

CEF

CENTER OF EXCELLENCE
IN FINANCE
SABANCI UNIVERSITY

CEF ARAŞTIRMA RAPORU

BORSA İSTANBUL İLK HALKA ARZ PİYASA DİNAMİKLERİ VE DÜŞÜK FİYATLAMA

Kurucu Sponsor

AKBANK

Sabancı
Üniversitesi

BORSA İSTANBUL İLK HALKA ARZ PİYASA DİNAMİKLERİ VE DÜŞÜK FİYATLAMA

Dr. Burcu Avcı
Doç. Dr. Evrim Akdoğu
Doç. Dr. Şerif Aziz Şimşir

Makaleye atıf yapmak için aşağıdaki bilgiler kullanılmalıdır:

*Avcı, S.B., Akdoğu, E. & Şimşir, Ş.A. (2020).
Borsa İstanbul İlk Halka Arz Piyasa Dinamikleri ve Düşük Fiyatlama.
Center of Excellence in Finance Araştırma Raporu, Sabancı Üniversitesi.*

1. Giriş

Halka açılma, Borsa İstanbul (BİST) kurulduğundan beri, birçok Türk şirketi için önemli bir fon kaynağı olmuştur. Borçluluk oranını yükseltmek istemeyen ya da piyasadan uygun şartlarda öz sermaye bulabileceğine inanan şirketler için sermaye artırımını en uygun finansman seçeneği olabilmektedir. Sermaye artırımını yapmanın iki yolundan biri tahsisli (özel) satış diğeri ise halka arzdır. Halka açılma bazı durumlarda kanuni bir zorunluluk olsa da¹ çoğunlukla stratejik bir karardır ve firmanın tüm birimlerinin işleyişini etkileyerek şirket yapısında ciddi değişimlere yol açar. Şirket sermayesini sınırlı sayıda özel ortaklarla büyütme farkı, şirketin potansiyel ortak portföyünü genişletmek, buna uygun yeni çalışma ve raporlama prensipleri oluşturmak ve en nihayetinde kurumsallaşma sağlamaktır. Bu bakımdan halka açılmanın ekonomik gelişmişlikle de ilgisi vardır.

Halka açılışlarda arz fiyatı, işleme aracılık eden “aracı kurum” tarafından belirlenir. Arz fiyatını belirlemek profesyonel emek isteyen zorlu bir süreçtir. Aracı kurum fiyat belirlerken birçok kıstası göz önünde bulundurmaya zorundadır (Bakkal, Bakkal ve Öztürk, 2012, 93-94; Pamukçu ve Öztürk, 2018). Buna rağmen, genelde halka arz fiyatı ile payın borsada işlem gördüğü ilk gün fiyatı arasında önemli bir farklılık olur, yani borsada gerçekleşen ikincil işlemlerin fiyatları halka arz fiyatından önemli ölçüde sapabilir.² İlk kez halka arz olan bir firmanın mevcut ortaklarının fiyatlandırma konusundaki hedefi fiyatın mümkün olan en yüksek seviyede belirlenmesidir. Sattığı payların bedeli şirketin öz sermayesine ekleneceği için şirket, fiyat maksimizasyonunu hedefler. Payları halka arz aşamasında almak isteyen yatırımcı için ise getiri maksimizasyonu, arz fiyatının olabildiğince düşük belirlenmesiyle elde edilir. Düşük fiyatla satın aldığı payların fiyatlarının borsada yükselmesi ile yatırımcı kar elde edecektir. Fiyatı belirleyen aracı kurum ise her iki tarafı da memnun edecek bir fiyat politikası belirlemeye çalışır. Aracı kurum bazı halka arzlarda satılamayan payları yüklenmekle sorumludur. Bu sorumluluğu bir kenara bırakacak olsak bile fiyatın yüksek belirlenmesi halinde payların yeterli yatırımcıya ulaşmaması, düşük belirlenmesi halinde ise firmanın yeterli sermayeye ulaşamaması ve dolayısıyla halka açılmaktan vazgeçme söz konusu olabilir. Aracı kurumların eğilimi genellikle halka arzın başarılı olmasını sağlayacak düşük bir fiyat politikası takip etmektir. (Pamukçu ve Öztürk, 2018).

Bu konuda yapılan ampirik çalışmalar da “düşük fiyatlandırma/fiyatlandırma” politikasını destekleyen sonuçlar ortaya koymuştur. Düşük fiyatlandırma, gerek dünyada gerekse Türkiye’de değişik dönemlerde ve sektörlerde gerçekleşen ilk halka arzların ortak özelliğidir. Bu durum ilk halka arzlarda yüksek fiyatlandırma yapılan paylar olmadığı anlamına gelmez ancak düşük fiyatlandırma yapılan pay sayısının yüksek fiyatlandırma yapılan pay sayısından anlamlı şekilde yüksek olmasını gerektirir. Borsa İstanbul özelinde yapılan ilk halka arz analizlerinde zaman içinde azalarak devam eden bir ilk gün düşük fiyat anomalisi gözlenmiştir. 1990’lı yıllardaki çalışmalarda ilk gün anormal getirisi %10’un üzerinde gözlenirken (Kıymaz, 1997a, 1997b, 2000; Durukan, 2002; Sevim ve Akkoç, 2006) 2000’li yıllarda bu oran %10’un altına inmiştir (Ayden ve Karen, 2000; Teker ve Ekit, 2003; Küçükkoçaoğlu, 2008; Altan ve Hotamış, 2008; Ünlü ve Ersoy, 2008; Bildik ve Yılmaz, 2008; Ünlü, Yıldız ve Yalama, 2009; Kırkulak, 2010; Sağlam ve Çelik, 2010; Tükel, 2010; Ercan ve Çevikel, 2011; Elmas ve Amanianganeh, 2013; Kurtaran, 2013; Yıldırım ve Dursun, 2014; Açıkgöz ve Gökkaya, 2017). 2000’li yılların sonuna doğru ortalama anormal getiriler daha da düşük seviyelere inince de istatistiksel olarak düşük fiyatlandırma dinamiğinin devam ettiği görülmektedir. 2010 sonrası dönemi inceleyen Akkılıç ve Yıldırım (2017) ise 2014-2016 arasında yapılan 19 ilk halka arzın kısa dönem performanslarına bakmış ve ilk gün getirisini %0,5 olarak hesaplamıştır. Çalışmada elde edilen ilk gün getirisinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığı ölçülmemiştir.

İlk halka arz pazarı 2000’li yılların başında ve sonunda iki büyük krizden (2000-2001 bankacılık krizi ve 2008-2009 küresel finansal kriz) etkilenmiştir. Bu iki kriz arasındaki dönemde yoğun ilk halka arz işlemleri gerçekleşmiştir. 2010 yılında başlayan ekonomik canlanma ve Borsa İstanbul’un halka arz etkinlikleri pazarı canlandırmıştır. 2010 yılında başlayan ekonomik canlanma ve Borsa İstanbul’un halka arz etkinlikleri pazarı canlandırmıştır.

¹ Ortak sayısı beş yüzü geçen şirketlerde halka arz kanuni bir zorunluluktur (Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği, II-16.1).

² Hisse senetlerinin gerçek değerinin altında halka arz edilmesine “düşük fiyatlandırma” adı verilmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008). Bu raporun dördüncü bölümünde düşük fiyatlandırmanın nedenleri açıklanmaktadır.

İlk halka arz pazarını canlandırmak için Borsa İstanbul 2008 yılında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği arasında bir protokol imzalanmıştır.³ Bu protokol kapsamında halka açık olmayan şirketler eğitimler, halka arz seferberliği zirveleri ve toplantılar vasıtasıyla halka açılmaya teşvik edilmiştir. Ancak bu canlılık 2014 sonrası dönemde eski gücünü kaybetmiştir. 2015 yılında halka arzı teşvik edici vergi düzenlemeleri yapılmasına ve diğer teşviklerin devam etmesine rağmen iç ve dış piyasalardaki ekonomik gelişmeler nedeniyle ilk halka arz hacminde daralmalar olmuştur.

Bu çalışmada 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2019 arasında kalan on yıllık süre boyunca Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen ilk halka arzlar ve ilk günlük fiyatlamaya dinamikleri incelenmektedir. Tüm firmaların ilk gün getirileri kullanılarak hesaplanan ortalama anormal getiriler, diğer ülkelerde ve Borsa İstanbul'da daha önceki dönemlerde yapılan çalışmalardaki bulgularla tutarlı olarak, analiz dönemi içinde düşük fiyatlamaya yapıldığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, halka arz edilen firmaların pay fiyatları çoğunlukla ilk işlem günü piyasada oluşan fiyatın altında olacak şekilde belirlenmiştir. Halka arza çıkan firmalar düşük fiyat politikası uygulayarak halka arzdan elde ettikleri fon miktarını maksimize edemeseler de bu şekilde daha çok yatırımcıya ulaşabilmekte ve uzun vadeli borçlanma piyasalarına kalıcı erişim sağlayabilmektedirler.

Bu raporda öncelikle halka arzın faydaları ve maliyetleri detaylı bir şekilde listelenmiş, sonrasında ise Borsa İstanbul'daki halka arz süreci hakkında bilgi verilmiştir. Raporun dördüncü bölümünde BİST dahil tüm dünyada görülen düşük fiyatlamaya bulgularının akademik literatürde ileri sürülen sebepleri tartışılmıştır. Sonraki bölümde ise SPK ve BİST aracılığı ile edinilen ve çalışmada kullanılan veri kümesi hakkında bilgi verilmiş, bu bölümde ayrıca örneklem süresi boyunca

yapılan ilk halka arzların işlem hacmi, halka arz yöntemi ve arza aracılık yöntemleri ile alakalı bulgular tartışılmıştır. Sonrasında ise örneklem süresinde gerçekleşen halka arzların ilk işlem günlerindeki anormal getirileri hesaplanmış, ek olarak ilk gün ve ilk üç gün için anormal getirisi en yüksek ve en düşük beş şirket belirlenmiştir.

2. Halka Arzın Fayda ve Maliyetleri

Halka arz "sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı" ifade etmektedir (Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, II-5.2). Bu çalışmada halka arzlar özel şirketlerin halka ilk kez arz olarak BİST'te işlem görmeye başlamalarıyla sınırlandırılmış, daha sonraki halka arzlar (ikincil halka arzlar) ve tahsisli satışlar kapsam dışı tutulmuştur.⁴

2.1. Halka Arzın Faydaları

Halka açık şirketler, ucuz finansman kaynaklarına hızlıca ulaşma, yüksek likidite oranına sahip olma, kurumsal yönetim yapısını iyileştirme, firma tanınırlığını arttırma ve ikincil halka arz fırsatına sahip olma gibi avantajlara sahip olmaktadır.

Uygun Maliyetli Uzun Vadeli Finansmana Erişim: Özel bir şirketin halka arz edilmesinin en temel nedeni fonlamadır. Halka arzla fonlama yönteminde yatırım için ihtiyaç duyulan fonlar mevcut ortaklar tarafından şirkete ilave yatırım yapma ya da borçlanma araçları pazarı yerine şirkete yeni ortaklar edinme şeklinde temin edilmektedir. Şirketler halka arz ettikleri payları ciddi iskонтolar olmadan halka arz ederek uzun vadeli fonlama maliyetlerini düşürebilirler. Ayrıca halka arz sonrasında şirketler paylarını teminat olarak kullanarak borçlanma araçları piyasasından uygun maliyetli fonlar temin edebilirler. Halka arz sonrası şirketlerin borçluluk oranı düşerken sermaye yapısı güçlenir ve uzun vadeli fon bulma konusunda diğer şirketlerden daha avantajlı konuma geçerler. Şirketler birincil halka arz sonrasında yapabilecekleri ikincil arzlarla da sermayelerini arttırmaya devam edebilirler. Halka açık şirketlerin sermaye artırım işlemleri nispeten daha kolay olmakta, şirket değeri piyasada hali hazırda olduğundan yeni ihraç edilecek payların fiyatlaması rahatlıkla yapılabilmektedir. Halka açık şirketler sadece yurtiçinden değil, yurtdışından yatırımcılara da kolaylıkla erişebilme imkânına sahip olmaktadır.

³ <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/halka-arz-etkinlikleri>

⁴ Bu bölümdeki bilgiler Çevik (2014) ve BİST Halka Arzın Faydaları ve Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Kılavuzundan derlenmiştir.

https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf

<https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydaları-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri>

Yüksek Likidite: Halka açık paylar likit bir piyasada işlem gördüklerinden hissedarlara esnek bir yatırım planlaması sunarlar. Ortaklar paylarını hızlıca alıp satabilir ya da kredi işlemlerinde teminat olarak kullanabilirler. Ayrıca şirketlerin borsada oluşan pay fiyatları şirket değerlendirme sürecinde referans noktası olarak kullanılır. Bu değer birleşme, satın alma ve ikincil halka arz işlemlerinde önemli bir bilgi kaynağı olmaktadır.

Kurumsallaşma: Halka açılmanın diğer bir faydası kurumsallaşmanın sağlanmasında önemli rol oynamasıdır. Halka açılma, şirketin şeffaflık, sürdürülebilirlik ve hesap verebilirliğini artırır. Görevleri şahısların yerine örgütsel birimlere yükleyerek kurumsal kimlik oluşmasında yardımcı olur. Ayrıca halka açık şirketlerin düzenli denetlenmesi ve kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü kurumsallaşmanın şirket kültürünün bir parçası olmasına yardımcı olur. Kurumsallaşma, şirketlerin örgütsel yapısını, gücünü ve kurumsal kültürünü güçlendirerek şirket içi karar alma mekanizmalarını olumlu yönde destekler. Türkiye gibi aile şirketlerinin ön plana çıktığı ekonomilerde kurumsallaşmanın şirket performansına, dolayısıyla ülke ekonomisine katkısı büyüktür.

Şirket Tanınırlığı: Halka açık şirketler şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gereği pay fiyatını etkileyebilecek her türlü şirket haberini ve finansal durumunu Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), veri dağıtıcı kuruluşlar ve basın yayın kuruluşları aracılığıyla halka duyururlar. Bu paylaşımlar şirketin bilinirliğinin artmasına yardımcı olur. Halka açık şirketler analistler tarafından takip edildiklerinden şirketler hakkında daha fazla bilgi üretimi oluşur. Ayrıca medyada daha görünür olduklarından şirket özelindeki gelişmeleri takip etmek yatırımcılar için daha kolaydır. Bu tür etkenler yatırımcıların şirkete yatırım yapmasını kolaylaştırır.

2.2.Halka Arzın Maliyetleri

Halka arz olmanın şirketlere olan maliyetleri bağımsız denetime tabi olma, kamuyu aydınlatma, kar payı dağıtımını yükümlülüğü, kurumsal yönetim planlaması, piyasa danışmanı ile çalışma yükümlülüğü ve kotasyona alınma ve kotasyonda kalma ücretleri olarak sınıflandırabilir.

Bağımsız Denetim Yükümlülüğü: Halka açık şirketler altı aylık ve yıllık finansal tablolarını bağımsız denetime tabi tutmak ve üç aylık finansal tablolarını SPK tarafından belirlenen süreler içinde kamuoyuyla paylaşmakla mükelleftirler. Finansal tabloların hızlı bir

şekilde hazırlanıp denetime gönderilmesi ya da kamuoyu ile paylaşılması yatırımcılar açısından önemli fayda sağlasa da şirket için bir maliyet kalemi oluşturmaktadır.⁵

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Halka açık şirketler, rutin olarak hazırladıkları finansal tablolarını ve pay fiyatlarını etkileyecek tüm özel durum haberlerini en kısa sürede KAP'a bildirmelidir. Hangi tür bilgilerin kamuoyu ile paylaşılması gerektiği SPK II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nde açıklanmıştır. Haberlerin derlenerek yazılı hale getirilmesi ve ivedilikle KAP'a bildirilmesi, bu yükümlülüğü şirket içinde takip edecek ilave işgücünü ve organizasyon yapısını gerekli kılmaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, halka açık olmayan şirketlerin sır niteliğinde tuttuğu bazı bilgileri kamuoyu ile paylaşmalarını gerekli kıldığından şirketler halka açıldıktan sonra bu bilgileri rakipler, müşteriler ve tedarikçilerle hemen paylaşmak zorunda kalırlar. Halka açık şirketler bilgi paylaşımı konusunda halka açık olmayan şirketlerden çok daha cömerttir.

Kar Payı Dağıtım: Halka açık şirketler temettü dağıtmama ve temettü dağıtacaklarsa bedelli veya bedelsiz temettü dağıtma konularında serbesttirler. Bu konuda SPK II-19.1 sayılı "Kar Payı Tebliği" halka açık şirketlere yol göstermektedir. Diğer yandan, halka açık şirketler kar payı dağıtımını kararlarını alırlarken diğer halka açık şirketlerin kararlarından etkilenebilmektedirler. BİST verilerine göre 2005 yılından itibaren halka açık şirketlerde nakit temettü dağıtımını önceki yıllara göre ciddi oranda artış göstermiştir. Yatırım yaptıkları şirketlerin düzenli kar payı dağıtımını isteyen yatırımcılar için şirketlerin kar payı dağıtım politikaları şirket seçiminde önemli olmaktadır. Temettü dağıtma şirket açısından bir yükümlülük olmasa da yatırımcıların karar aşamasında önemli bir girdi olduğundan özellikle yatırım için fona ihtiyaç duyan şirketler için dolaylı bir maliyet olarak düşünülebilir. Ayrıca, temettüye odaklanma uzun vadeli yatırımlardan ziyade kısa vadeli yatırımlara odaklanarak şirketin uzun vadeli karlılığının ve etkinliğinin azalmasına neden olabilir.

Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü: Halka açık şirketlerde payların işlem görmesini takip eden altı ay içinde "Yatırımcı İlişkileri Bölümü" kurulmalıdır. Bu bölüm pay

⁵ Ana pazardan farklı olarak, Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GiP) işlem gören şirketler sadece altı aylık ve yıllık mali tablolarını kamuya sunmak ve sadece yıllık mali tablolarını bağımsız denetimden geçirmekle yükümlüdürler.

sahiplerinin haklarının gözetilmesi konusunda faaliyet gösterir. Bu bölümün yöneticisi Sermaye Piyasaları Kurumu tarafından verilen belli sertifikaların sahibi olmalıdır. Benzer şekilde, halka açık şirketler “Denetim Komitesi” kurmakla yükümlüdür. Komite, şirketin finansal bilgilerinin kamuya açıklanması ile iç kontrol ve bağımsız denetim sistemlerinin işleyişini denetlemekle yükümlüdür. En az iki üyesi olması gereken denetim komitesinde denetçilerin çoğunluğu bağımsız (icrada yer almayan) üyelerden oluşmalıdır.

SPK II-7.1 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği” şirketleri halka açık kısımlarının ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerine göre üç gruba ayırır. Birinci gruptaki şirketler SPK tarafınca belirlenmiş kurumsal yönetim ilkelerinin tamamına uymakla yükümlüdür. Diğer şirketler ise bu ilkelerin bazılarında muaf tutulmuştur. İlk kez halka arz olacak şirketler kurul tarafından ön çalışma yapıncaya kadar üçüncü gruba dahil edilmektedir. Bu şirketler üçüncü gruba uygulanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak için ilk genel kurullarında gerekli kararları almakla yükümlüdür. SPK tarafından belirlenen derecelendirme kuruluşları daha sonra şirkete bir uyum notu vermektedir.⁶

Temsil Sorunu: Halka açılmayla beraber ortakların şirket kararları üzerindeki etkisi azalır. Halka açıklık oranı yükseldikçe kurucu ortakların karar vermedeki payı iyice azalır hatta kurucu ortaklar azınlık durumuna gelebilir. Halka açık şirketlerde faaliyetlerle ilgili kararları alan kişiler ortaklardan ziyade profesyonel yöneticilerdir. Halka açık şirketlerde şirket değerini artırıcı en doğru kararların alınması için yöneticilerin iyi seçilmesi ve yöneticilerle ortaklar arasında çıkar çatışması yaratacak durumların iyi yönetilmesi gerekir.

Kotasyon Ücretleri: Borsada işlem gören şirketler borsaya kote olma ve kotasyonda kalma ücreti ödemekle yükümlüdürler. Yıllık ücretler, şirketin büyüklüğüne ve işlem gördükleri pazara göre 1.145 TL ve 1.250.000 TL arasında değişiklik göstermektedir. Halka arz başvuru maliyetlerine ve güncel ücret tarifesine BİST internet sitesi üzerinden ulaşılabilir.⁷

Piyasa Danışmanı Yükümlülüğü: Payları GİP’te işlem görecektir olan şirketler için geçerli olan bu yükümlülük, şirketin mevzuata uyum zorluğu yaşamaması amacıyla geliştirilmiştir. Piyasa danışmanı, halka arz olmayı planlayan şirketle en az iki yıl süreli bir danışmanlık anlaşması imzalayan bir aracı kurumdur. Aracı kurum halka arz edilme aşamasında şirkete danışmanlık eder ve başvuruyu şirketle beraber gerçekleştirir.

3. Borsa İstanbul’da Halka Arz Süreci

Halka arz süreci birbirini izleyen aşamalardan oluşmaktadır. Bu sürecin adımları “BİST 7 Adımda Halka Arz ve Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme” kılavuzunda detaylı olarak belirtilmektedir.⁸ Halka arzda birinci aşama hazırlık aşamasıdır. Halka arz uzun zaman alan bir süreç olduğu ve şirketin birçok bölümünün beraber çalışmasını gerekli kılacağı için firma öncelikle şirket içi bir çalışma grubu oluşturmalıdır. Çalışma grubu, yapılacak işler listesi, tahmini süreler ve işi kimin, ne şekilde yapacağını bir planını yapmalıdır. Daha sonra şirket SPK tarafından yetkilendirilmiş bir yatırım kuruluşu ile görüşerek halka arza aracılık anlaşması imzalamalıdır. Şirket GİP’te işlem görmeyi planlıyorsa ayrıca piyasa danışmanlığı anlaşması yapmalıdır. Aracılık sözleşmesi bir veya birden fazla aracı kurum ile aynı anda yapılabilir (konsorsiyum oluşturulabilir). Sözleşme aracı kurumun ve şirketin hak ve yükümlülüklerini, yüklenim olup olmayacağını, yüklenim şeklini ve halka arz yöntemini açıkça ifade etmelidir. Yüklenim halka arzda satılmayan payların aracı kurum tarafından satın alınma yükümlülüğüdür. Piyasa değeri 23 milyon TL’nin altında olan halka arzlarda satılmayan payların tamamı için, piyasa değeri 23-46 milyon TL olan halka arzlarda satılmayan payların 23 milyon TL’ye kadar olan kısmının tamamı, kalanının ise yarısı için yüklenim zorunludur. Piyasa değeri 46 milyon TL’yi geçen halka arzlarda yüklenim zorunluluğu bulunmamaktadır.

Aracılık anlaşmasını imzalayan firma, şirketin son üç yıllık ve varsa ara dönemlerdeki finansal tablolarının SPK mevzuatına uygun olduğundan emin olduktan sonra bağımsız denetimden geçirmelidir.

Aynı zamanda genel kurul toplanarak şirket esas sözleşmesini gözden geçirir ve esas sözleşmenin tüm hükümlerini SPK mevzuatına uygun hale getirir. Borsada işlem görecektir olan payların devrini kısıtlayıcı ve ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler esas sözleşmeden çıkarılır. Türk Ticaret Kanunu hükümleri dahilinde sermaye artırımına ve yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına ilişkin karar verilir. Esas sözleşme değişiklikleri SPK’nın onayına sunulur.

⁶ Payları GİP’te işlem gören şirketler Yatırımcı İlişkileri Bölümü ve Denetim Komitesi kurulması yükümlülüklerinden muaf tutulmuşlardır.

⁷ https://www.borsaistanbul.com/datum/Kotasyon_Ucret_Tarifesi.pdf

⁸ <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydaları-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/7-adimda-halka-arz>

Payların ihraç fiyatını aracı kurum belirler ve fiyat tespit raporu hazırlar. Şirket ve aracı kurum fiyatta mutabık olurlarsa izahname hazırlayarak halka arz işlemlerine başlarlar. Bunun için hazırlanan izahname SPK'nın onayına sunulur. SPK onay verirse halka arz işlemleri başlatılabilir, aksi takdirde SPK'nın talep ettiği eksikler tamamlanana kadar halka arz işlemlerine başlanamaz. Ayrıca BİST'e de işlem yapmak istenen pazar için bir başvuru yapmak gerekmektedir. Her iki başvuru aynı zamanda yapılabilir. Bu dönem ayrıca tanıtım faaliyetlerine başlamak için uygun bir dönemdir. Halka arzın kamuoyuna çeşitli kanallarla duyurulması ve tasarruf sahiplerinin haberdar edilmesi zaman alacağı için duyurularda hızlıca başlanmalıdır.

İzahname başvurusunun ardından SPK ve BİST uzmanları şirkette hem finansal hem de finansal olmayan (örneğin üretim faaliyetleri, dağıtım kanalları, sürdürülebilirlik ve hukuki durum gibi) araştırmalar yaparak başvuruların değerlendirilmesinde kullanılacak bir rapor hazırlarlar.

İzahnamenin onaylanmasının ardından şirket önce Takas ve Saklama Bankası'na başvurarak uluslararası geçerliliği olan "ISIN kodu" almalıdır. Bu kod pay işlemlerinde şirket paylarını temsil etmek için kullanılır. Daha sonra şirket Merkezi Kayıt Kuruluşu'na müracaat etmelidir. Kurum payları ISIN kodu ile kaydileştirilir. Kaydileştirilen paylar, payı alan yatırımcının hesabına otomatik olarak geçirecektir. Kaydileştirme pay işlemlerinde zorunlu bir adımdır. Şirket Merkezi Kayıt Kuruluşu'na üye olurken ayrıca KAP'a da üye olmak zorundadır. Üyeler kamuoyu ile paylaşmaları gereken her türlü haberi öncelikle KAP vasıtasıyla halka duyururlar.

Şirketin işlem göreceği pazar BİST tarafından şirket büyüklüğü, halka arz edilen payların büyüklüğü, şirket tipi ve satış şekline göre belirlenir. Paylar, Yıldız Pazar, Ana Pazar ve GİP gibi farklı pazarlarda işlem görebilmektedirler.⁹ Bunlar dışında sadece menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi, borsa yatırım fonları, varantlar, sertifikalar ve diğer yapılandırılmış ürünler için tasarlanan "Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı" ve sadece nitelikli yatırımcılara arz edilmek üzere çıkarılan payların işlem görmesi için tasarlanmış "Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı (NİYİP)" de BİST bünyesinde bulunmaktadır.

Payların işlem göreceği pazar belirlendikten sonra şirket ve aracı kurum "Tasarruf sahiplerine satış duyurusu" yayınlamalıdır. Bu duyuruda halka arz işlemlerinin ne şekilde gerçekleştirileceğine dair bilgiler yer alır. SPK tarafından onaylanan izahname ve ekindeki bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil ve ilan ettirilir ve satış duyurusu ile beraber KAP'ta ilan edilir. Satış, tasarruf sahiplerine satış duyurusunda belirtilen yer ve zamanda yapılır. Satış şekli önceden duyurulmak kaydıyla talep toplama ya da borsada satış şeklinde olabilir. Satış sonuçlandıktan sonra satış sonuçları KAP'ta ilan edilir. KAP duyurusundan itibaren ikinci iş gününde BİST'te şirket işlemleri açılır.

4. Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırmanın Nedenleri

Halka arzlarda düşük fiyatlandırma tarihsel olarak farklı ülkelerde görülen bir uygulama olmuştur. Bu uygulamanın nedenleri araştırılmış ve çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1994) ve Ljungqvist (2007) bu teorilerin bir özetini sunmaktadır. Bu kaynaklardan yararlanılarak literatürde bahsedilen başlıca teoriler bu bölümde kısaca açıklanacaktır.

Kazananın Laneti: Bu teorinin varsayımları arasında ihraççı firmanın piyasaya sabit fiyatla sabit sayıda pay süreceği ve bazı yatırımcıların firmanın gerçek değeri hakkında isabetli bilgiye sahipken bazı yatırımcıların firmanın gerçek değeri hakkında az bilgi sahibi olması yer alır. Bilgili yatırımcıların payı satın alması için arz fiyatının firmanın gerçek değerinden düşük veya gerçek değerine eşit olması gerekir. Bu bakımdan bilgili yatırımcılar fiyatı yüksek belirlenmiş halka arzlara kesinlikle girmeyeceklerdir.

Sınırlı sayıda pay olduğundan bilgisiz yatırımcılar yüksek fiyatlanmış ilk halka arzlardan istedikleri kadar pay alabilecekken, düşük fiyatlanmış ilk halka arzlardan aldıkları pay dilediklerinden daha düşük olacaktır. Bu durumda bilgisiz yatırımcılar ortalamada yatırımlarından zarar edecekler ve pazarda uzun süreli kalamayacaklardır (Rock, 1986).

⁹ https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf

<https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasa/pay-piyasasi/pazarlar-ve-pazar-gruplari>

Bu nedenle aracı kurumlar tüm halka arzları düşük fiyatlandırmak ve tüm yatırımları karlı tutma eğiliminde olabilirler. Kazananın laneti teorisi dünya genelinde birçok araştırmacı tarafından test edilmiş ve destekleyici sonuçlar alınmıştır. Örneğin, Beatty ve Ritter (1986) yüksek riskli firmaların ilk halka arzlarında diğer firmalara kıyasla daha düşük fiyatlama yapıldığını belirlemiştir. Yüksek riskli firmaların değeri daha düşük olacağı için halka arzdan sonra yüksek derecede fiyat dalgalanmaları daha olasıdır. Firmanın payını bu durumu bilmeden alan yatırımcıların değer kaybı yaşamaması için halka arz fiyatı olması gerekenden daha düşük tutulmaktadır.

Dinamik Bilgi Edinme: Bu teori tıpkı kazananın laneti teorisinde olduğu gibi bazı yatırımcıların firmanın değerini çok iyi hesaplayacaklarını varsaymaktadır. Firmanın değerini bu yatırımcılar kadar iyi hesaplayamayan aracı kurumlar, halka arz fiyatı belirlemede yatırımcıların bilgisine ulaşip bu bilgiyi kullanmak için düşük fiyatlandırmayı tercih ederler (Benveniste ve Spindt, 1989; Benveniste ve Wilhelm, 1990; Spatt ve Srivastava, 1991). Fiyat aralığı ile fiyat belirleme yöntemiyle yapılan ilk halka arzlarda taban fiyat düşük tutularak müşteri toplanır. Eğer fiyat artıp da taban fiyatın çok üstünde bir denge fiyatı oluşursa o paya çok talep vardır ve borsadaki ilk işlem gününde payın fiyatı daha da artacaktır. Aksi durumda ise paya olan talep sınırlıdır ve arz fiyatı taban fiyat çevresinde belirlenir, dolayısıyla bu payın fiyatı borsadaki işlem gününde büyük bir sıçrama gerçekleştirmez. Cornelli ve Goldreich (2001, 2003) bu teoriyi test etmiş ve destekler nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır.

Aracı Kurum ve Yatırımcı İlişkilerini Geliştirme: Bu teoride aracı kurum halka arzına aracılık ettiği şirketin vekili olarak düşünülmektedir. Vekil olarak aracı kurumun görevi, şirketin en yüksek faydayı elde etmesini sağlayacak bir fiyat belirlemek olmalıdır. Oysaki aracı kurumların yatırımcılarla ilişkileri karar verme mekanizmalarını etkiler. Şirketin, paylarının değerini doğru olarak belirleyemediği durumlarda, aracı kurum bilerek düşük fiyatlandırma yapar (Baron ve Holmström, 1980; Baron, 1982). Düşük fiyatlanmış bu paylar yatırımcılarına yüksek kar sağlayacağından, yatırımcılar aynı aracı kurumun aracı olduğu diğer ilk halka arzlarda tekrar yatırım yapmak isteyeceklerdir. Bu şekilde aracı kurum yatırımcılar arasında bir şöhret kazanacaktır (Allen ve Faulhaber, 1989) ve daha çok tercih edilerek işlerini büyütecektir.

Aracı kurumlar, bilgi edinme amacıyla yatırımcılarla ilişki kurarken amaçları yatırımcılardan yan faydalar elde etmek ya da düzenli iş ilişkileri geliştirmektir. Ljungqvist (2008), Ljungqvist ve Wilhelm (2003) ve Li ve Masulis (2004) bu teoriyi destekleyici sonuçlar bulmuştur.

Şirket Kalitesi Hakkında Sinyal Verme: Bu teoride fiyat, yatırımcıya şirketin kalitesini göstermek için özel olarak düşük tutulur. İyi şirketler gelecekte büyüme potansiyeli olan şirketlerdir ve bu şirketlerin fonlama olanakları çeşitlidir. Bu nedenle halka arzda getiri kaybetmek bu şirketlere önemli bir maliyet oluşturmaz. Diğer taraftan ilk gün düşük fiyatlaması kar eden yatırımcıları şirkete çekerek şirketin gelecekte yapacağı ikinci arzlarda başarılı olmasına ve fonlama kaynaklarını çeşitlendirmelerine yardımcı olabilir. Bu nedenle ilk halka arz fiyatı iskontolu olarak belirlenir. Bu şirketleri taklit etmeye çalışan ve büyüme potansiyelleri daha düşük olan şirketler ise yüksek oranlarda iskonto yapamazlar çünkü yüksek iskonto oranlarını gelecekte telafi edemeyeceklerini bilmektedirler (Ibbotson, 1975). Jegadeesh, Weinstein ve Welch (1993), Slovin, Sushka ve Bendeck (1994) ve Spiess ve Pettway (1997) bu teoriyi destekleyen ampirik sonuçlar elde etmişlerdir.

Yasal Sorumluluğu Azaltma: Amerikan Menkul Değerler Kanunu'na (Securities Act of 1933) göre bir halka arzda oluşacak her türlü ihtilaf halka arza imza atan tüm tarafları bağlar. Buna göre eğer bir yatırımcı halka arza katılıp daha sonra mali tablolarındaki hata veya ihmal gibi nedenlerle oluşacak yüksek fiyatlama nedeniyle zarara uğrarsa, ihraççı firmayı ve aracı kurumu dava edip tazminat talep edebilir. Bu sorumluluktan kurtulmanın bir yolu düşük fiyatlama yapmaktır (Ibbotson, 1975; Tınıç, 1988; Hughes ve Thakor, 1992). Bu teoriyi destekleyen çalışmalar literatürde mevcuttur (Lowry ve Shu, 2002). Bu teori ülkemizde pek geçerli olmamakla beraber diğer ülkelerde ikincil bir açıklama olarak kabul edilmektedir.

Fiyat Desteği: Bu teori ilk halka arzların aslında düşük değil doğru şekilde fiyatlandırıldığını iddia eder. Ancak pay borsada işlem görmeye başladıktan sonra aracı kurum fiyatın düşmemesi için müdahale ederek bu pay üzerine işlemler yapar. Aracı kurumun amacı fiyatın yüksek seyretmesi böylece halka arza katılanların pozitif getirilerinin sürdürülmesidir (Ruud, 1993). Hanley, Kumar ve Seguin (1993), Schultz ve Zaman (1994), Ellis, Michaely ve O'Hara (2000) bu teoriyi destekleyici sonuçlar bulmuşlardır.

Bilgi Basamakları: Bu modelde yatırımcıların halka arza olan ilgileri sadece kendi bilgileri ile sınırlı değil, diğer yatırımcıların halka arza ne kadar ilgi gösterdikleriyle de ilgilidir. Bir payın yüksek getiri sağlayacağına inanan bir yatırımcı eğer halka arza genel olarak düşük talep olduğunu görürse yatırım yapmaktan vazgeçebilir (Welch, 1992). Bu nedenle, aracı kurumlar arz fiyatını düşük tutup daha yüksek sayıda yatırımcıyı halka arza çekmeye çalışarak kararsız kalan ya da olumsuz düşünen yatırımcıların da halka arza katılmasını sağlamak isterler. Amihud, Hauser ve Kirsh (2003) bu teoriyi destekleyen kanıtlar bulmuşlardır.

Beklenti Teorisi ve Zihinsel Muhasebe: Bu teoride, halka arzı gerçekleştiren firma yönetici ve ortaklarının rasyonel olmayan yaklaşımları incelenmiştir. Firmanın mevcut sahipleri ilk halka arzda iskontolu satışlar nedeniyle masada bırakacakları para yüzünden mutsuzdurlar ancak pay borsada işlem görmeye başladıktan sonra fiyatının çok daha fazla artacağını ve kaybettikleri paradan daha fazlasını kazanacakları umdukları için iskontolu satışa onay vermektedirler (Loughran ve Ritter, 2002). Ljungqvist ve Wilhelm (2005) bu teoriyi destekler nitelikte sonuçlar ortaya koymuşlardır.

Düzenleyici Kısıtlamaları: Bazı ülkelerde fiyat belirleme kanuni kısıtlara tabidir. Buna en tipik örnek firma fiyatının defter değeri üzerinden hesaplanması zorunluluğudur. Büyüme potansiyeli yüksek ancak defter değeri düşük olan firmaların ilk halka arz fiyatlaması bu kısıttan dolayı düşük olacaktır (Ibbotson ve diğerleri, 1994). Ülkemizde ve dünyanın diğer birçok ülkesinde böyle kısıtlar bulunmamaktadır.

Aracı Kurum Çıkarları: Bazı payların düşük fiyatlandırılarak belli çıkar gruplarına satılması sonucu haksız kazanç elde edilmesi mümkündür. Örneğin, düşük fiyatlanan paylar politikacılar veya aracı kurumlara çıkar sağlayan başka kurumlara satılabilir. Ülkemizde bilinen bir vaka olmasa da bu durum diğer ülkelerde söz konusu olmuştur (Ibbotson ve diğerleri, 1994).

Vergi Avantajları: Bazı ülkelerdeki gelir vergileri, sermaye iradı vergilerinden yüksek olduğu için şirketler çalışanlarına maaş yerine şirket hissesi ya şirket hisse senetleri üzerine yazılmış opsiyonlar vermektedirler. Buradaki amaç çalışanların daha az vergi ödemesini sağlamak ve şirketin değerini yükseltmek amacıyla çalışmalarını sağlamaktır. Daha az vergi ödemek için payların fiyatlarının olabildiğince düşük olması tercih edilir (Rydqvist, 1997; Taranto, 2003). Bu nedenle ilk halka arzlarda fiyatlar düşük tutulur. Bu teori iskontolu satış için ikincil bir açıklama olarak düşünülebilir.

5. Veri Kümesi

1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2019 arası yapılan tüm ilk halka arz başvurularının listesi, SPK'nın internet sitesindeki İhraç ve Halka Arz Verileri¹⁰ bölümünden alınmıştır. Bu listede ihraç yapmak için başvuran şirketlerin adları, halka açılma ön izin (esas sözleşme tadili) başvuru tarihi, halka açılma ön izin kurul karar tarihi, izahname onay başvuru tarihi, izahname kurul karar tarihi, SPK'nın kabul veya ret tarihi, aracı kurum ismi, talep toplama / Borsa Birincil Piyasa'da satış tarihi, işlem gördüğü pazar, toplanan fon miktarı bilgileri bulunmaktadır.

SPK'dan elde edilen listedeki ilk halka arz başvurularının özeti Tablo 1'de sunulmaktadır. 2010-2019 tarihleri arasında SPK'ya ilk halka arz başvurusunda bulunan 266 şirketin 3 tanesinin ön izin başvurusu olumsuz sonuçlanmış, 32 tanesi ise SPK kararından önce işlemden kaldırılmıştır. 27 şirket ön izin almış olmasına rağmen izahname onay başvurusunda bulunmamıştır. Kalan 204 şirket izahname onay başvurusu yapmış, bu şirketlerin 141 tanesinin izahnameleri onaylanmıştır. İzahnameleri onaylanan şirketlerin 132 tanesi halka arz edilmiş ve BİST'te işlem görmeye başlamıştır. Yani gerçekleşen halka arzlar yapılan başvuruların %50'si ile sınırlıdır.

1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2019 tarihleri arasında gerçekleştirilen tüm halka arzlar¹¹ BİST Datastore Halka Arz Verileri bölümünden elde edilmiştir. Bu kayıtlarda halka arz yapan şirketlerin unvanları, halka arz şekilleri, satan ortakların adları, satılan pay adedi, halka arz oranları, toplam hasılatlar, halka arz günündeki USD/TL döviz kuru, halka arz fiyatları, işlem gördüğü pazarlar, halka arza aracılık eden kurumlar, aracılık şekilleri, satış yöntemleri, halka arz yapan şirketlerin unvanları, halka arz şekilleri, satan ortakların adları, satılan pay adedi, halka arz oranları, toplam hasılatlar, halka arz günündeki USD/TL döviz kuru, halka arz fiyatları, işlem gördüğü pazarlar, halka arza aracılık eden kurumlar, aracılık şekilleri, satış yöntemleri, halka arz tarihleri, borsada işlem görme tarihleri, satın alan yatırımcıların yerli ya da yabancı, bireysel ya da kurumsal yatırımcı olması, toplam yatırımcı sayıları, yurtdışına satılan payların tutarları, yüklenim tutar ve oranları, blok yatırımcılar ve piyasa danışmanları bilgileri bulunmaktadır.

¹⁰ SPK Halka Arz ve İhraç Verileri web sitesi: <http://spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/895>

¹¹ BİST Datastore web sitesi:

<https://datastore.borsaistanbul.com/>

kSPK veri seti ile BİST veri seti birçok alanda örtüşse de aralarında farklar bulunmaktadır. SPK veri setinde tüm başvurular yer almakta, BİST veri setinde ise sadece halka arzı gerçekleşmiş başvurular bulunmaktadır. BİST veri setinde ilk halka arza ilişkin detaylı bilgiler mevcuttur. Bu nedenle, istatistiksel analizler BİST veri seti kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

BİST'ten elde edilen listede 132 adet ilk halka arzın gerçekleştiği görülmektedir. Bu halka arzlardan iki tanesi özel durum teşkil ettikleri için listeden çıkarılmıştır. Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EUYO) 2006 yılından itibaren Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem görmekte olup 2010 yılında Ana Pazar'da ilk halka arzı gerçekleştirmiştir. Pazar değişimi olması nedeniyle ilk halka arz olarak adlandırılan bu işlem aslında ikincil halka arz olarak da nitelendirilebilir. TSKB Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TSKYO) ise halka açık olmayan bir şirketken 2012 yılında halka açık bir şirket olan İş Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından devralınmıştır. Bu işlem sonucunda satın alınanın gerçekleştiği gün TSKYO payları ilk kez halka arz edilmiş ve aynı gün söz konusu paylar İş Yatırım Ortaklığı A.Ş. payları ile değiştirilmiştir.

Bu elemeler sonunda veri kümesinde 130 adet ilk halka arz kalmıştır. Bu paylar, KAP sektörler bölümünde buldukları sektör gruplarına göre sınıflandırılmıştır. Halka arz edilen şirketler, finans, imalat ve diğer sektörler olmak üzere üç büyük grup altında toplanmıştır. Finans şirketleri aracı kurumlar, finansal kiralama ve faktoring şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, holding ve yatırım şirketlerinden oluşmaktadır. İmalat sanayi şirketleri ana metal sanayi; gıda, içecek ve tütün; kâğıt ve kâğıt ürünleri, basım ve yayın; kimya, ilaç, petrol, lastik ve plastik ürünler; metal eşya, makine ve elektrikli cihazlar; tekstil, giyim eşyaları ve deri ile taş ve toprağa dayalı ürünler üreten şirketlerdir. Diğer sektörler ise insan sağlığı ve sosyal hizmetler, elektrik, gaz ve su, idari ve destek hizmet faaliyetleri, inşaat ve bayındırlık işleri, madencilik ve taş ocaklığı, bilişim, ulaştırma, depolama ve haberleşme, toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve otellerden oluşmaktadır.

Karşılaştırmaların anlamlı olması için nominal ihraç tutarları 2010 Ocak ayı baz alınarak reel ihraç tutarlarına dönüştürülmüş ve bazı şekillerde nominal tutarlara ilaveten gösterilmiştir. Nominal tutarların şekillerde bulunmasının nedeni 10 yıllık araştırma

periyodundaki yüksek enflasyonun zaman geçtikçe toplanan sermaye tutarını gerçek değerinin altında göstermesidir. Tutarların reel hale getirilmesi enflasyon etkisini ortadan kaldırarak değişik zamanlarda toplanan sermaye büyüklüğünün doğru şekilde karşılaştırılmasına olanak sağlar.

5.1. İhraç Hacmi

Şekil 1 yıllara göre yapılan ilk halka arz sayılarını ve toplanan sermaye (toplam ihraç) tutarını göstermektedir. Şekil 1'in sol tarafı ihraç sayılarını, sağ tarafı ihraç tutarlarını göstermektedir. İhraç sayıları sütunlarla, nominal ihraç tutarı düz çizgiyle, reel ihraç tutarı ise kesikli çizgiyle gösterilmiştir. 2011 yılında 27 adet ihraçla zirveye çıkan ilk halka arzlar daha sonraki yıllarda bir azalma sürecine girmiştir. En düşük ilk halka arz 2016 senesinde iki ihraç ile olmuştur. Sayısal açıdan 2010-2014 dönemi ihraçların daha çok olduğu bir dönem olarak adlandırılabilir. Bu dönemde gerçekleşen ilk halka arz ortalaması yılda 21'dir. İkinci dönem olan 2015-2019 yılları arasında ihraç sayıları oldukça azalmıştır. Bu dönemde ilk halka arz ortalaması yılda ortalama beş ile sınırlıdır.

Toplanan sermaye tutarına bakıldığında ise ihraç sayılarıyla doğru orantılı olmayan bir ilişki görülmektedir. 2010 yılında 3 milyar TL olan toplam hasılat sonraki yıllarda düşme eğilimine girmiştir. 2011-2017 yılları arasında hasılat ortalaması 1 milyar TL seviyesinde dalgalanmaktadır. 2018 yılında ise hem ihraç sayısı artmış hem de ihraç tutarı örneklem dönemindeki en yüksek rakama ulaşmıştır. Toplam ihraç tutarı 2018 yılında 5,46 milyar TL'ye çıkmıştır. Ancak bu sıçrayış reel rakamlarla bakıldığında 2010 yılındaki ilk halka arz seviyesine ulaşamamıştır.

Bu sıçrayış 2019 yılında devam etmemiş, 2019 yılı ihraç tutarı 0,10 milyar TL seviyesinde kalmıştır. Özetle, 2015-2019 döneminde az sayıda yüksek hasılatlı ihraç, 2010-2014 döneminde gerçekleşmiş olan çok sayıda küçük hasılatlı ihracın yerine geçmiştir. 2018 senesi ise bu dönemin özelliklerine bir istisna olmaktadır. Bu sene içinde Şok Marketleri, Enerjisa ve MLP Sağlık Hizmetleri gibi rekor hasılat sağlayan ihraçlar yapılmıştır.

¹² 2019 yılı Aralık ayı reel fiyatları Merkez bankası enflasyon hesaplayıcısı ile hesaplanmıştır. Hesaplayıcıya bu linkten ulaşılabilir:
http://www3.tcmb.gov.tr/enflasyoncalc/enflasyon_anayen_i.php

Şekil 2 ilk halka arzların sektörlere göre dağılımını göstermektedir. Şeklin sol eksenini ihraç sayılarını göstermektedir. Araştırma dönemi içinde imalat sektörü 49 ilk halka arzla en çok ilk halka arz yapan sektördür. İmalat sektöründe en çok ilk halka arz yapan alt-sektörler sırasıyla “kimya, ilaç, petrol, lastik ve plastik ürünler”, “gıda, içecek ve tütün”, ile “metal eşya, makine, elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları” alt-sektörleridir. Bu sektörler 13, 9 ve 8 ilk halka arz gerçekleştirmiştir. İkinci sırada 31 ilk halka arz ile finansal kurumlar bulunmaktadır. Bu kurumlar içinde en fazla ilk halka arz yapan sektör 16 halka arzla gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Üçüncü sırayı ise 15 ilk halka arzla “toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller” sektörü almaktadır.

Şekil 2'nin sağ eksenini gerçekleştiren ilk halka arz nominal ve reel gelirlerinin sektörler bazında dağılımını göstermektedir. Düz çizgiler nominal ihraç tutarını, kesikli çizgiler ise reel ihraç tutarını ifade etmektedir. Nominal rakamlara baktığımızda, araştırma dönemi içinde kalan 10 yıl boyunca “toptan ve perakende ticaret ile lokantalar ve oteller” sektörü 4,38 milyar TL ile en yüksek ilk halka arzı gerçekleştirmiş, onu sırasıyla 3,68 milyar TL ile mali kuruluşlar ve 1,79 milyar TL ile “elektrik, gaz ve su” sektörü takip etmiştir. Reel rakamlara bakıldığında ise en büyük ihraçlar mali kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmiş, onu “toptan ve perakende ticaret ile lokantalar ve oteller” ile “elektrik, gaz ve su” sektörü takip etmiştir.

5.2.Halka Arz Yöntemi

Şekil 3.A gerçekleştiren ilk halka arzların halka arz yöntemine göre gruplandırılmasını göstermektedir. 62 ilk halka arz (toplam ilk halka arzların %48'i) sadece sermaye artırımını, 20 ilk halka arz (toplam ilk halka arzların %15'i) sadece ortak satışı ve 48 ilk halka arz da hem sermaye artırımını hem de ortak satışı dolayısıyla yapmıştır.

Şekil 3.B ise gerçekleştiren ilk halka arz hasılatlarının halka arz yöntemine göre sınıflandırılmasını göstermektedir. Toplanan sermaye tutarlarının halka arz yöntemleri arasında eşit olarak dağıldığı görülmektedir. Sermaye artırımını nedeniyle yapılan ilk halka arzların hasılatı 4,76 milyar TL ile toplam hasılatın %33'ünü, ortak satışı nedeniyle yapılan ilk halka arzların hasılatı 5,16 milyar TL ile toplam hasılatın %35'ini oluşturmaktadır. Sermaye artırımını ve ortak satışı yöntemlerinin beraber kullanıldığı halka arzların hasılatı 4,67 milyar TL ile toplam hasılatın %32'sini oluşturmuştur. Toplanan sermayenin halka arz yöntemine göre sınıflandırılması reel tutarlar üzerinden yapıldığında da benzer yüzde oranlarına ulaşılmıştır.

5.3. Arza Aracılık Yöntemi

Şekil 4.A arza aracılık yöntemine göre gerçekleşen ilk halka arz sayılarını göstermektedir. Tüm ilk halka arzların %48'i (63 ilk halka arz) “en iyi gayret aracılığıyla”, %27'si (35 ilk halka arz) tamamen ya da kısmi bakiyeyi yüklenim yöntemi ile yapılmıştır. Toplam sayının %25'i (32 ilk halka arz) halka aracılık yöntemi kullanmadan yapılmıştır.

Şekil 4.B arza aracılık yöntemine göre yapılan ilk halka arzların toplam hasılatını göstermektedir. Toplam hasılatın %78'lik kısmı (11,4 milyar TL) “en iyi gayret” aracılığıyla elde edilmiştir. Bakiyeyi yüklenim yöntemi ise toplam reel hasılatın %19'luk (2,80 milyar TL) kısmının elde edilmesinde kullanılmıştır. Yüklenim olmaksızın yapılan ilk halka arzlar ise sadece 0,4 milyar TL ile toplam halka arzların %3'lük kısmını oluşturmaktadır. İki şekil beraber okunduğunda en büyük ihraçların en iyi gayret aracılığıyla yapıldığı görülmektedir.

6. Piyasa Getirisine göre Düzeltilmiş İlk Gün Getirileri

Çalışmanın bu kısmında ilk kez halka arz edilen payların borsada işlem görmeye başladıktan sonraki kısa dönem getirileri hesaplanarak getirilerin büyüklükleri incelenmiştir. Kısa dönem getirileri aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$$

$R_{i,t}$ i payının t günündeki getirisini ifade etmektedir. $P_{i,t}$ i payının BİST'te t işlem günündeki kapanış fiyatını, $P_{i,t-1}$ ise i payının $t-1$ günündeki kapanış fiyatını göstermektedir. Halka arz getirisi ya da ilk getiri $R_{i,t}$ ile ifade edilmektedir. Halka arz getirisi hesaplamada $P_{i,t}$ payın borsadaki ilk işlem günü kapanış fiyatı olup $P_{i,t-1}$ ise halka arz fiyatını göstermektedir. Payın borsada işlem görmeye başladıktan sonraki günlük getirileri de bu formülle hesaplanmaktadır. İlk getiri sıfıra ne kadar yakınsa payın fiyatlaması o kadar doğru yapılmış demektir. Getirinin sıfırdan büyük olması borsadaki ilk işlem günü fiyatının halka arz fiyatından daha yüksek olduğunu gösterir. Bu da halka arz fiyatının beklentilerin altında belirlenmiş olduğu şeklinde yorumlanabilir. Getirinin negatif olması ise ancak ilk işlem günü fiyatının halka arz fiyatından daha düşük olması durumunda söz konusu olabilir. Bu da halka arz fiyatının primli olması anlamı taşımaktadır.

Örnekleme giren şirketlerin günlük pay fiyatları EquityRT veri tabanı kullanılarak elde edilmiştir. Borsadaki ilk işlem günü fiyatı ham fiyat olarak alınmış ve ilk getiriler bu fiyat üzerinden hesaplanmıştır. Daha sonraki günlerin getirileri hesaplanırken pay bölünmeleri, sermaye artırımları, hak kullanımları ve alım satım fiyatını etkileyecek diğer mekanik faktörler hesaba katılmıştır. İlk halka arzların ihraç tarihindeki anormal getirileri (pazar getirisine göre düzenlenmiş getirileri) aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

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

$AR_{i,t}$ i payının t günündeki anormal getirisini ifade etmektedir. $R_{m,t}$ t günündeki XU100 endeks getirisini temsil etmektedir. Anormal getirilerin istatistiksel anlamlılığını ölçmek için yatay kesit t -testi kullanılmıştır. Şirket getirileri hisse senedinin primli mi yoksa iskontolu mu olduğunu göstermeye yeterlidir. Anormal getirilerin hesaplanmasının nedeni ilk halka arz gününde oluşan pazar hareketlerinin pay getirisi üzerindeki etkisini ölçmektir. Örneğin, bir payın getirisi negatifse ve o gün pazarın ortalama getirisi de negatifse anormal getiri getirinin kendisinden daha küçük olacaktır, çünkü o gün diğer paylar da ortalama olarak değer kaybetmiştir.

7. Bulgular

Çalışmada hesaplanan ilk gün anormal getirisi halka arz fiyatı ve piyasa fiyatı arasındaki ilişkiyi ölçmekte kullanılmıştır. İskontolu bir halka arz fiyatı yatırımcı çekmek için ideal bir fiyat olsa da firmanın sermaye maliyetini artırıcı etki yapar. Primli halka arz fiyatı ise firmanın sermaye maliyetini düşürse de yatırımcıların ilk halka arzdan -en azından ilk günlük getirilere bakarak- zarar etmesine yol açar.

Analiz, Tablo 2’de sunulan en büyük ve en küçük hasılatlı beş ilk halka arzın tespiti ile başlamaktadır. Tablonun ilk iki sütununda şirket isimleri ve faaliyet gösterdikleri sektörler yer almaktadır. Üçüncü sütun şirketlerin borsada işlem görmeye başladıkları tarihi, dördüncü sütun şirketlerin borsada işlem görmekte oldukları pazarı, beşinci sütun halka arzdan elde ettikleri toplam reel hasılatı (Ocak 2010 fiyatlarıyla), son sütun ise toplam hasılat içindeki yabancı yatırımcı oranını göstermektedir.

Tablo 2’nin A panelinde reel hasılatı en düşük olan ilk beş halka arz görülmektedir. Bu halka arzların tamamı 2010-2013 döneminde gerçekleşmiştir. Ocak 2010 rakamlarıyla en düşük hasılatı toplayan şirket 2,14 milyon TL ile Taze Kuru Gıda olmuştur. Bu şirket

paneldeki diğer dört şirket gibi GİP’te işlem görmektedir. İşlem görülen pazar sütunundaki tek istisna iş kolu dolayısıyla Yapılandırılmış Ürünler Pazarı’nda işlem görmekte olan İdealist GMYO’dur. Bu şirket 2,96 milyon TL hasılat elde etmiştir. Panel A’da bulunan şirketlerin sektörler dışında bir diğer ortak özelliği arzlarda yabancı yatırımcı payının çok sınırlı olmasıdır. Tablodaki dört şirkette yabancı payı sıfır iken sadece İdealist GMYO’da yabancı alımı gerçekleşmiştir. Bu şirkette yabancı satışının tüm yatırımcılara satış oranı %3,5’tir.

Tablo 2’nin B panelinde hasılatı en yüksek olan ilk beş halka arz sunulmaktadır. Halka açılışında en yüksek hasılat sağlayan firma 1,15 milyar TL ile Şok Marketleri olmuştur. En yüksek hasılat sağlayan ilk halka arzların ortak bir özelliği çoğunun 2017-2018 yıllarında gerçekleşmiş olmalarıdır. Buna tek istisna 2010 yılında halka açılan Emlak Konut GMYO’dur. İş kolu dolayısıyla Emlak Konut GMYO Yapılandırılmış Ürünler Pazarı’nda yer almakta ancak diğer şirketlerin tamamı BİST Yıldız Pazar’da kendilerine yer bulmaktadırlar. Bu şirketlerin diğer bir önemli özelliği ise yabancı yatırımcıların ilgi odağı olmalarıdır. Bu şirketlerde toplam hasılat içindeki yabancı payı %74 ile %85 arasında değişmektedir.

Tablo 3 ilk gün sonunda en yüksek ve en düşük anormal getirili ilk beş halka arzı sunmaktadır. Bu tablonun A panelinde en düşük anormal getiri sağlayan beş ilk halka arz görülmektedir. Bu şirketlerin biri (Ütopya Turizm) “toptan ve perakende ticaret, lokanta ve oteller” sektöründe, biri (Trend GMYO) finans sektöründe, üçü (Ekiz Yağ ve Sabun, Taze Kuru Gıda ve Derlüks Deri) ise imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. Trend GMYO 2018 yılında, Derlüks Deri 2019 yılında ilk kez halka arz edilmişken diğer üç firma 2010-2012 yıllarında halka arz edilmişlerdir. Bu panelde toplanan en yüksek reel sermaye 19,87 milyon TL ile Ütopya Turizm’e, en düşük reel sermaye ise 2,14 milyon TL ile Taze Kuru Gıda’ya aittir. Tablodaki iki firma yabancı yatırımcıya hiç satış yapmamışken, Trend GMYO paylarının %11’inin, Ekiz Yağ ve Sabun ile Ütopya Turizm paylarının ise %22’sinin yabancı yatırımcılar tarafından alındığı görülmektedir. Ekiz Yağ ve Sabun paylarının ilk gün getirisi %-17,5 olmuş, bu da firmanın paylarını örneklemimizdeki en primli paylar haline getirmiştir. Diğer dört firma ise %7,5-%9 oranında primlidir.

Tablonun B panelinde ilk günün sonunda en yüksek anormal getirili ilk halka arzlar görülmektedir. Bu paneldeki firmalardan biri (Kiler Alışveriş Hizmetleri) “toptan ve perakende ticaret, lokanta ve oteller”

sektöründe, biri (Verusa Holding) “holding ve yatırım şirketleri” sektöründe faaliyet gösterirken, diğer üç firma (Bakanlar Medya, Hateks Hatay Tekstil, Niğbaş Niğde Beton) imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. Halka arzların tamamı 2011-2013 döneminde gerçekleşmiştir. Toplanan en düşük reel sermaye 3,77 milyon TL ile Bakanlar Medya’ya, en yüksek sermaye ise 114,39 milyon TL ile Kiler Alışveriş Hizmetleri’ne ait olmuştur. Yabancı yatırımcıya satış oranı üç firma için sıfırken Kiler Alışveriş Hizmetleri için %55 ve Verusa Holding için %68 olmuştur. Bakanlar Medya %32 oranında iskontolu fiyatlanarak örneklemimizde en düşük fiyatlanan pay olmuştur. Diğer firmaların iskonto oranları ise %22 seviyesindedir.

Panel A ve Panel B beraber incelendiğinde en düşük ve en yüksek anormal getirili beş ilk halka arzların çoğunun 2010-2014 döneminde gerçekleştiği görülmektedir. 2010-2014 döneminde çok sayıda küçük firma halka arz olmuş ve bu halka arzlardan nispeten düşük tutarlı sermayeler toplamıştır (Şekil 1 halka arz sayılarını ve toplanan sermaye tutarını göstermektedir). Halka arzlardan önceki fiyat belirleme aşamasında hem düşük fiyatlama hem de yüksek fiyatlama yapıldığı, ancak düşük fiyatlama oranının yüksek fiyatlama oranından anlamlı şekilde fazla olduğu belirlenmiştir. Her iki grupta da değişik sektörlerden firmalar yer alsa da en düşük (iskontolu) ve en yüksek (primli) fiyatlama yapan firmaların daha çok imalat sektöründe faaliyet gösterdikleri görülmektedir. Toplanan sermaye açısından bakıldığında yüksek oranda iskontolu satılan payların primli paylardan daha büyük halka satışlar olduğu gözlemlenmektedir.

Pay fiyatlarının halka arz sonrası dönemde dengeye oturması bir günden fazla zaman alabileceği için getiriler üç günlük dönem (halka arz günü ve payın borsada işlem gördükten sonraki iki gün) için de hesaplanmıştır. Bu yöntemde anormal getiriler ilk üç gün için hesaplanmış ve toplanmıştır. Tablo 4 en yüksek ve en düşük birikmiş üç günlük anormal getirili beş ilk halka arzı sunmaktadır.

Tablo 4 Panel A’da en düşük üç günlük birikmiş anormal getiri sağlayan beş ilk halka arz görülmektedir. Üç günün sonunda en düşük anormal getiriye sahip firma Ekiz Yağ ve Sabun olmuştur. Bu hisse senedine halka arz çağrısında yatırım yaparak borsadaki ilk iki işlem gününde satmayan yatırımcının toplam zararı %-19 olmuştur. Ulusoy Un, Özbal Çelik Boru, Derlüks Deri ve Ütopya Turizm ise %-16, %-15, %-13 ve %-13 ile yatırımcısına ilk üç günde en çok zarar ettiren diğer dört firma olmuştur. Ekiz Yağ ve Sabun, Ütopya Turizm ve Derlüks Deri sadece Tablo 4’te değil, ayrıca

Tablo 3’ün A Panelinde de yer almaktadır. Bu durum, bu firmaların üç günlük negatif getirilerinin halka arzdaki fiyatlandırmalarıyla doğrudan ilgili olduğunu göstermektedir. Panel A’da bulunan firmalardan dört tanesi imalat sektöründe faaliyet gösterirken Ütopya Turizm “toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller” sektöründe faaliyet göstermektedir.

Tablo 4 Panel B’de en yüksek üç günlük birikmiş anormal getiri sağlayan beş ilk halka arz görülmektedir. Borsadaki üçüncü günün sonunda en yüksek anormal getiriye sahip firmalar %69 anormal getiriyle Bakanlar Medya, %63 anormal getiriyle Hateks Hatay Tekstil, %63 anormal getiriyle Ar Tarım Organik Gıda, %61 anormal getiriyle İdealist GMYO ve %60 anormal getiriyle Papilon Savunma olmuştur. Bu şirketler üç gün boyunca piyasaya kıyasla ciddi anormal getiriler elde etmişlerdir. Panel B’deki firmaların üçü imalat, biri finans ve diğeri de bilişim sektöründe faaliyet göstermektedir. Papilon Savunma Sistemleri’nin payları %40 oranında yabancı yatırımcıya satılırken diğer firmalarda bu oran daha düşük seviyededir.

Analizin son kısmında ilk halka arzlardaki ortalama anormal getiriler incelenmiştir ve bulgular Tablo 5’te sunulmuştur. Tablo 5’in A panelinde tüm örnekleme ait ortalama, medyan ve standart sapma değerleri görülmektedir. 130 halka arzın 81’i iskontolu, 49’u ise primli satılmıştır. İskontolu satışların ortalama ilk gün getirisi %10, primli satışların ortalama ilk gün getirisi ise %-3 olmuştur. Örneklemin tümünün ortalama ilk gün getirisi %5 olmuştur. Tüm ortalama getiriler istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Yani 2010-2019 döneminde gerçekleşen ilk halka arzlar anlamlı şekilde pozitif getirili veya iskontoludur. Medyan değerleri iskontolu satışlarda ortalama değerlerden düşük, primli satışlarda ise ortalama değerlerden yüksektir.

Tablo 5 Panel B ilk halka arzlardaki ortalama anormal getiri istatistiklerini 2010-2014 ve 2015-2019 alt dönemleri için ayrı ayrı sunmaktadır. Tüm örnekleme döneminde gerçekleşen 130 ilk halka arzın 104 tanesi, diğer bir deyişle %80’i analiz periyodunun ilk yarısında gerçekleşmiştir. 2010-2014 dönemindeki ortalama ve medyan değerleri arasındaki fark, 2015-2019 dönemine göre yüksektir (2010-2014 dönemindeki ortalama %5,03 iken medyan %1,63 olmuştur). Yüksek farkın nedeni bu dönemde gerçekleştirilen hem yüksek hem de çok düşük getirili birçok ilk halka arz olmasıdır. Çok yüksek getirili, az sayıdaki ilk halka arz ortalamasının medyanın çok üzerinde olmasına neden olmuştur. Bu etki ikinci yarı dönemde azalmıştır. Her iki dönemin ortalama getirisi %5 civarındadır ve bu getiriler istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır.

8. Sonuç

Bu çalışma 2010-2019 döneminde yapılan ilk halka arz pazarındaki gelişmeleri özetlemek, pazarın önemini vurgulamak ve ilk halka arzlardaki fiyatlandırmanın ne durumda olduğunu gözlemlenmek için yapılmıştır. 2000’li yıllarda iki büyük kriz gören (2000-2001 bankacılık krizi ve 2008-2009 finansal krizi), 2008-2009 krizinin sonrasında başlayan ekonomik canlanmayla ve Borsa İstanbul’daki halka arz etkinlikleriyle beraber hızla büyüyen pazar, 2014 sonrası bir durağanlığa girmiştir.

İlk halka arzların çoğu 2010-2014 döneminde olmasına rağmen en yüksek hasılat üç büyük şirketin ilk halka arzı dolayısıyla 2018 senesinde gerçekleşmiştir. İlk halka arz pazarını en aktif kullanan sektör imalat sektörü olup ikinci en aktif sektör ise finans sektörüdür. İmalat sektörü firmaları çok sayıda ama düşük tutarlı ihraçlar yaparken finans sektöründeki ihraç tutarları daha yüksek olmuştur. İhraç sayısı açısından üçüncü olan “toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller” sektörü ise nominal ihraç hacmi bakımından en büyük sektördür. Reel ihraç hacmi bakımından en büyük sektör finans sektörü olmuştur.

Halka arz yöntemine göre şirketler en çok sermaye artırımını amaçlı halka arzlar yapmış ancak sermaye artırımını ve ortak satışı amaçlı halka arzların ihraç tutarları birbirine yakın olmuştur. “En iyi gayret” en çok kullanılan ve en yüksek ihraç hacmi sağlayan aracılık yöntemi olmuştur.

Yapılan ilk halka arzların büyüklükleri şirket büyüklükleriyle orantılıdır. Büyük ilk halka arzların payları daha çok Yıldız Pazar’da işlem görmekte ve arzda pay alan yatırımcılarının çoğunu yabancı yatırımcılar oluşturmaktadır. Küçük ilk halka arzların payları ise çoğunlukla GİP’te işlem görmekte ve yatırımcılarının çoğunu yerli yatırımcılar oluşturmaktadır.

Örnekleme döneminde halka arzlarda istatistiksel olarak anlamlı seviyede düşük fiyatlandırma görülmüştür. En yüksek ve en düşük fiyatlanan beş şirketin üçer tanesi imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. Toptan ve perakende ticaret, oteller ve lokantalar ile finans sektörü firmaları da ilk beş şirket içine giren diğer sektörlerdir.

Örnekleme dönemindeki ortalama anormal getiri %5 seviyesindedir. 2010-2014 döneminin ortalama anormal getirisi (%5,03) küçük bir farkla 2015-2019 döneminin ortalama anormal getirisi (%4,76) yüksektir. Örneklemin tamamı ele alındığında daha önceki çalışmalarla uyumlu olarak ilk kez halka arz edilen firmaların çoğunluğunda düşük fiyatlandırma

yapıldığı görülmektedir. Özellikle de 2010-2014 döneminin yoğun dönem olduğu, bu dönemde halka arzlarda ve düşük fiyatlamada artış olduğu gözlemlenmektedir.

Kaynaklar

- Açıkgoz, Ş. & Gökkaya, V. (2017). Türkiye'de İlk Halka Arz Getirilerinin Değişkenliği. *Ege Akademik Bakış* 17(1), 33-58.
- Akkılıç, M. E. & Yıldırım, H. H. (2017). Halka İlk Arzlarda Optimum Fiyatlandırmanın Hisse Senetlerinin Getirisi Üzerine Etkisi: 2014-2016 Borsa İstanbul Örneği. *Journal of Economics Finance and Accounting* 4(1), 37-47.
- Allen, F., & Faulhaber, G. (1989). Signalling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
- Altan, M. & Hotamış, T. N. (2008). Türkiye'de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000-2006). *KMU İİBF Dergisi* 10(14), 1-36.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. (2003). Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. *Journal of Financial Economics* 68, 137-158.
- Ayden, T. & Karen, M. B. (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi. *G.U. İ.I.B.F. Dergisi* 3, 87-96.
- Bakkal, M., Bakkal, S. & Öztürk, Ş. S. (2012). Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senedini Etkileyen Makroekonomik Faktörler. *Hiperlink Yayınları*: 53. İstanbul.
- Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance* 37(4), 955-976.
- Baron, D., & Holmström, B. (1980). The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem. *Journal of Finance* 35, 1115-1138.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Benveniste, L., & Spindt, P. (1989). How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Benveniste, L. M., & Wilhelm, Jr. W. J. (1990). A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics* 28, 173-207.
- Bildik, R. & Yılmaz, M. K. (2008). The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi* 2(2), 49-75.
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2001). Bookbuilding and Strategic Allocation. *Journal of Finance* 56, 2337-2369.
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2003). Bookbuilding: How Informative is the Order Book? *Journal of Finance* 58, 1415-1443.
- Çevik, Y. E. (2014). Mali Başarısızlık Nedeniyle Borsa İstanbul'da İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Tespiti ve Hisse Senedi Performanslarının İncelenmesi [Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü]. <https://dspace.gazi.edu.tr/handle/20.500.12602/176624?mode=full>
- Durukan, M. B. (2002). The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of İstanbul Stock Exchange. *Managerial Finance* 28(2), 18-38.
- Ellis, K., Michaely, R., & O'Hara, M. (2000). When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO After-Market. *Journal of Finance* 55, 1039-1074.
- Elmas, B. & Amanianganeh, M. (2013). BİST'de Halka Açılan Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisine Etki Edebilen Değişkenlerin Analizi: 1995-2010 Dönemi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi* 15(2), 217-241.
- Ercan, M., & Çevikel, S. (2011). Survey on IPO underpricing in the İstanbul Stock Exchange. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(305), 85-117.
- Hanley, K., Kumar, A.A., & Seguin, P. J. (1993). Price Stabilization in the Market for New Issues. *Journal of Financial Economics* 34, 177-197.
- Hughes, P. J., & Thakor, A. V. (1992). Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies* 5(4), 709-742.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J., & Ritter, J. (1994). The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1), 66-74.
- Jain, B.A., Kini, O. (1994). The Post Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance* 49, 1699-1726.
- Jegadeesh, N., Weinstein, M., & Welch, I. (1993). An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.
- Kırkkulak, B. (2010). Uzun Dönemli Al-ve-Tut Getirileri: İMKB'de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış* 10(2), 465-486.
- Kıymaz, H. (1997a). İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması. *İMKB Dergisi* 1(3), 47-74.

- Kıymaz, H. (1997b). İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi. *İMKB Dergisi* 1(2), 69-90
- Kıymaz, H. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management* 10, 213-227.
- Kurtaran, A. T. (2013). Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* 6(11),185-2010.
- Küçükocaoğlu, G. (2008). Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods. *International Research Journal of Finance and Economics* 13, 162- 182.
- Lerner, J. (1994), Venture Capitalists and the Decision to Go Public. *Journal of Financial Economics* 35, 293-316.
- Li, X., & Masulis, R. (2004). Venture capital investments by IPO underwriters: Certification, Alignment of Interest or Moral Hazard?.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=559105.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. In B. E. Eckbo (Eds.), *Handbooks in Finance, Handbook of Empirical Corporate Finance* (375-422), Elsevier.
- Ljungqvist, A. (2008). Conflicts of Interest and Efficient Contracting in IPOs. *New York University Working Paper*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295259.
- Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. J. (2003). IPO Pricing in the Dot-Com Bubble. *Journal of Finance* 58, 723-752.
- Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. J. (2005). Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?. *Journal of Finance* 60, 1759-1790
- Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money On the Table in IPOs?. *Review of Financial Studies* 15,413-443.
- Lowry, M., & Shu, S. (2002). Litigation Risk and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics* 65, 309-335.
- Lucas, D., & McDonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance* 45, 1019-1043.
- Mikkelson, W.H., Partch, M., Shah, K. (1997). Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public. *Journal of Financial Economics* 44, 281-308.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance* 53, 27-64
- Pamukçu, A. & Öztürk, E. (2018). Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Borsa İstanbul'a Arz Olma Kriterleri. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi* 1(2), 21-35.
- Plotnicki, M., Szyszka, A. (2014). IPO Market Timing. The Evidence of the Disposition Effect among Corporate Managers. *Global Finance Journal* 25, 48-55.
- Ritter, J. R. (1984). The Hot Issue Market of 1980. *Journal of Business* 57, 215-240.
- Ritter, J. (1991). The Long Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 46, 3-27.
- Rock, K. (1986). Why New Issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Ruud, J. S. (1993). Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle. *Journal of Financial Economics* 34, 135-151.
- Rydqvist, K. (1997). IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation. *Journal of Banking and Finance* 21, 295-313.
- Schultz, P. H., & Zaman, M. A. (1994). After-Market Support and Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* 35,199-219.
- Schultz, P. H. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *Journal of Finance* 58(2), 483-517.
- Sağlam, G. Y. & Çelik, A. E. (2010). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Düşük Fiyatlandırma ve Aracılık Turu, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma. *Doğuş Üniversitesi Dergisi* 12(2), 289-303.
- Sevim, Ş. & Akkoç, S. (2006). İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 16, 107-124.
- Slovin, M.B., Sushka, M.E., & Bendeck, Y.M. (1994). Seasoned Common Stock Issuance Following an IPO. *Journal of Banking and Finance* 18, 207-226.
- Spatt, C., & Srivastava, S. (1991). Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies* 4, 709-726.
- Spies, D.K., & Pettway, R.H. (1997). The IPO and First Seasoned Equity Sale: Issue Proceeds, Owner/Managers' Wealth, and the Underpricing Signal. *Journal of Banking and Finance* 21, 967-988.

Subrahmanyam, A., & Sheridan, T. (1999). *The Going Public Decision and the Development of Financial Markets*. *Journal of Finance* 54, 45-77.

Szyska, A. (2014). *Factors Influencing IPO Decisions. Do Corporate Managers Use Market and Corporate Timing? A Survey*. *International Journal of Management and Economics* 42, 30-39.

Taranto, M. (2003). *Employee stock options and the underpricing of initial public offerings*. University of Pennsylvania Working Paper.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=479901.

Teker, S.& Ekit, Ö. (2003). *The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in Year 2000*. *Doğuş Üniversitesi Dergisi* 4(1), 117-128.

Tınıç, S. M. (1988). *Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock*. *Journal of Finance* 43(4), 789-822.

Tükel, A. (2010). *Asimetrik İnfomasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi*. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi* 12, 102-121.

Ünlü, U. & Ersoy, E. (2008). *İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği*. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 23(2), 243-258.

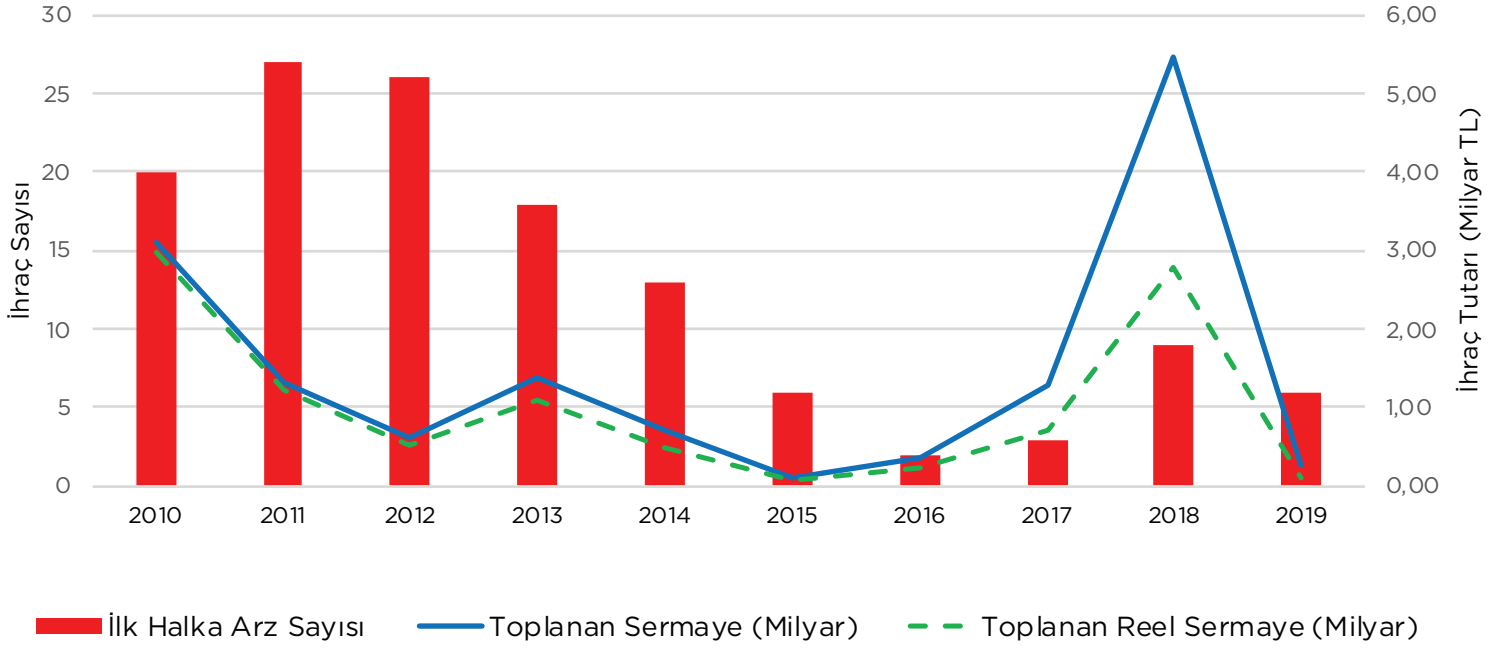
Ünlü, U., Yıldız, B. & Yalama, A. (2009). *İlk Halka Arzlarda Uzun Donem Getirilerinin Tahmini: Yapay Sinir Ağları ile İMKB için Ampirik bir Çalışma*. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi* 10, 29-47.

Welch, I. (1992). *Sequential Sales, Learning, and Cascades*. *Journal of Finance* 47, 695-732.

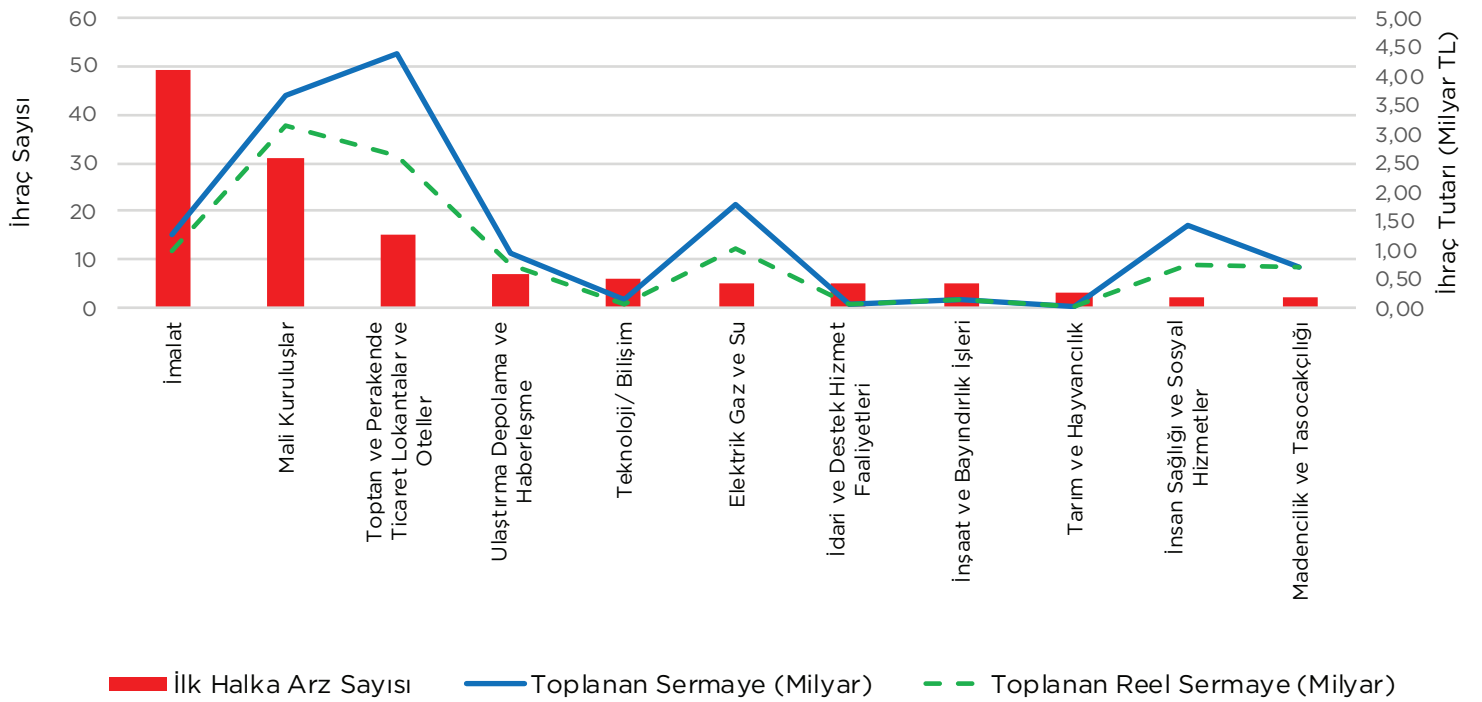
Yıldırım, D. & Dursun, A. (2014). *Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi*. *Ankara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 30(1), 189-202.

Şekiller

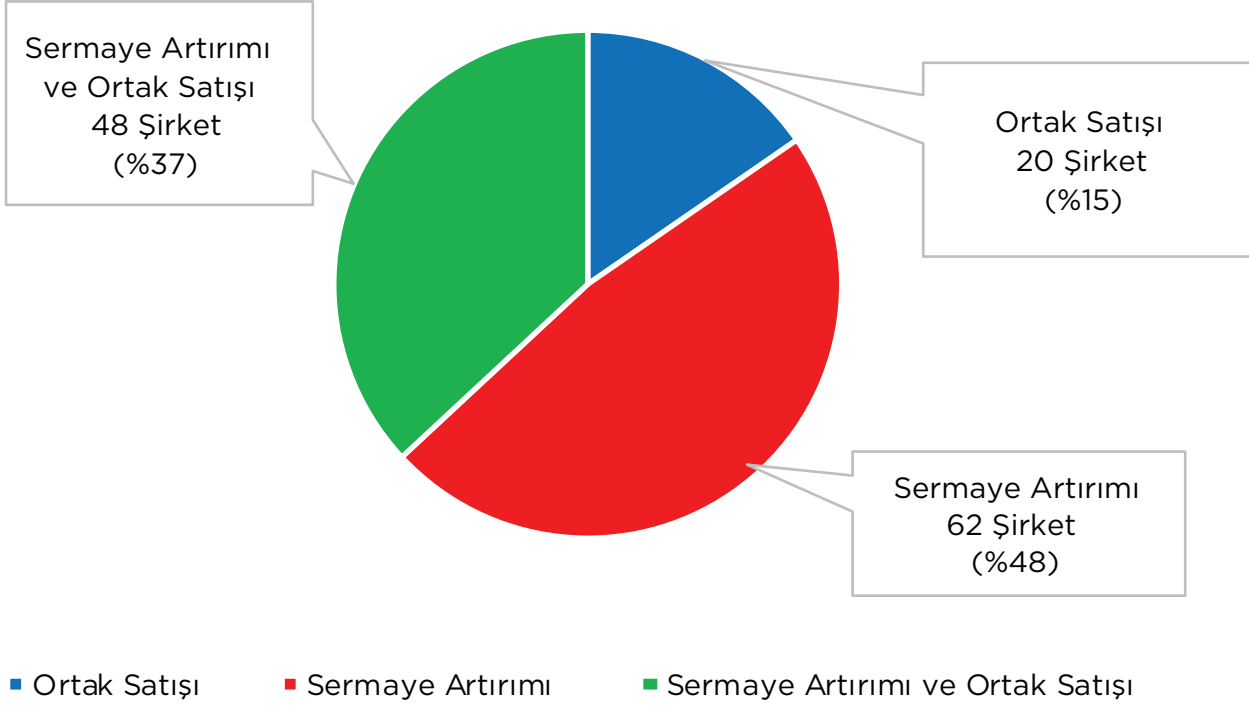
Şekil 1: Yıllara göre İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Toplanan Sermaye



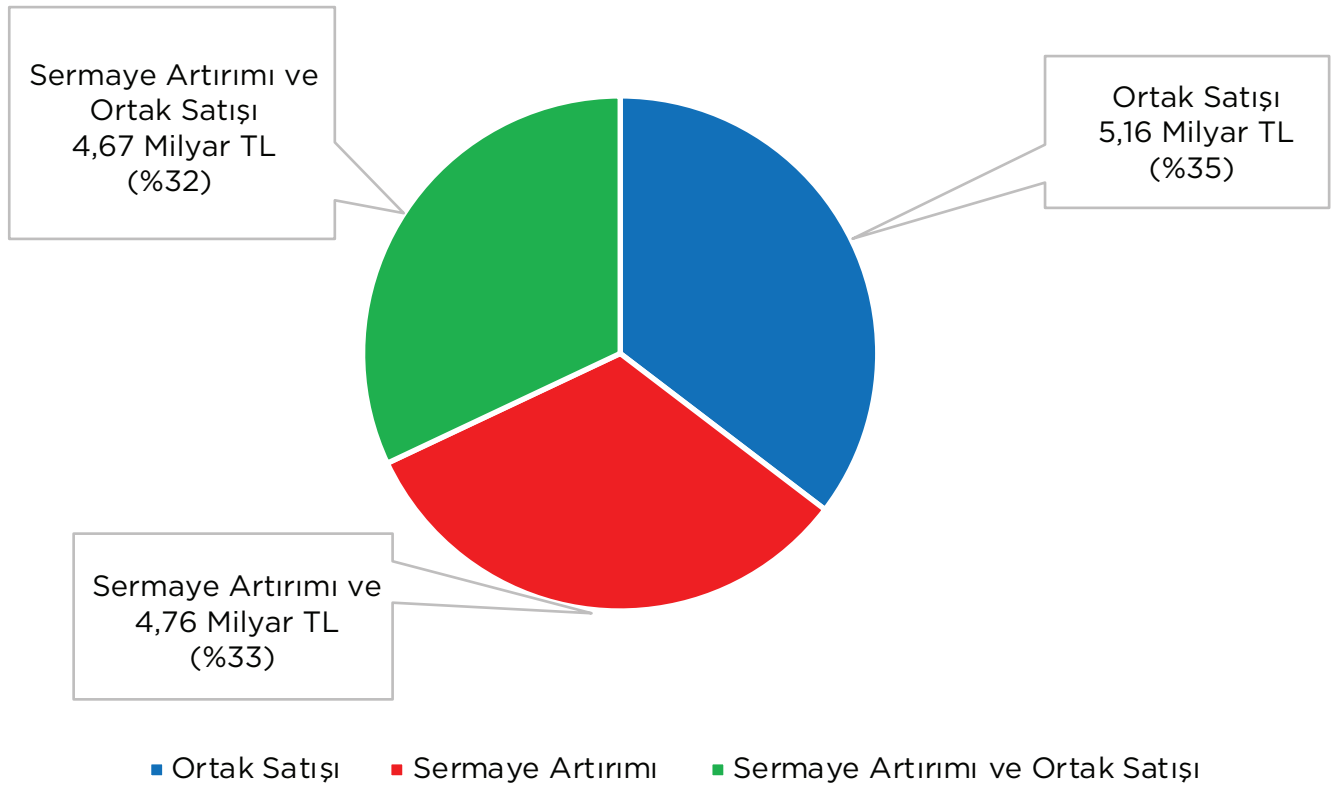
Şekil 2: Sektörlere göre İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Toplanan Sermaye



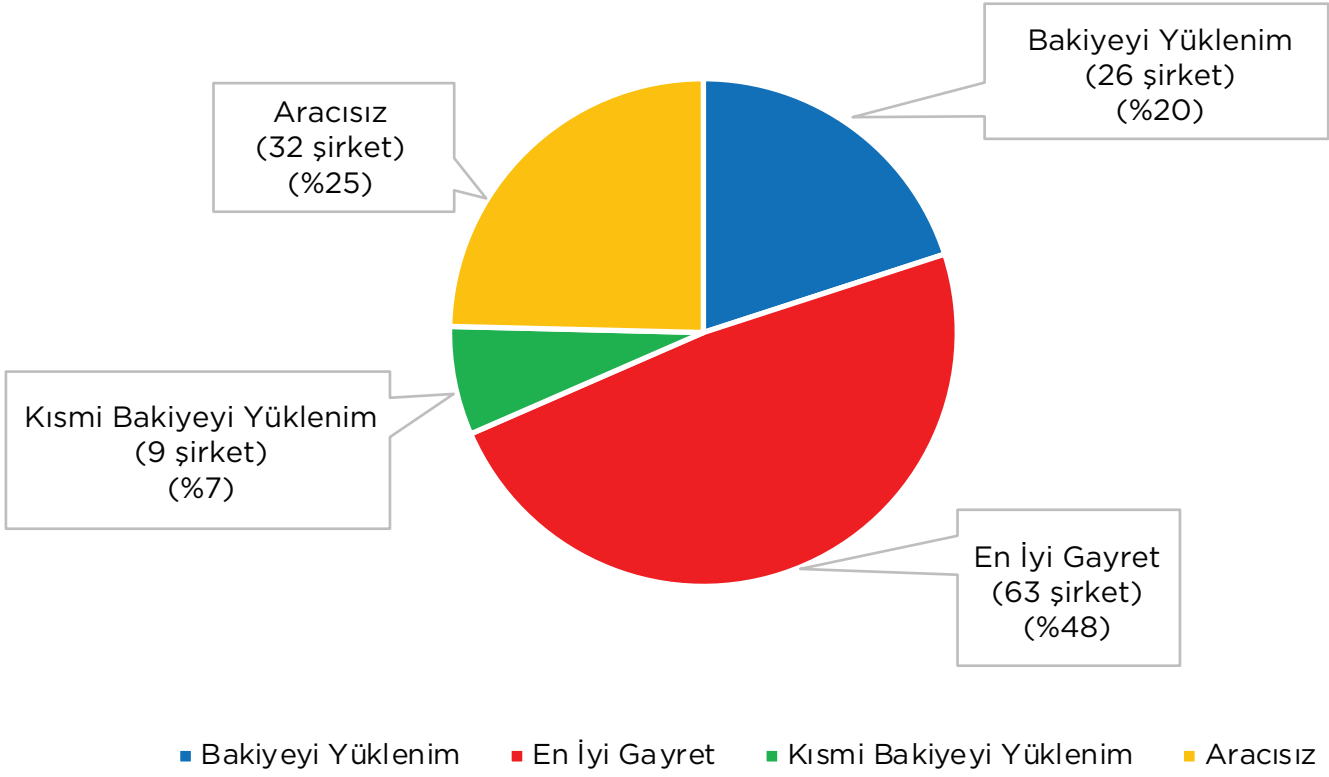
Şekil 3.A: Halka Arz Yöntemine göre İlk Halka Arz Sayısı



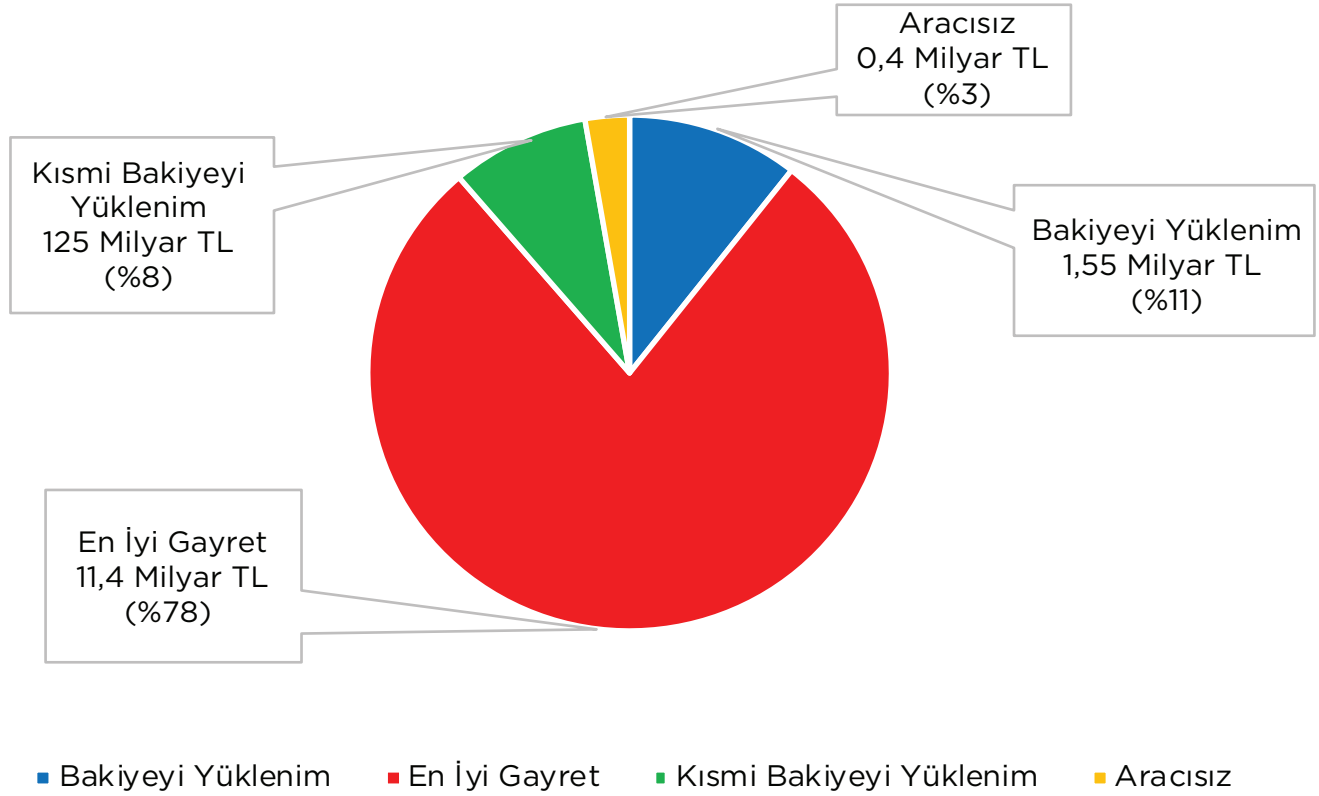
Şekil 3.B: Halka Arz Yöntemine göre İlk Halka Arzda Toplanan (Milyar TL)



Şekil 4.A: Aracılık Yöntemine göre İlk İhraç Sayıları



Şekil 4.B: Aracılık Yöntemine göre Toplanan Sermaye



Tablo 1: SPK Halka Arz Başvuru Bilgileri (2010-2019)

Ön İzin (Esas Sözleşme Tadili) Başvurusunda Bulunan Şirket Sayısı	266
Ön İzin Başvurusundan sonra İşlemden Kaldırılan Başvuru Sayısı	32
Ön İzin Başvurusu Olumsuz Sonuçlanan Şirket Sayısı	3
İzahname Onay Başvurusu Yapan Şirket Sayısı	204
İzahname Onay Başvurusundan sonra İşlemden Kaldırılan Başvuru Sayısı	55
İzahname Onay Başvurusu Olumsuz Sonuçlanan Şirket Sayısı	8
İzahnamesi Onaylanan Şirket Sayısı	141
Talep Toplama Yapan ve Borsada Satış Yapıp İşlem Görmeye Başlayan Şirket Sayısı	132

Tablo 2: Toplanan Reel Sermayeye göre En Büyük ve En Küçük İlk Halka Arzlar

İsim	Sektör	İlk İşlem Tarihi	Borsada İşlem Gördüğü Pazar	Toplanan Reel Sermaye (Milyon TL)	Yabancı Yatırımcıya Satış Oranı (%)
Panel A: En Düşük Sermaye Toplanan Halka İlk Arzlar					
Taze Kuru Gıda	Gıda İçecek ve Tütün	19.10.2012	GIP	2,14	-
Tepa Tıbbi Ürünler	Perakende Ticaret	27.06.2013	GIP	2,35	-
MCT Danışmanlık	İstihdam Faaliyetleri	30.05.2012	GIP	2,36	-
Osmanlı MD.	Aracı Kurumlar	27.02.2012	GIP	2,83	-
İdealist GMYO	GMYO	01.07.2010	Kurumsal Ürünler	2,96	3,56
Panel B: En Yüksek Sermaye Toplanan Halka İlk Arzlar					
Şok Marketleri	Perakende Ticaret	18.05.2018	Yıldız Pazar	1.149,34	85
Emlak Konut GMYO	GMYO	02.12.2010	Kurumsal Ürünler	1.052,94	75
Enerjisa A.Ş.	Elektrik Gaz ve Buhar	08.02.2018	Yıldız Pazar	783,70	76,5
MLP Sağlık Hizmetleri	İnsan Sağlığı	13.02.2018	Yıldız Pazar	731,45	83,52
Mavi Giyim	Perakende Ticaret	15.06.2017	Yıldız Pazar	674,30	74

Tablo 3: İlk İşlem Günü Sonunda En Yüksek ve En Düşük Anormal Getiri Sağlayan İlk Halka Arzlar

İsim	Sektör	İlk İşlem Tarihi	Toplanan Reel Sermaye (Milyon TL)	Yabancı Yatırımcıya Satış Oranı (%)	Anormal Getiri (%)
Panel A: En Düşük Anormal Getiri Sağlayan Halka İlk Arzlar					
Ekiz Yağ ve Sabun	Gıda İçecek ve Tütün	20.07.2010	13,83	22	-17,49
Ütopya Turizm	Lokantalar ve Oteller	24.02.2011	19,87	22,55	-9,2
Trend GMYO	GMYO	23.02.2018	5,75	11,17	-8,48
Taze Kuru Gıda	Gıda İçecek ve Tütün	19.10.2012	2,14	-	-8,18
Derlüks Deri	Tekstil Giyim Eşyası ve Deri	04.07.2019	12,04	-	-7,54

Panel B: En Yüksek Anormal Getiri Sağlayan Halka İlk Arzlar					
Bakanlar Medya	Kâğıt ve Basım Yayın	03.06.2013	3,77	-	31,55
Hateks Hatay Tekstil	Tekstil Giyim Eşyası ve Deri	17.01.2011	13,35	-	22,72
Kiler Alışveriş Hizm.	Perakende Ticaret	27.01.2011	114,39	54,9	22,71
Niğbaş Niğde Beton	Taş ve Toprağa Dayalı	05.03.2012	8,53	-	22,59
Verusa Holding	Holdingleler ve Yat. Şirketleri	19.11.2013	60,32	67,8	22,54

Tablo 4: Üç Günlük En Yüksek ve En Düşük Birikmiş Anormal Getiri Sağlayan İlk Halka Arzlar

İsim	Sektör	İlk İşlem Tarihi	Toplanan Reel Sermaye (Milyon TL)	Yabancı Yatırımcıya Satış Oranı (%)	Anormal Getiri (%)
Panel A: En Düşük Anormal Getiri Sağlayan Halka İlk Arzlar					
Ekiz Yağ ve Sabun	Gıda İçecek ve Tütün	20.07.2010	13,83	22	-19,04
Ulusoy Un	Gıda İçecek ve Tütün	20.11.2014	51,77	96	-16,27
Özbal Çelik Boru	Ana Metal Sanayi	28.07.2011	26,95	-	-15,22
Derlüks Deri	Tekstil Giyim Eşyası ve Deri	4.07.2019	12,04	-	-13,46
Ütopya Turizm	Lokantalar ve Oteller	24.02.2011	119,87	23	-13,36

Panel B: En Yüksek Anormal Getiri Sağlayan Halka İlk Arzlar					
Bakanlar Medya	Kâğıt ve Basım Yayın	03.06.2013	3,77	-	69,48
Hateks Hatay Tekstil	Tekstil Giyim Eşyası ve Deri	17.01.2011	13,35	-	62,81
Ar Tarım Organik Gıda	Gıda İçecek ve Tütün	31.05.2012	12,64	-	62,66
İdealist GMYO	GMYO	1.07.2010	2,96	4	60,87
Papillon Savunma	Bilişim	6.12.2019	13,04	40	60,39

Tablo 5: Birinci İşlem Günü Sonundaki Özet İstatistikler

Panel A: Tüm Örneklem: 2010-2019	Gözlem Sayısı	Ortalama Getiri	Medyan	Standart Sapma
İlk Gün Sonu Anormal Getirisi	130	%4,97*** (6,23)	%1,78	%9,10
İskontolu İlk Halka Arzların İlk Gün Sonu Anormal Getirisi	81	%9,88*** (11,28)	%8,06	%7,89
Primli İlk Halka Arzların İlk Gün Sonu Anormal Getirisi	49	%-3,14*** (-6,60)	%-1,84	%3,33
Panel B: Alt Dönemler: 2010-2014 ve 2015-2019				
İlk Gün Sonu Anormal Getirisi (2010-2014)	104	%5,03*** (5,51)	%1,63	%9,30
İlk Gün Sonu Anormal Getirisi (2015-2019)	26	%4,76*** (2,88)	%3,12	%8,42

*** Yüzde 1 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

İLETİŞİM

📍 Sabancı Center 4. Levent 34330 İstanbul

☎ + 90 (0212) 385 65 09

✉ cef@sabanciuniv.edu

🌐 cef.sabanciuniv.edu