında hesaplama dahil edilen şirket sayısının fazla olmasının da etkili olduğu düşünülmektedir.

## **5.6. Halka Arz Tutarlarına Göre Performanslar**

SPK tarafından alınan 12.02.2013 tarihli İlke Kararında ilk halka arzlarla ilişkin bazı kısıtlayıcı hükümler getirilmiş, daha sonra bu düzenlemeler ufak değişikliklerle 22.06.2013 tarihinde yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'ne işlenmiştir.

Bu yeni düzenlemelerden biri de payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın, ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin;

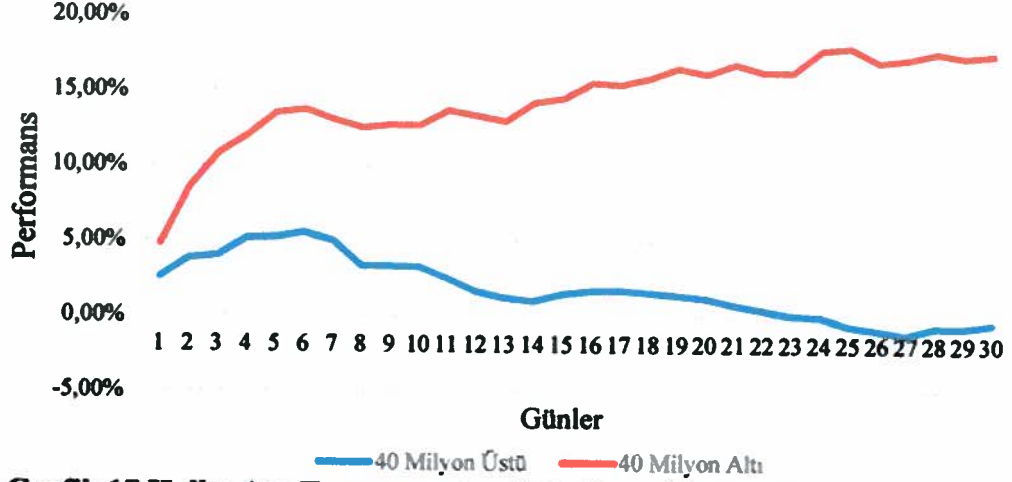
a) Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda satılmayan payların tamamı için,

b) Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılmayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için

halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşların halka arz fiyatı üzerinden bu payları satın alacağına ilişkin olarak ortaklığa karşı yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurula gönderilmesi zorunluluğudur. Buna göre halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu bulunmamaktadır. Ayrıca halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşlar veya piyasa danışmanı portföylerine aldıkları payları, halka arz edilen payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmamakta ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmamaktadırlar.

Söz konusu düzenlemenin etkisini görmek için öncelikle 2010-2014 yılları arasında ilke defa halka arz edilen şirketler halka arz tutarlarının 40 milyon TL'nin üzerinde ve altında olup olmamasına göre sınıflandırılmıştır. Buna göre söz konusu dönemde 40 milyon TL tutarın üzerinde 34 şirket payı halka arz edilirken 72 şirketin ise halka arz tutarları 40 milyon TL'nin altında kalmıştır.

Anormal getiri sağlayan şirketlerin de dahil edildiği analize göre 40 milyon TL'nin altındaki halka arzlarda pay fiyatlarının ilk 30 gün boyunca 40 milyon TL'nin üzerindeki halka arzlara göre daha iyi performans sergilediği görülmekle birlikte, fiyat oynaklığının yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Analize ilişkin grafik ve özet tablo aşağıda yer almaktadır.

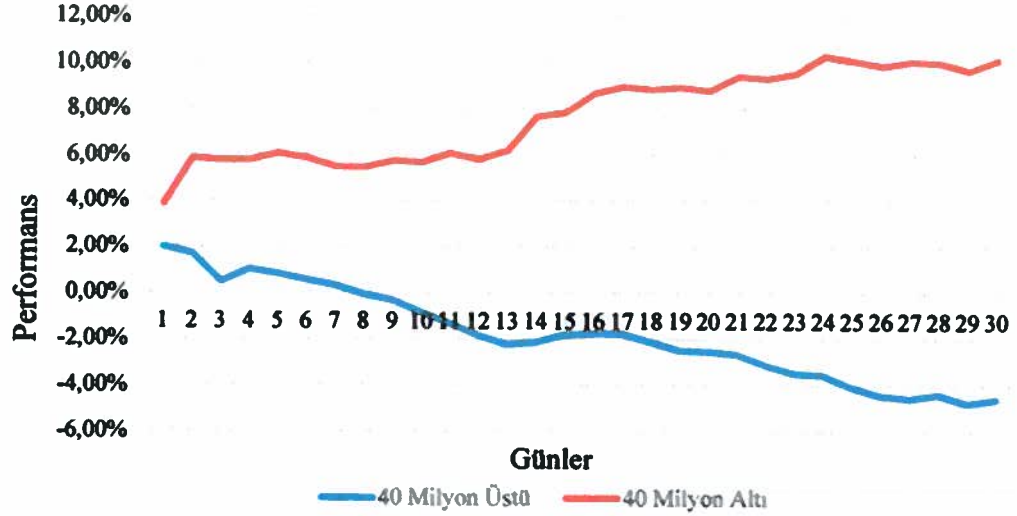


**Grafik 17 Halka Arz Tutarına Göre Getiriler (106 Şirket)**

**Tablo 14 Halka Arz Tutarlarına Göre (106 Şirket)**

	Standart Sapma		Medyan	En		En Yüksek Gün	En Düşük Gün
	Ortalama	Ortalama		Yüksek	En Düşük		
40 Milyon Üstü	0,020	1,79%	1,53%	5,55%	-1,16%	6	27
40 Milyon Altı	0,030	14,48%	14,97%	17,95%	4,74%	25	1

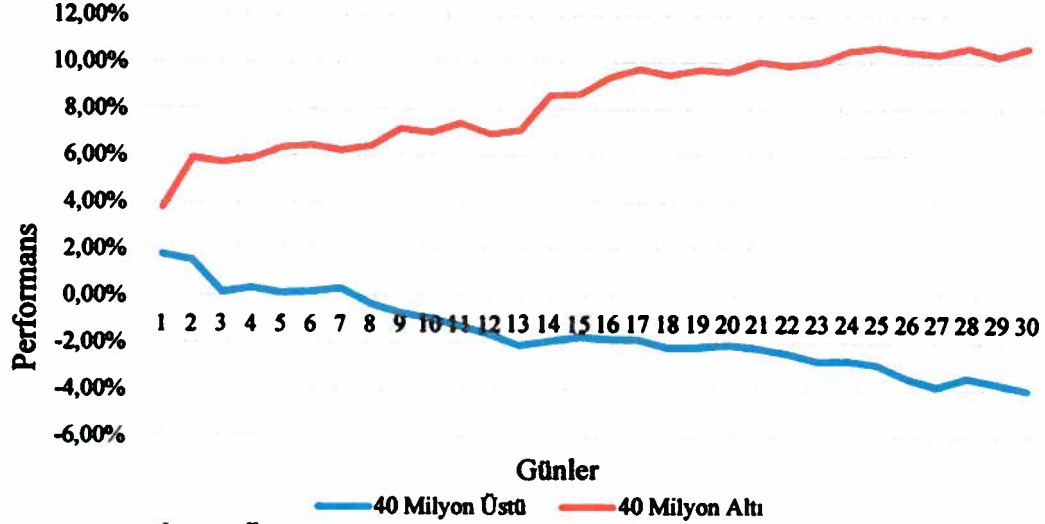
Yukarıdaki analizde bahsedildiği üzere anormal getiri sağlayan 9 şirket de analize dahil edilmiştir. Söz konusu anormal getiri sağlayan şirketlerin yedi tanesi 40 milyon TL'nin altında halka arz tutarına sahiptir. Bu açıdan bakıldığında 40 milyon TL'nin altındaki halka arzlarında fiyatlama konusunda anormalliğin daha fazla gözlemlendiği görülmektedir. Bununla birlikte söz konusu anormal getiri sağlayan şirketlerin analiz dışında tutulmasına rağmen 40 milyon TL'nin altındaki pay halka arzlarında fiyatların daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Benzer olarak BİST TÜM Endeksinden arındırılmış performanslarda da benzer seyir izlenmektedir.



**Grafik 18 Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 15 Halka Arz Tutarlarına Göre (97 Şirket)**

	Standart			En		En	En
	Sapma	Ortalama	Medyan	Yüksek	En Düşük	Yüksek Gün	Düşük Gün
40 Milyon Üstü	0,020	-1,79%	-1,96%	1,98%	-4,74%	1	29
40 Milyon Altı	0,020	7,71%	8,24%	10,31%	3,83%	24	1

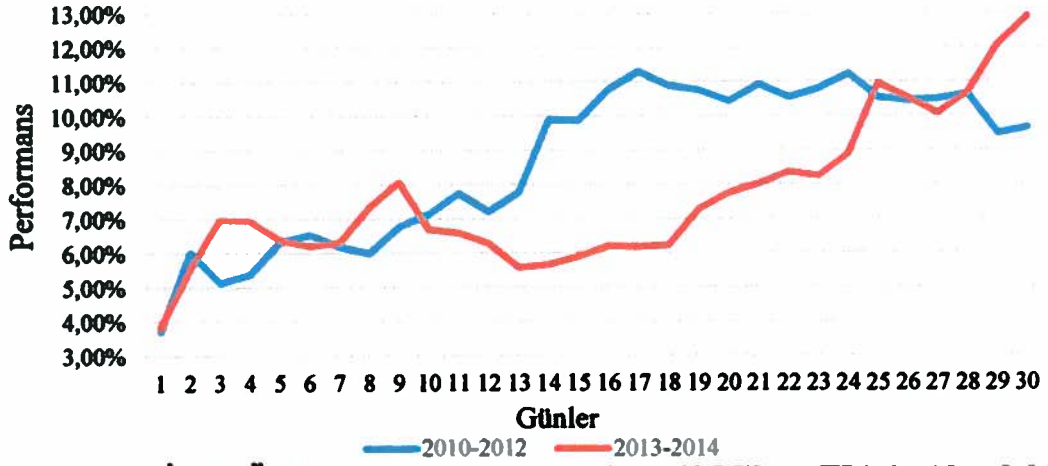


**Grafik 19 BİST TİM Endeksinden Arındırılmış Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 16 BİST TİM Endeksinden Arındırılmış Halka Arz Tutarlarına Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart			En		En	En
	Sapma	Ortalama	Medyan	Yüksek	En Düşük	Yüksek Gün	Düşük Gün
40 Milyon Üstü	0,016	-1,60%	-1,90%	1,75%	-4,00%	1	30
40 Milyon Altı	0,020	8,36%	9,01%	10,66%	3,74%	25	1

SPK tarafından 40 milyon TL tutarının altındaki halka arzlarla ilişkin düzenleme 2013 yılının başında yürürlüğe girmiştir. Bu açıdan söz konusu düzenlenin etkisini görme adına 40 milyon TL'nin altındaki halka arzlar 2010-2012 ve 2013-2014 yıllarına ilişkin olarak iki dönem şeklinde borsa endeksi etkisinden arındırılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına ilişkin grafik ve özet tablo aşağıda yer almaktadır. Analizde anormal getiri sağlayan ve 40 milyon TL'nin altından halka arz tutarı olan yedi şirket kapsam dışında bırakılmış olup, söz konusu yedi şirketin altı tanesi 2010-2012 yıllarına ilişkin dönemde bulunmaktadır.



**Grafik 20 BİST TÖM Endeksinden Arındırılmış 40 Milyon TL'nin Altındaki Halka Arzların Yıllara Göre Getirileri**

**Tablo 17 BİST TÖM Endeksinden Arındırılmış 40 Milyon TL'nin Altındaki Halka Arzların Yıllara Göre Getirileri**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
2010-2012	0,023	8,69%	9,76%	11,30%	3,71%	17	1
2013-2014	0,021	7,62%	6,95%	12,89%	3,81%	30	1

Yukarıda yer alan grafikten ve tablodan görüleceği üzere 2010-2012 yıllarında halka arz edilen şirketler ilk otuz günlük ortalamada daha iyi performans sergilese de otuzuncu günün sonunda 2013-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin daha iyi performans sergilediği görülmektedir.

Anormal getiri sağlayan şirketlerin hesaplamaya dahil ettiğimizde ise 2010-2012 yılları arasındaki halka arz performanslarının ilk otuz gün boyunca daha iyi olacağı tahmin edilmekle birlikte bu hesaplamada da standart sapma rakamının da yükseleceği açıktır. Bu açıdan bakıldığında 2010-2012 yılları arasında daha fazla şirket halka arz edilmesine rağmen standart sapma rakamının bu dönemde daha yüksek çıktığı da dikkate alınarak, 2013 yılının başında yürürlüğe giren 40 milyon TL tutarın altındaki halka arzlara ilişkin düzenlemenin halka arzlardaki fiyat performanslarında istikrara neden olduğu düşünülmektedir.

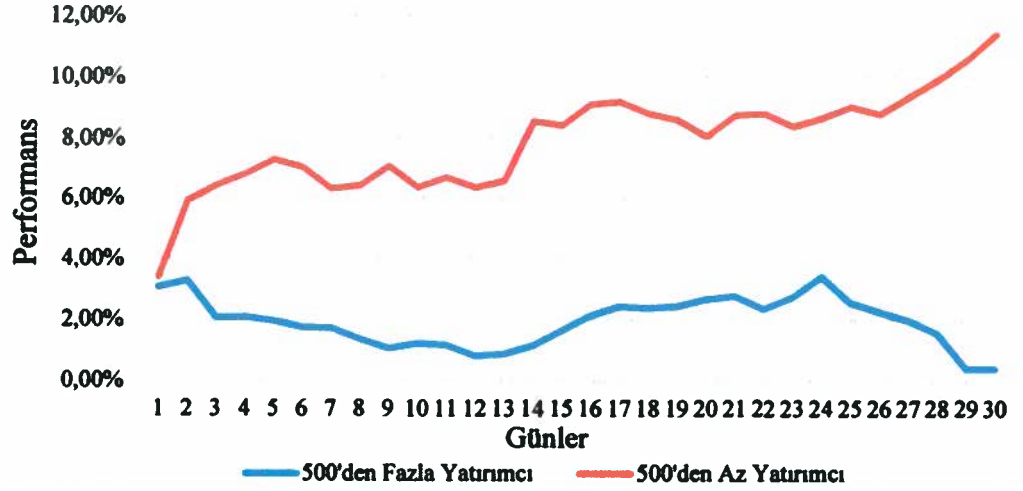
### **5.7. Ortak Sayısına Göre Performans**

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3 üncü maddesinin birinci fıkrasında halka açık ortaklık paylarını halka arz eden veya halka arz edilmiş sayılan ortaklık olarak tanımlanmaktadır. Yine aynı Kanun'un 16 ncı maddesinde ise pay sahibi sayısı 500' aşan ortaklıklar halka arz edilmiş sayılmıştır.

Bu nedenle halka arzdan 500'den fazla yatırımcı alıp almamasına göre analiz yapılmıştır. Analizde 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen 106 şirketten anormal getiri gösteren dokuz şirket kapsam dışında tutulmuştur. Buna göre söz konusu dokuz şirketin altısının halka arzına katılan yatırımcı sayısının 500'n altında olduğu grlmştir. Geriye kalan 97 şirket halka arzının 43 tanesinde 500'den az yatırımcı katılımda bulunulmuştur.

97 şirket üzerinde yapılan analiz sonucunda halka arzına katılan yatırımcı sayısının 500'n altında olduğu halka arzlarda halka arzın ardından 30 gün boyunca daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Aşağıdaki grafik ve tablodan görüleceği üzere 500'n altında yatırımcının katıldığı halka arzlarda ilk otuz günde performans daha iyi olsa da, standart sapmanın yüksek olması fiyat istikrarı konusunda endişelere yol açmaktadır.



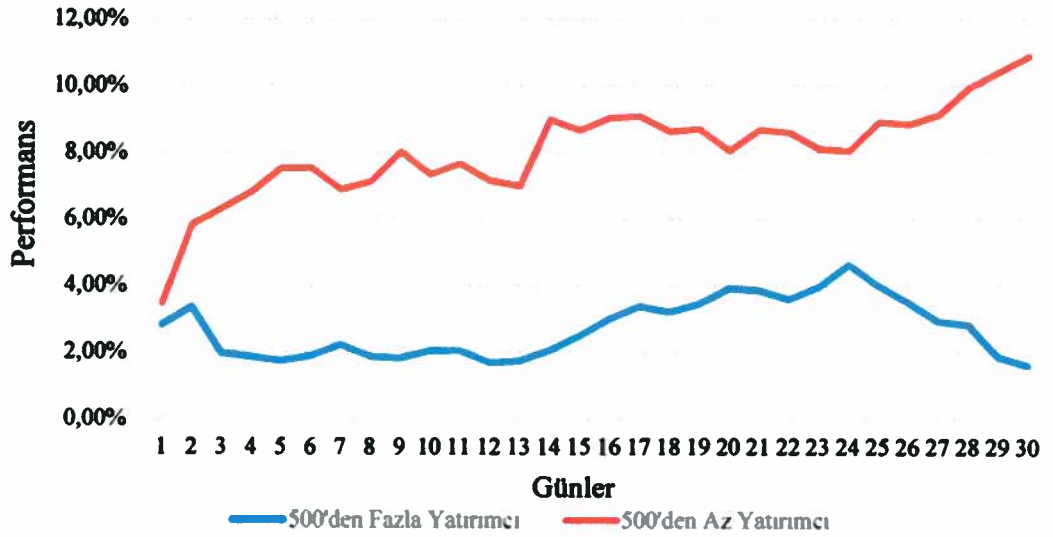


**Grafik 21 Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre (97 Şirket)**

**Tablo 18 Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
500'den Fazla Yatırımcı	0,008	1,94%	2,03%	3,43%	0,41%	24	29
500'den Az Yatırımcı	0,016	7,89%	8,38%	11,40%	3,41%	30	1

Söz konusu analizde BİST Tüm endeksinin etkisini arındırdığımızda, sonuçların önemli ölçüde değişmediği görülmektedir.



**Grafik 22 BİST TÜM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 19 BİST TİM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayısına Göre Getiriler (97 Şirket)**

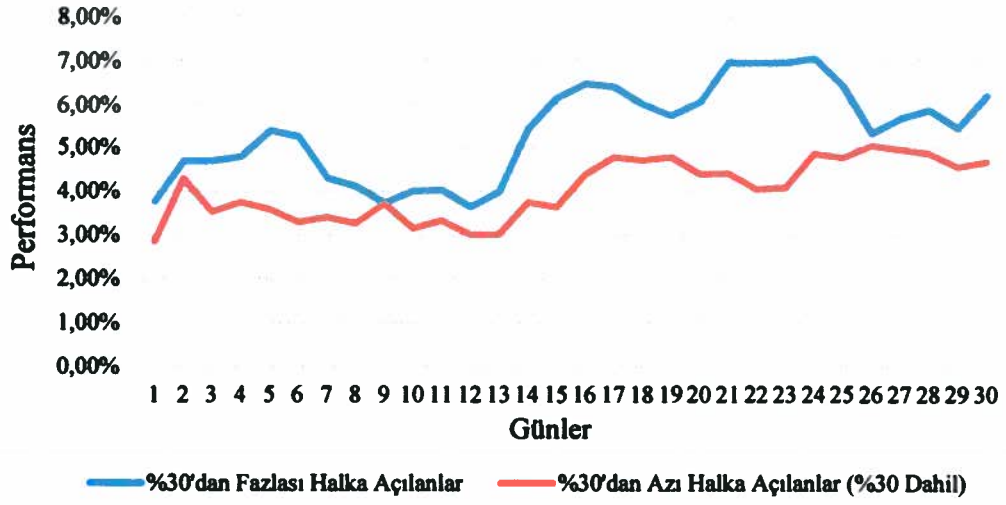
	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
500'den Fazla Yatırımcı	0,009	2,70%	2,64%	4,62%	1,61%	24	30
500'den Az Yatırımcı	0,015	8,04%	8,08%	10,91%	3,44%	30	1

### **5.8. Halka Açıklık Oranlarına Göre Performans**

2010-2014 yılları arasında halka arz edilen 106 şirketin halka açıklık oranı %28,14 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre en fazla oran ile halka açılan şirket yapısı gereği Euro Capital Yatırım Ortaklığı A.Ş. iken oransal olarak ikinci büyük halka açılma ise Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. halka arzına gerçekleşmiştir.

Analizde yine anormal getiri sağlayan 9 şirket kapsam dışında bırakılmış ve geriye kalan 97 şirket halka açılma oranının %30'un üzerinde olup olmamasına göre iki kısma ayrılmıştır.

Buna göre sermayesinin %30'undan fazlası halka arz edilen 43 şirket bulunmakla birlikte bu şirketlerin 4 ünde anormal getiri elde edilmiştir. %30 ve %30'dan daha düşük oranda pay halka arzının gerçekleştiği şirket sayısı ise 63 olup bu şirketlerin de beş tanesinde anormal getiri görülmüştür. Anormal getiri hariç şirketleri bu halka açıklık orana göre sınıflandırdığımızda aşağıdaki performanslara ulaşılmaktadır.

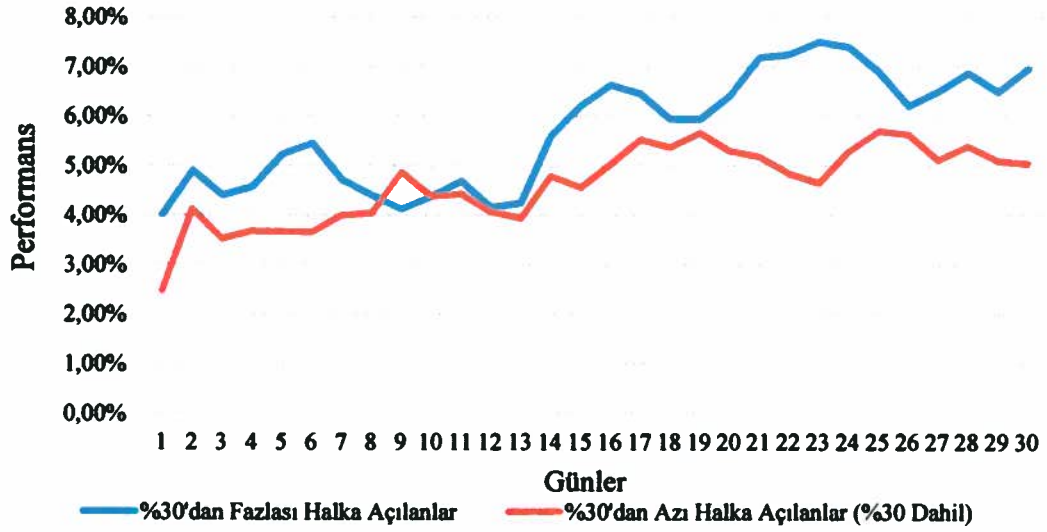


**Grafik 23 Halka Açılma Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 20 Halka Açıklık Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma			En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
	Sapma	Ortalama	Medyan	Yüksek	Düşük	Gün	Gün
%30'dan Fazlası Halka Açılanlar	0,011	5,38%	5,44%	7,05%	3,65%	24	12
%30'dan Azı Halka Açılanlar (%30 Dahil)	0,007	4,03%	4,08%	5,04%	2,85%	26	1

Söz konusu analizde BİST Tüm endeksinin etkisini arındırdığımızda, sonuçların önemli ölçüde değişmediği görülmektedir.



**Grafik 24 BİST TUM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 21 BİST TİM Endeks Ekisinden Arındırılmış Halka Açıklık Oranına Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart			En	En	En	En
	Sapma	Ortalama	Medyan	Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük
	Gün	Gün	Gün	Gün	Gün	Gün	Gün
%30'dan Fazlası Halka Açılanlar	0,011	5,72%	5,94%	7,50%	4,01%	23	1
%30'dan Azı Halka Açılanlar (%30 Dahil)	0,008	4,63%	4,81%	5,70%	2,46%	25	1

### 5.9. Halka Arz Dönemine Göre Getiriler

SPK tarafından alınan 12.02.2013 tarihli İlke Kararında ilk halka arzlarla ilişkin bazı kısıtlayıcı hükümler getirilmiş, daha sonra bu düzenlemeler ufak değişikliklerle 22.06.2013 tarihinde yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'ne işlenmiştir.

Bu düzenlemelere göre payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki'den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

Ayrıca payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın

internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.

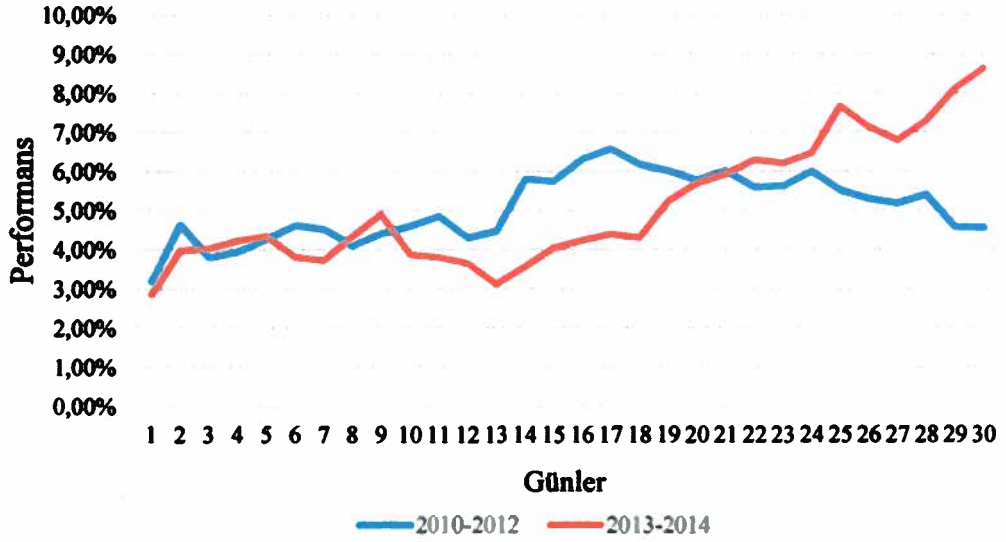
Diğer taraftan, halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilmektedir. Analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

Payların ilk halka arzında yetkili kuruluşun ya da konsorsiyum oluşturulması durumunda konsorsiyum liderinin fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu raporların bu maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

Paylarını ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar.

Yukarıda yer alan hükümler 12.02.2013 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. Bu nedenle 2013 ve 2014 yılları arasında halka arz sayısında azalma yaşanmıştır.

Ancak söz konusu düzenlemenin halka arz fiyatlamaları üzerindeki etkisinin ölçülmesi için 2010, 2011 ve 2012 yıllarındaki halka arzlar ‘‘Halka Arz Seferberliği’’ sonrası ve ancak halka arzlarla yönelik kısıtlayıcı düzenleme öncesi dönem olarak 2013 ve 2014 yıllarındaki halka arzlar ise düzenleme sonrası halka arzlar olarak incelenmiştir. Aşağıdaki grafik ve tabloda bu analizin sonuçları yer almakta olup, anormal getiri sağlayan 9 şirket analiz dışında tutulmuştur. Burada önemli bir konu ise söz konusu 9 şirketin sekiz tanesi 2010-2012 yılları arasında halka arz edilen şirketlerdir. Bu açıdan bakıldığında yukarıda yer alan düzenlemelerin etkili olduğu görülmektedir.



**Grafik 25- BİST TİM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Dönemine Göre Getiriler (97 Şirket)**

**Tablo 22 BİST TİM Endeks Etkisinden Arındırılmış Halka Açılma Dönemine Göre Getiriler (97 Şirket)**

	Standart Sapma	Ortalama	Medyan	En Yüksek	En Düşük	En Yüksek Gün	En Düşük Gün
2010-2012	0,009	5,06%	5,02%	6,58%	3,19%	17	1
2013-2014	0,016	5,09%	4,35%	8,63%	2,85%	30	1

Yukarıda yer alan grafik ve tablodan görüleceği üzere 2013-2014 yılları arasında halka arz edilen 30 şirketin ortalama ve 30 uncu günün sonunda daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Ancak standart sapmanın bu dönemde göreceli olarak daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu yüksekliğin 2010-2012 yıllarına göre 2013-2014 yılları arasında daha az şirketin halka arz edilmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Buna göre yapılan düzenlemenin başarılı olduğu anlaşılmaktadır.

## ALTINCI BÖLÜM

### SONUÇ

Çalışmada 2010-2014 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 106 şirketin ilk 30 işlem günündeki performansları yıllara, halka arzı yapılan payların işlem gördüğü pazarlara, halka arz edilen şirketlerin bulunduğu sektörlere, halka arzların ortak satışını barındırıp barındırmadığına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranlarına ve Borsa Tüm endeksine göre getirileri analiz edilmiştir. Son olarak ise 2010-2014 yılları arasındaki halka arz performansları 2010-2012 ve 2013-2014 yılları olarak iki dönemde incelenerek “Halka Arz Seferberliği” ve 2013 yılında yürürlüğe giren halka arzlarla ilişkin düzenlemelerin başarılı olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Öncelikle son beş yıllık halka arzların genel görünümüne bakıldığında, son beş yılda yapılan halka arzların büyük çoğunluğunun Borsa'nın İkinci Ulusal Pazar'ında yapıldığı görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar'da halka açılan şirketler ile Gelişen İşletmeler Piyasası'nda halka açılan şirketler birlikte değerlendirildiğinde son beş yılda halka açılan şirketlerin göreceli olarak küçük şirketler olduğu belirlenmektedir. Bununla birlikte, 2012 yılında gerçekleşen T. Halk Bankası A.Ş.'nin ve 2013 yılında gerçekleşen Emlak GYO A.Ş. toplam 4.096 milyon ABD Doları tutarındaki ikincil



halka arz tutarı kapsam dışında tutulsa bile son beş yıllık halka arz gelirlerinin büyük bölümünün Ulusal Pazar'da elde edildiği görülmüştür.

2010-2014 yılları arasındaki ilk defa halka arz edilen 106 şirket paylarının ilk otuz günlük halka arz fiyatlarına göre performanslarına bakıldığında getiriler ortalamasının pozitif olduğu görülmektedir. Bu durum daha önce yapılan çalışmalarla paralel sonuçlara ulaşıldığını göstermektedir. Bununla birlikte anormal getiri getiren 9 şirketi hesaplama dışında tuttuğumuzda 97 şirketin ilk otuz gün boyunca getirileri, 106 şirket analizindeki seyir ile paralel olsa da analiz dışındaki dokuz şirketin etkisinin büyük olması nedeniyle performansta önemli düşüşler gözlenmiştir. 97 şirketin ilk otuz gün boyunca ortalama getirisi 106 şirket getirisine göre % 5,83 düşerek %4,58 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu 97 şirketin BİST Tüm endeksine göre de pozitif getiri sağladığı ancak bu getirinin ilk 30 gün boyunca %3,1-6,2 arasında değiştiği görülmektedir.

Anormal getiri sağlayan şirketler hesaplama dışında tutulduğunda halka arzdan sonra ilk 30 gün boyunca ortalama olarak en iyi performans İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan 41 şirket hisselerinde yaşanmıştır. Bununla birlikte ortalama olarak en kötü performansı ise Ulusal Pazar'da halka arz edilen şirket payları göstermiştir. Diğer taraftan 30. günün sonunda en iyi performans GİP'te halka arz edilen şirket paylarında yaşanmıştır.

Satışı yapana göre analizde ise ortak satışlarının olduğu halka arzlarda oransal olarak daha fazla anormal getirinin ortaya çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte, sadece ortak satışı yoluyla yapılan halka arzların ortalama olarak daha yüksek getiri seviyesine ulaşmasına rağmen 30. günün sonunda sadece sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarından daha yüksek getiri gösterdiği görülmüştür.

2010-2014 yılları arasında halka arz edilen şirketlerden anormal getiri getirmeyen şirketlerin yıllar arasında en başarılı performans 2011 yılında, en kötü performans ise 2010 yılında gerçekleşmiş ancak en büyük dalgalanma 2012 yılındaki halka arz edilen şirket paylarının ilk otuz günlük performansında yaşanmıştır.

Sektörlere göre analiz yapıldığında ise aracı kurum olarak faaliyet gösteren şirketlerin en iyi performans sergiledikleri bunun ardından ise en iyi performansın hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketler tarafından gösterildiği görülmektedir.

Halka arz tutarlarına göre yapılan analizde anormal getiri sağlayan şirketlerin analiz dışında tutulmasına rağmen 40 milyon TL'nin altındaki pay halka arzlarında daha iyi performans sergilediği belirlenmiştir.

97 şirket üzerinde yapılan analiz sonucunda halka arzına katılan yatırımcı sayısının 500'ün altında olduğu halka arzların halka arzın ardından 30 gün boyunca daha iyi performans sergilediği tespit edilmiştir.

12.02.2013 tarihinden itibaren yürürlüğe giren halka arzlarla ilişkin düzenlemenin halka arz fiyatlamaları üzerindeki etkisinin ölçülmesi için 2010, 2011 ve 2012 yıllarındaki halka arzlar "Halka Arz Seferberliği" sonrası ve ancak halka arzlarla yönelik kısıtlayıcı düzenleme öncesi dönem olarak, 2013 ve 2014 yıllarındaki halka arzlar ise düzenleme sonrası halka arzlar olarak incelenmiştir.

2013-2014 yılları arasında halka arz edilen 30 şirketin ortalama ve 30 uncu günün sonunda daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Ancak standart sapmanın bu dönemde göreceli olarak daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu yüksekliğin 2010-2012 yıllarına göre 2013-2014 yılları arasında daha az şirketin halka arz edilmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Değerlendirme sonucunda daha önce yapılan ve kısa dönemi kapsayan incelemelere paralel sonuçlara ulaşılmış ve kısa vadede söz konusu hisselerin ortalamada düşük fiyatlandırıldığı görülmüştür.

## KAYNAKÇA

- BENVENİSTE, L. M. ve P. A. SPİNDT. (1989) "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues" Journal of Financial Economics Cilt 24.S.343-361.
- BİST 2015. Borsa İstanbul A.Ş., <http://borsaistanbul.com/>, Erişim Tarihi: Ocak 2015
- GÜLER, Ayça (2010), İlk Halka Arzlarda Piyasa Performansı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir İnceleme
- KIYMAZ, Halil (1996), İMKB'de İşlem Gören Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990-1995 Uygulaması
- KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray ve ALAGÖZ, Ayşegül (2008), İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi
- ÖZER, Mehmet, (2014) "2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamaların Nedenleri Ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri"
- SPK 2015. Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: Ocak 2015
- TANYERİ, Ayşe Başak, (2010) Halka Arzlar ve Finansman Maliyeti
- TÜKEL, Ayça (2010), İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi-Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi
- ÜNLÜ, Ulaş ve ERSOY, Ersan (2008), İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği
- WELCH, I. (1989) "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings" Journal of Finance Cilt 44.S.421-450.
- YAŞAR, Serpil, (1997) Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performans, Yeterlik Ettüdü, SPK.