

**TÜRKİYE’DE HALKA İLK ARZI YAPILAN HİSSE  
SENETLERİNİN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANS ANALİZİ  
(2000–2006)**

Yrd. Doç.Dr. Mikail Altan<sup>1</sup>  
Tevfik Nadi Hotamış<sup>2</sup>

**ÖZET**

Halka arzda ilk gün fiyatı, hisse senedinin düşük değeri değerlendirilmediğini açıklamada yetersiz kalabilir. Ancak bu hisse senetlerinin ilk gün, ilk hafta, ilk ay ve ilk üç aylık getirileri ilk arzda belirlenen fiyatın düşük olup olmadığı konusunda değerlendirme olanağı sağlayabilir. Çalışmada Türkiye’de 2000–2006 döneminde halka açılan şirketlerin bu getirileri hesaplanarak kısa dönem fiyat performans analizi yapılmıştır. Türkiye’de bu dönemde halka arz edilen hisse senetlerinin bazılarının yüksek bazılarının düşük değerlendirildiği, ancak genel ortalama bazında diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında düşük veya yüksek değerlemenin olmadığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Halka arz, hisse senedi değerlemesi, performans analizi

**ABSTRACT**

**A SHORT RUN PRICE PERFORMANS ANALYSIS OF STOCKS  
OF INITIAL PUBLIC OFFERING IN TURKEY (2000–2006)**

The price of initial public offering could not clarify whether or not under pricing of stocks. But we can evaluate underpricing or overpricing by determining capital yield of daily, weekly, monthly and quarterly of a year. In this study short run performans analysis of initial public offering is evaluated by calculating those capital yield. We find out that; some of stocks that initial public offering in Turkey( period 2000–2006) are underpriced some of them overpriced, bu in general there is no underpricing or overpricing in Turkey with respect to other countries.

**Key Words:** Initial public offering, stocks evaluation, performances analysis

**1. GİRİŞ**

Halka açılmanın temel amacı finansmandır. Ancak halka açılmada finansman dışında şirket hisse senetlerinin likiditesini artırmak, şirketin geniş kitlelerce tanınmasını sağlamak, piyasalarda itibar ve güven kazanmak, riski dağıtmak, kurumsal yönetim olanaklarından faydalanmak, sermaye maliyetini

---

<sup>1</sup> Selçuk Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü Öğretim Üyesi, e-mail: maltan@selcuk.edu.tr

<sup>2</sup> Denizbank Yatırım Uzmanı, e-mail: nadihotamis@hotmail.com

düşürmek, vergi ve benzeri konularda avantaj sağlamak da olabilir(Sancak, 1999: 7-8).

Aracı kuruluşlar, uygulamada, istisnaların dışında halka arz ve satış süreçlerinin başından sonuna kadar rol oynamakta ve çoğu kez ihraççı kuruluşun gerisindeki görünmeyen kahraman olarak, fiyat saptamasından Sermaye Piyasası Kurulu ile olan ilişkilere, yüklenim taahhüdünden pazarlama çalışmalarına kadar yayılan geniş bir sorumluluk ve çalışma alanı içinde birincil piyasa işlemlerinden en önemlilerinden birini yerine getirmektedirler(Tanör, 2000: 260). Halka arza yönelecek ortaklık ile buna aracılık etmek isteyen ya da aracılık konsorsiyumunun başını çekmek isteyen aracı kurum arasında bu süreç içinde verilecek hizmetlerle, bunların karşılığında alınacak ücretleri ve tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerini belirleyen bir yetki sözleşmesi imzalanır.

Kurul kaydına alınacak olan sermaye piyasası araçları halka arz edilirken aracı kurumlar en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi olmak üzere iki yöntemden birini kullanmaktadırlar(SPK Tebliği Seri: V, No:46). Halka arzlarda aracılığın en iyi gayretle mi yapılacağı yoksa kısmi veya toptan yüklenimi mi taahhüt edileceği ihraççı ile aracı kuruluş arasında kararlaştırılır. Burada ihraççının hedefleri ve eğilimleri ağırlıklı olarak rol oynar.

“En iyi gayret aracılığı” Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder(SPK Tebliği Seri: V, No:46). En iyi gayret aracılığında ABD’de satılmayan kısmın kalması halinde, halka arz iptal edilir ve fiyat değerlemesinin doğru yapılmadığı varsayılarak hisse senedi almış olan yatırımcılara parası iade edilir(Williamson,1998: 54).

Halka açılmada yasal prosedürden sonra ortaya çıkan en önemli konu hisse senetlerinin halka arz fiyatının doğru belirlenmesidir. Genellikle nominal değeri 1 YTL olan hisse senetlerinin kaç liradan arz edileceği hem yatırımcılar, hem de ihraççı kuruluş için oldukça önemlidir. Özellikle sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği, uluslar arası yatırımların ülkeler için büyük önem arz ettiği günümüzde, ilk halka arzlarda hisse senedi fiyatının doğru tespit edilmesi, ikincil piyasadaki başarısını etkiler. Hisse senedi fiyatının düşük tespit edilmesi ihraççı kuruluşun mali kaybına neden olurken, yüksek tespit edilmesi yatırımcının kısa vadede zararına neden olur. Her iki durumda da piyasaların istikrarı olumsuz etkilenebilir. Kısacası piyasalardaki güvenin ve hisse senedi performansının ilk ayağını birincil halka arzlar, halka arzların da en önemli kısmını hisse senedi değerlendirme aşaması oluşturmaktadır.

Değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır(Gage,1999:15). Fiyat ise, belli bir zamanda mal ve hizmetlerin piyasadaki değerinin para ile ortaya konmasıdır(Arman, 2005:1). Bir varlığın değerinin tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek amacıyla, söz konusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir(Gage,1999:15). Finans literatüründe hisse

senetleri için nominal değer, ihraç değeri, piyasa değeri, defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gibi fiyat ve değer tanımları yapılmıştır.

**İhraç(Emisyon) Değeri(İhraç Fiyatı):** Özvarlığı temsil eden hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarım(satışa sunuş)değerini ifade etmektedir. Hisse senetleri, nominal değerleri ile satılabileceği gibi, nominal değer üzerinde ihraç fiyatı ile de satılabilir(Berk, 1999:340). İhraç fiyatı nominal değer altında olamaz. İhraç fiyatı; indirgenmiş nakit akımları(İNA) yöntemi, net aktif değer yöntemi, kar payı verimi yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi(EVA) ve piyasa çarpanları yöntemlerinden(Fiyat/ Kazanç, Piyasa değeri/ Defter Değeri, Piyasa Değeri/ Satışlar, Piyasa Değeri/ Esas Faaliyet Karı, Piyasa Değeri/ FVÖK gibi oranlar) biri veya birkaçı birlikte kullanılarak tespit edilebilir.

Dünyada değerlendirme ile ilgili olarak yapılan uygulamalarda İNA yönteminin en çok kullanılan yöntem olduğu görülmektedir. Örneğin, 199 ABD ve 8 Avrupa firması arasında yapılan bir araştırmaya göre, değerlemelerin yüzde 75'inde bu yöntem kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemi ise en çok kullanılan ikinci yöntemdir. Fransa'da bütün yöntemler kullanılırken, İngiltere'de İNA, EVA ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmaktadır. Polonya mevzuatına göre ise İNA, Yenileme Değeri, Net Aktif Değeri ve Tasfiye Değeri yöntemlerden en az ikisinin birlikte kullanılması gerekir(Mullen, 1995:50, Yazıcı, 1997 :6).

Türkiye'de değerlendirme ile ilgili mevzuatımızda kesin ve belirtilmiş olan bir yöntemden bahsedilmemiş sadece uygulanan yöntem hakkında kurula bilgi verilmesi gerektiği belirtilmiştir. Türkiye en çok piyasa çarpanları yöntemlerinden, PD/DD, F/K, ve firma değeri/ FVÖK oranı kullanılırken, ikinci en çok kullanılan yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemi, üçüncü en çok kullanılan yöntem ise net aktif değer yöntemidir. Genelde ise birden fazla yöntem birlikte kullanılmakta ve yöntemlere ağırlık verilmek suretiyle ortalaması alınarak belirli bir fiyata ulaşılmaktadır(Savaşkan, 2005: 23).

Çalışmanın amacı Türkiye'de 2000-2006 yılları arasında halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performans analizini yaparak, ihraç fiyatlarının düşük veya yüksek belirlenip belirlenmediğini ortaya çıkarmaktır. Gelişmiş sermaye piyasalarında ve günlük fiyat marjı bulunmayan borsalarda, ilk ihraç günü sonunda oluşan fiyat baz alınarak hesaplanan getiriler; düşük fiyatlamamanın olup olmadığının kanıtı olarak sunulmaktadır. Bu yüzden birçok çalışmada halka ilk arzda düşük fiyatlamaya ilişkin getiriler hesaplanırken hisse senedinin borsada ilk işlem gördüğü günün kapanış fiyatı kullanılmıştır (Ljungqvist,2004: 6). Ancak ilk gün fiyatı değerlendirme fiyatını açıklamaz. Çünkü halka ilk defa arz olan hisse senetlerine yatırım yapanlar, hisse senetlerinin uzun vadede temettü ve fiyat getirisinden çok ilk gün getireceği yüksek getiriden nemalanmak isterler. Bu da ilk halka arzlar için talebi artırır. İlk gün fiyatının yüksek olması o hissese olan talepten kaynaklanır. Talebin yüksek olması ise aracı kurumun firmayı doğru bir hikaye ile pazarlayıp güçlü bir konsorsiyum oluşturmasına, yatırımcının firmayı algılama şekline ve firmanın halka ilk

açıldığı günkü piyasanın durumuna bağlıdır. Bu nedenle ilk halka arzlarda hisse senetlerinin düşük değerlenip değerlenmediği ilk günlük getirinin yanı sıra ilk haftalık, ilk aylık ve ilk üç aylık getirilerin de dikkate alınması ile değerlendirilmesi daha doğru olabilir. Ayrıca Türkiye’de ilk halka arz edilen hisse senetlerinin düşük değerlenip değerlenmediğini belirlemede ilk gün getirisinin kullanılması anlamsız olabilir. Çünkü İMKB’de günlük fiyat marjı uygulanmaktadır.

Bu nedenle çalışmada Türkiye’de bu dönemde halka açılan, yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonları hariç, toplam 67 firmanın bir günlük, bir haftalık, bir aylık ve üç aylık kısa dönem fiyat performans analizi, yıl bazında, firma bazında ve sektörel bazda yapılmıştır.

## 2. LİTERATÜR

Uluslararası literatürde halka ilk arzı gerçekleştirilen firmalar ile ilgili birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların çoğunda odaklanılan konu ise düşük fiyatlamadır. Düşük fiyatlama halka ilk defa arz edilecek hisse senetleri için halka arz sürecinde belirlenen fiyatla, halka arzından sonra piyasada işlem görmeye başlaması ile oluşan fiyat arasındaki negatif fark olarak tanımlanır.

Michelle Lowry ve Kevin J. Murphy 1996–2000 tarihleri arasında Amerika’da halka ilk arzı gerçekleşen 874 firmayı incelemişler ve bu beş yıllık süreçte ortalama ilk gün getirisinin %42,3 olduğunu, ancak şirket CEO’larının satın aldıkları opsiyonlar ile hisse senetlerinin halka ilk arzı için teklif edilen fiyat arasında bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir(Lowry ve Murphy, 2006). Jun Cai ve K.C. John Wei 1971- 1992 tarihleri arasında Japonya’da Tokyo borsasında halka ilk arzı gerçekleştirilen 180 firmanın uzun dönemdeki getirilerini ele almışlardır( Cai ve Wei, 1997:389-390). Wolfgang Drobetz,/Matthias Kammermann ve Urs Wälchli İsveç borsasında 1983–2000 yılları arasında halka ilk arzı gerçekleşen 120 firmanın ilk gün getirilerinin - %7,81 ile %287,5 arasında değiştiğini ortalama ilk gün getirisinin ise %34,97 olduğunu tespit etmiştir (Drobetz, vd., 2005: 253 – 275). Nurwati A. Ahmad-Zaluki , Kevin Campbell ve Alan Goodacre Malezya’da 1990-2000 yılları arasında yapılan 254 halka ilk arzı incelemişler ve ortalama ilk gün getirisinin %%94, ortalama piyasa getirisinin ise %99,4 olduğunu belirmemişlerdir(Nurwati vd.2007:). G. Lihui Tian Çin’de 1991–2000 yılları arasında halka ilk arzı gerçekleştirilen 1124 firmanın ilk gün getirilerini %267 olarak hesaplamış ve bu derecede yüksek düşük fiyatlamasının nedenini ise Çin piyasasında ki finansal düzenlemelere ve Çin’in yatırım risk düzeyine bağlamıştır(Tian, 2007). Tim Loughran ve Jay Ritter 1980’den 2003 yılına kadar Amerika’da gerçekleştirilen 6.391 halka ilk arzı 4 ayrı periyoda ayırarak inceleyerek dönemler arasındaki ilk gün getirileri arasındaki farka dikkat çekmişlerdir ortalama ilk gün getirisini %18,7 olarak bulmuşlardır(Loughran ve Ritter, 2004:5-37). Tim Loughran, Jay R. Ritter ve Kristian Rydqvist tarafından 1994’te yayımlanan ve 2003’de güncellenen “Initial Public Offerings: International Insights” adlı çalışma tablo 1’de yer almaktadır. Söz konusu

tabloda birçok ülkede yapılan çalışmalar sonucunda saptanan ilk gün getirileri yer almaktadır(Savaşkan, 2005: 17).

Türkiye’de Hayal Güzelhan ve Mediha Açar tarafından Ocak 1989-Mart 1991 dönemindeki 36 ihracı kapsayan çalışmada birincil halka arzlarda ilk gün %2,6, ilk hafta %9,5, ilk ay yine %9,5 oranında ortalama getiri sağlandığından hareketle, Türkiye’de düşük fiyatlandırma olduğu sonucuna varılmıştır(Güzelhan ve Açar,2001:51-59). Aydoğan ve Yıldırım tarafından 1989–1991 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmada 33 halka arz ele alınmış ve hisse senetlerinin ilk gün getirisinin %1,2 olduğu tespit edilmiştir(Aydoğan ve Yıldırım, 1992: 9-17). Kıymaz tarafında yapılan Türkiye’de 1990–1995 yılları arasında halka arz edilen mali sektördeki 39 şirketin hisselerin uzun dönem performans analizi çalışmasında, finansal kuruluşların bir bütün olarak 30 aylık dönemde %11’lik bir getiri sağladığı belirlenmiştir(Kıymaz, 1997:47-73). Türüdü, 01.01.1999 ve 30.04.2000 tarihleri arasında halka ilk kez arz edilen 21 firmaya ait hisse senetlerinin günlük %14,49, haftalık %27,11, aylık %67,12 ve 6 aylık %78,12 ortalama getiri sağladığını hesaplayarak Türkiye’de düşük fiyatlamının olduğu sonucuna ulaşmıştır(Türüdü, 2001:128). Ancak bu dönemde İMKB’de yaşanan spekülasyon balon göz ardı edilmiştir. Ayden ve Karan tarafında yapılan; 1992–1995 döneminde ilk defa halka arz edilen 70 firma üzerinde yapılan bir çalışmada İMKB’de ilk kez halka açılan hisse senetlerine yatırım yaparak uzun vadede yüksek getiri beklentisinin anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır(Ayden ve Karan, 2000: 95). Teker ve Ekit tarafından yapılan ve İMKB’de 2000 yılında halka ilk defa arzı gerçekleştirilen 34 firmanın halka arzın ilk gününde yatırımcılarına normalüstü getiri sağladığı belirlenmiştir(Teker ve Ekit,2003:117). Savaşkan tarafından, İMKB’de 2004–2005 yılları arasında halka ilk arzı gerçekleştirilen 19 firmanın incelendiği çalışmada; yatırımcıların ilk halka arzlarında spekülasyon amacıyla hisse senedi aldığı ve ilk gün başarısız olursa halka arzdan aldığı hisse senetlerini maliyetinin altında da olsa satmaya razı olduğu tespit edilmiştir(Savaşkan, 2005:20). Ünlü ve Ersoy 1995–2005 döneminde halka ilk arzı yapılan 141 firma üzerinde yaptıkları bir araştırma ile İMKB’de ilk gün düşük fiyatlama olduğunu göstermişlerdir(Ünlü ve Ersoy, 2006).

Tablo 1: Birincil Halka Arzlarda İlk Gün Performansına İlişkin Çalışmalar

Ülke	Kaynak	Örnek		Ortalama İlk Gün
		Sayısı	Dönem	Getirisi
Avustralya	Lee, Taylor ve Walter Woo	381	1976-1995	12.10%
Avusurya	Aussenegg	83	1984-2002	6.30%
Belçika	Rogiers, Manigart ve Ooghe	86	1984-1999	14,60%
Brezilya	Aggarwal,Leal ve Hernandez	62	1979-1990	78,50%
Kanada	Jog ve Riding ve başk.	500	1971-1999	6.30%
Şili	Aggarwal,Leal ve başk.	55	1982-1997	8.80%

Çin	Datar ve Mao ve başk.	432	1990-2000	256.90%
Danimarka	Jakobsen ve Sorensen	117	1984-1998	5.40%
Finlandiya	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10.10%
Fransa	Huston ve başk.	571	1983-2000	11.60%
Almanya	Ljungqvist	407	1978-1999	27.70%
Yunanistan	Kazantzis ve Thomas; Nounis	338	1987-2002	49.00%
Hong	McGuinnes ve başk.	857	1980-2001	17.30%
Hindistan	Krishnamurti ve Kumar	98	1992-1993	35.30%
Endonezya	Hanafi, Ljungqvist ve Yu	237	1989-2001	19.70%
İsrail	Kandel ve başk.	285	1990-1994	12.10%
İtalya	Arosio, Giudici ve Palerai ve başk.	181	1985-2001	21.70%
Japonya	Fukuda; Dawson ve Hiraki ve başk.	1689	1970-2001	28.40%
Kore	Dhatt, Kim ve Lim; Ihm; Choi ve Heo	477	1980-1996	74.30%
Malezya	Isa, Isa ve Yong	401	1980-1998	104.10%
Meksika	Aggarwal, Leal ve Hernandez	37	1987-1990	33.00%
Hollanda	Wessels ve başk.	143	1982-1999	10.20%
Yeni	Vos ve Cheung; Camp ve Munro	201	1979-1999	23.00%
Nijerya	Ikoku	63	1989-1993	19.10%
Norveç	Emilsen, Pedersen ve Sættern	68	1984-1996	12.50%
Filipinler	Sullivan ve Unite	104	1987-1997	22.70%
Polonya	Jelic ve Briston	140	1991-1998	27.40%
Portekiz	Almeida ve Duque	21	1992-1998	10.60%
Singapur	Lee, Yaylor ve Walter, Dawson	441	1973-2001	29.60%
Güney	Page ve Reyneke	118	1980-1991	32.70%
İspanya	Antosegui ve Fabregat	99	1986-1998	10.70%
İsveç	Rydqvist; Schuster	332	1980-1998	30.50%
İsviçre	Drobtetz, Kammermann ve Walchli	120	1983-2000	34.90%
Tayvan	Lin ve Sheuve başk.	293	1986-1998	31.10%
Tayland	Wethyavivorn ve Koo-smith ve baş.	292	1987-1997	46.70%
Türkiye	Kıymaz	163	1990-1996	13.10%
İngiltere	Dimson; Levis; Ljungqvist	3122	1959-2001	17.40%
ABD	Ibootson, Sindelar ve Ritter	14840	1960-2001	18.40%

**Kaynak:** Savaşkan, Ozan, **Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Kasım, 2005, İstanbul, s. 23**

### 3. 2000–2006 DÖNEMLERİNDE İMKB’DE HALKA AÇILAN ŞİRKETLER VE SEKTÖREL DAĞILIMI

2000–2006 yılları arasında İMKB’ da 78’si anonim şirket ve 6 tanesi borsa yatırım fonu olmak üzere toplam 84 halka arz işlemi gerçekleşmiştir. Halka açılan şirketlerin sektörel dağılımları tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2: 2000–2006 Dönemlerinde Gerçekleşen Halka Arzların Yıl Bazında Sektörel Dağılımı

Sektör	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Toplam
A	2	-	-	-	1	1	1	5
B	1	-	-	-	1	-	-	2
C	1	-	2	-	2	1	1	7
D	3	-	-	-	-	-	-	3
E	2	-	-	-	1	-	-	3
F	-	-	1	-	-	1	-	2
G	4	-	-	-	-	1	1	6
H	3	-	-	-	1	-	-	4
K	4	-	-	1	-	-	-	5
L	2	-	-	-	-	-	-	2
Q	-	1	-	-	1	3	6	11
M	-	-	-	-	1	-	-	1
N	1	-	-	1	1	-	2	5
S	1	-	-	-	-	-	-	1
T	2	-	-	-	-	-	-	2
U	4	-	-	-	2	1	3	10
V	4	-	1	-	1	1	-	7
Z	1	-	-	-	-	-	1	2
X	-	-	-	-	-	2	4	6
<b>Toplam</b>	<b>35</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>84</b>

**A:** Bankalar Ve Özel Finans Kurumları, **B:** Dokuma, Giyim Eşyası Ve Deri, **C:** Eğitim, Sağlık, Spor Ve Diğer Sosyal Hizmetler, **D:** Elektrik, Gaz Ve Su, **E:** Finansal Kiralama Ve Factoring Şirketleri, **F:** Gayrimenkul Yat. Ort., **G:** Gıda, İçki Ve Tütün, **H:** Holdingler Ve Yatırım Şirketleri, **K:** Kağıt Ve Kağıt Ürünleri, Basım Ve Yayın, **L:** Kimya, Petrol, Kauçuk Ve Plastik Ürünler, **Q:** Yatırım ortaklıkları, **M:** Metal Ana Sanayi **N:** Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım, **S:** Sigorta Şirketleri, **T:** Taş Ve Toprağa Dayalı Sanayi, **U:** Teknoloji, **V:** Toptan Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar, **Z:** Ulaştırma, Haberleşme Ve Depolama, **X:** Yatırım fonları

Tablo 2’de görüldüğü gibi 2000 yılı içerisinde 17 farklı sektörden olmak üzere 35 şirketin halka arzı gerçekleşirken 2001 yılında bir, 2002 yılına dört, 2003 yılında iki, 2004 yılında on iki, 2005 yılında on bir ve 2006 yılında on dokuz olmak üzere toplam seksen dört halka arz gerçekleşmiştir. Halka arzda

yaşanan bu dalgalanmanın nedeni 2001 yılında Türkiye’de yaşanan ekonomik krizdir.

1998 küresel ekonomik krizini kısmi kayıpla atlatan Türkiye Ekonomisinde 1999 yılı sonunda IMF desteği ile hazırlana ve üç yıl içerisinde enflasyonu %12’ye çekmeyi hedefleyen, kur çıpasına dayalı ekonomi programı piyasalarda iyimserlik havasının esmesine yol açmış, reel sektörle beraber sermaye piyasasını da canlandırmıştır(<http://www.tspakb.org.tr>,2007). 2000 yılı başında tarihi zirve yapan İMKB’de şirketler halka açılmak için sıraya girmişler ve İMKB’nin kuruluşunda bu güne kadar ki en yüksek halka açılan firma sayısına(35 firma) ve en yüksek satış hâsılatına (2.806.222.239 USD) ulaşmıştı. 2000 yılı içinde tüm ekonomik göstergelerde görülen iyileşme, yılsonuna doğru hızla gerileyen enflasyona ayak uydurmaya çalışan bankacılık sektöründe yaşanan likidite kriziyle kısa süreli bir kesintiye uğramış, 2001 yılına girildiğinde uygulanan ekonomik programın sürdürülebilirliği ve zayıf noktaları tartışılmaya başlanmış,19 Şubat 2001’de ise piyasalardaki tedirginlik derin bir finansal krize dönüşmüştür. Yaşanan bu olumsuz gelişmelerin etkisi kendisini hemen sermaye piyasaları üzerinde göstermiş ve 2001, 2002 ve 2003 yıllarında sadece 7 adet halka arz (67.963.270 USD) gerçekleşmiştir. 2004, 2005, 2006 yıllarında ise krizlerin etkisinin azalmaya başlamasıyla halka arzlar tekrar hız kazanmaya başlamış 36 firma halka arz edilmiştir. Bu dönemde sağlana toplam kaynak ise 3.157.040.965USD dir.

#### **4. TÜRKİYE’DE 2000–2006 DÖNEMLERİNDE YAPILAN HALKA ARZLARDA KULLANILAN DEĞERLEME METOTLARI, HALKA ARZ ŞEKİLLERİ VE ARACILIK YÜKLENİM ŞEKİLLERİ**

2000–2006 yılları arasında İMKB’de halka açılan 78 anonim şirketin halka arz fiyatı belirlenirken 5 farklı yöntem kullanılmıştır. Altı borsa yatırım fonu ise herhangi bir değerlendirme kullanmaksızın defter değeri üzerinden halka açılmıştır.

Bu dönemde hisse senedi değerlemesinde en fazla kullanılan yöntem piyasa çarpanları yöntemi olarak görülmektedir. 2000–2006 dönemimde halka açılan ve ihraç fiyatı belirleyen 78 anonim şirketin 65 ‘i (%83,33) bu yöntemi kullanmıştır. Şirketlerin en fazla başvurdukları ikinci değerlendirme yöntemi ise tüm dünyada olduğu gibi indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Bu yöntemi ilgili dönemde 52 (%66,66) şirket kullanmıştır. İlgili dönemde en fazla kullanılan üçüncü yöntem ise net aktif değerinin hesaplanması yöntemidir. Sekiz firma (%10,21) bu yöntemi kullanarak değerlendirme yapmış ve halka açılmıştır. Piyasada ağırlıklı olarak kullanılan bu üç yöntemin haricinde firmalar zaman zaman başka yöntemleri de kullanmışlardır. Bunlardan ANHYT 2000 yılında halka açılırken poliçe portföy değerlemesi yöntemini, DENİZ ise 2004 yılında halka açılırken Statik Yöntemi (tobin's Q yöntemi -Warranted Equity Yöntemi) kullanmışlardır. İlgili dönemde firmalar genellikle birden fazla değerlendirme yöntemi kullanmışlardır. Halka açılan ve değerlendirme yapan 78 anonim şirketin 20 tanesi 1 yöntem kullanarak değerlendirme yaparken, 52 şirket en



az 2 değerleme yöntemi kullanmış ve 1 şirkette 3 yöntem kullanarak değerleme yapmıştır. Beş anonim şirket 6'sı borsa yatırım fonu olmak üzere toplam 11 şirketi ise herhangi bir yöntem kullanmadan defter değeri üzerinden halka açılmıştır.

2000–2006 yılları arasında 33 şirket sermaye artırımı yolu ile halka açılırken, 23 şirket halka arz şekli olarak ortak satışı yöntemini, 20 şirket ise halka açılmada hem sermaye artırımını hem de ortak satış yöntemini birlikte kullanmıştır. Diğer taraftan halka arzda aracı kurumlar 68 bakiye yüklenim, 9 kısmen bakiye yüklenim ve 1 en iyi gayret aracılığı yöntemini kullanarak hisse senetlerini halka arz etmişlerdir. Ayrıca bu dönemde halka arzda en çok tercih edilen satış yöntemi 52 halka arzda kullanılan sabit fiyatla talep toplama iken, ikinci en çok tercih edilen yöntem borsada satış 17 halka arzda kullanılmıştır. Halka açılan yatırım ortaklığı şirketleri genellikle defter değerine yakın bir seviyeden halka arz fiyatı belirlediği için bu şirketler genellikle borsada satış yöntemini kullanmışlardır. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi de bu dönemde 9 halka arzda kullanılmıştır.

## 5. İMKB'DE 2000–2006 DÖNEMİNDE HALKA İLK ARZI YAPILAN HİSSE SENETLERİNİN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANS ANALİZİ

Halka ilk arzı yapılan hisse senetlerinin fiyatlarının ne ölçüde doğru tespit edildiği hisse senedi kısa dönem fiyat performans analizi yapılarak tespit edilebilir. Bu bölümde İMKB'de 2000–2006 döneminde halka ilk arzı yapılan şirketlerin kısa dönem fiyat performans analizi yapılarak hisse senedi fiyatlarının düşük veya yüksek tespit edilip edilmediği araştırılmıştır. Analizde 67<sup>3</sup> firmanın hisse senetlerinin günlük, haftalık, aylık ve üç aylık getirileri esas alınmıştır. Analizde önce hisse senedinin basit getirisi;  $R_i = (P_n - P_0) / P_0$  formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Hesaplanan bu basit getiri, ulusal 100 endeksi ile düzeltilerek hisse senedinin düzeltilmiş getirisi;  $AR_i = R_i - R_m$  formülü ile tespit edilmiştir.<sup>4</sup> Şirketlerin halka açılış tarihleri, arz fiyatı, kapanış fiyatı ve İMKB 100 endeks bilgileri İMKB'den alınmıştır.

<sup>3</sup> Bu dönemde halka açılan 6 borsa yatırım fonu, 11 menkul kıymet yatırım ortaklığı analize dahil edilmemiştir. Çünkü bunlar genellikle defter değeri üzerinde halka açılmış ve her hangi bir değerlemeye gidilmemiştir.

<sup>4</sup>  $R_i$ = Hisse Senedinin Basit Getirisi,  $P_n$ = Hisse Senedinin Son İşlem Günü Fiyatı,  $P_0$ =Hisse Senedinin Halka Arz Fiyatı,  $AR_i$ = Hisse Senedinin Düzeltilmiş Getirisi,  $R_m$ =Endeksin Hisse Senedinin Halka Arz günü ile Son İşlem Günü Arasındaki Getirisi

Tablo 3: Hisse senetlerinin İlk Gün Performans Analizi Sonuçları

Şirket Kod adı	Halka Açılma Tarihi	Halka Arz Fiyatı (P <sub>0</sub> )	İlk Gün Kapanış Fiyatı (P <sub>1</sub> )	Ulusal 100 Endeksi	Basit Getiri (R <sub>i</sub> )	İMKB 100 Endeks Getirisi (R <sub>m</sub> )	Düzeltilmiş Getiri (AR <sub>i</sub> )
YAZIC	17.02.2000	53.000,00	56.000,00	15.833,74	0,0566	-0,0311	0,0877
KARSN	21.02.2000	46.000,00	51.500,00	15.363,59	0,1196	-0,0517	0,1713
ANHYT	24.02.2000	26.000,00	31.000,00	13.447,08	0,1923	0,0896	0,1027
NUHCM	24.02.2000	15.000,00	15.250,00	13.447,08	0,0167	0,0896	-0,0729
SKPLC	24.02.2000	16.000,00	16.000,00	13.447,08	0,0000	0,0896	-0,0896
TEBNK	28.02.2000	8.400,00	9.200,00	15.618,18	0,0952	-0,0194	0,1146
ALKIM	02.03.2000	7.200,00	8.800,00	17.199,25	0,2222	-0,0151	0,2373
LIOYS	02.03.2000	12.500,00	12.500,00	17.199,26	0,0000	-0,0151	0,0151
DOBUR	28.03.2000	100.000,00	105.000,00	17.612,22	0,0500	-0,0190	0,0690
ISFIN(ISGEN)	28.03.2000	3.500,00	4.250,00	17.612,22	0,2143	-0,0190	0,2333
ERSU	30.03.2000	9.500,00	9.100,00	16.951,35	-0,0421	-0,0746	0,0325
EGHOL	30.03.2000	2.300,00	2.725,00	16.951,35	0,1848	-0,0746	0,2594
SODA	20.04.2000	7.200,00	8.800,00	16.809,37	0,2222	0,0077	0,2145
BSOKE	03.05.2000	4.500,00	5.450,00	19.406,02	0,2111	-0,0162	0,2273
LOGO	08.05.2000	29.000,00	35.500,00	18.086,12	0,2241	-0,0410	0,2651
SEZGD	11.05.2000	17.500,00	21.250,00	17.777,13	0,2143	0,0067	0,2076
ALYAG	25.05.2000	8.500,00	8.600,00	15.819,80	0,0118	0,0322	-0,0204
ZOREN	25.05.2000	17.000,00	20.750,00	15.819,81	0,2206	0,0322	0,1884
SYBNK	01.06.2000	3.100,00	3.300,00	16.206,42	0,0645	0,0348	0,0297
DENTA	08.06.2000	3.500,00	3.350,00	16.192,37	-0,0429	0,0291	-0,0719
ACIBD	15.06.2000	30.000,00	25.500,00	15.183,92	-0,1500	-0,0144	-0,1356
IPMAT	30.06.2000	16.500,00	17.750,00	14.404,95	0,0758	0,0042	0,0715
AYEN	05.07.2000	48.000,00	52.000,00	14.200,89	0,0833	0,0308	0,0525
VKFRS	05/072000	2.800,00	3.450,00	14.200,89	0,2321	0,0308	0,2013
AKENR	07.07.2000	32.500,00	30.500,00	14.180,32	-0,0615	0,0115	-0,0731
TCELL	11.07.2000	44.000,00	46.500,00	14.868,62	0,0568	-0,0543	0,1111
ESCOM	20.07.2000	23.500,00	23.750,00	13.238,66	0,0106	-0,0238	0,0344
MNDRS	27.07.2000	15.000,00	14.000,00	13.698,67	-0,0667	0,0011	-0,0677
TEKTU	10.08.2000	28.000,00	28.500,00	12.903,70	0,0179	0,0032	0,0146
FVORI	31.08.2000	2.750,00	2.950,00	13.308,02	0,0727	-0,0132	0,0859
SANKO	05.10.2000	16.000,00	16.250,00	11.694,39	0,0156	0,0043	0,0113
LINK	26.10.2000	25.500,00	31.500,00	13.361,10	0,2353	-0,0005	0,2358
EGFIN	26.10.2000	2.600,00	2.600,00	13.361,11	0,0000	-0,0005	0,0005
ALKA	02.11.2000	3.350,00	3.500,00	14.079,07	0,0448	0,0310	0,0137
ARENA	02.11.2000	31.500,00	33.500,00	14.079,07	0,0635	0,0310	0,0324
<b>2000 yılı ortl.</b>					<b>0,0819</b>	<b>0,0022</b>	<b>0,0797</b>
<b>2000 yılı s.spm.</b>					<b>0,1036</b>	<b>0,0394</b>	<b>0,1126</b>
AGYO	14.02.2002	1.150,00	1.125,00	11.826,87	-0,0217	0,0016	-0,0233
BJKAS	20.02.2002	57.500,00	47.000,00	11.517,28	-0,1826	-0,0369	-0,1457
GSRAY	20.02.2002	87.000,00	80.000,00	11.517,28	-0,0805	-0,0369	-0,0435
METUR	23.07.2002	10.400,00	11.750,00	10.116,48	0,1298	0,0017	0,1281
<b>2002 yılı ortl.</b>					<b>-0,0387</b>	<b>-0,0177</b>	<b>-0,0211</b>
<b>202 yılı s.spm.</b>					<b>0,1131</b>	<b>0,0193</b>	<b>0,0978</b>
KOZAD	20.02.2003	7.300,00	8.400,00	11.775,49	0,1507	-0,0090	0,1597
GEREL	14.05.2003	3.100,00	3.350,00	10.590,69	0,0806	-0,0186	0,0993
<b>2003 yılı ortl</b>					<b>0,1157</b>	<b>-0,0138</b>	<b>0,1295</b>
<b>2003 yılı s.spm.</b>					<b>0,0350</b>	<b>0,0048</b>	<b>0,0302</b>
FENER	20.02.2004	10.500,00	12.800,00	18.605,97	0,2190	-0,0001	0,2192
DESA	06.05.2004	2.800,00	3.125,00	18.272,37	0,1161	-0,0355	0,1516
BURVA	17.05.2004	1.850,00	1.680,00	16.531,26	-0,0919	-0,0368	-0,0551
TTRAK	11.06.2004	8.000,00	7.650,00	17.786,42	-0,0438	-0,0069	-0,0369
DOAS	17.06.2004	6.750,00	6.450,00	17.099,00	-0,0444	-0,0116	-0,0329
INDES	24.06.2004	4.500,00	4.475,00	16.820,03	-0,0056	0,0041	-0,0096
SEKFK	23.07.2004	1.400,00	1.350,00	18.628,69	-0,0357	0,0148	-0,0505
PKART	19.08.2004	3.200,00	3.200,00	19.268,05	0,0000	-0,0042	0,0042
DENİZ	01.10.2004	2.875,00	3.080,00	21.953,52	0,0713	-0,0105	0,0818
AFMAS	19.10.2004	14.500,00	11.900,00	22.550,89	-0,1793	0,0000	-0,1793

ISGSY	22.10.2004	3.800,00	3.860,00	22.201,51	0,0158	0,0019	0,0139
<b>2004 yılı ortl.</b>					<b>0,0020</b>	<b>-0,0077</b>	<b>0,0097</b>
<b>2004 yılı s.spm.</b>					<b>0,1011</b>	<b>0,0151</b>	<b>0,1032</b>
AKMGY	15.04.2005	40,00	43,50	24.541,96	0,0875	-0,0281	0,1156
TSPOR	15.04.2005	5,25	5,15	24.541,96	-0,0190	-0,0281	0,0090
BIMAS	15.07.2005	26,60	28,25	28.500,87	0,0620	-0,0026	0,0646
ANELT	13.09.2005	3,74	3,80	32.711,13	0,0160	-0,0052	0,0212
VAKBN	18.11.2005	5,40	6,60	35.127,34	0,2222	0,0053	0,2169
MRTGG	16.12.2005	3,00	3,56	37.631,57	0,1867	0,0023	0,1844
<b>2005 yılı ort</b>					<b>0,0926</b>	<b>-0,0094</b>	<b>0,1020</b>
<b>2005 yılı s.spm</b>					<b>0,0865</b>	<b>0,0136</b>	<b>0,0783</b>
RYSAS	10.02.2006	4,00	4,84	44.117,47	0,2100	0,0149	0,1951
DGATE	10.02.2006	3,50	4,26	44.117,47	0,2171	0,0149	0,2023
YESBE	21.04.2006	3,20	3,20	43.872,79	0,0000	0,0274	-0,0274
SELEC	26.04.2006	5,35	6,50	45.352,51	0,2150	-0,0134	0,2283
ASYAB	12.05.2006	3,50	4,26	43.713,19	0,2171	-0,0399	0,2570
COLLA	12.05.2006	7,25	8,05	43.713,19	0,1103	-0,0399	0,1502
ARMDA	15.06.2006	3,00	2,80	32.899,74	-0,0667	0,0221	-0,0888
SILVR	23.06.2006	2,86	2,64	34.228,99	-0,0769	-0,0320	-0,0449
KAREL	20.10.2006	4,36	4,28	39.823,94	-0,0183	-0,0045	-0,0138
<b>2006 yılı ort</b>					<b>0,0897</b>	<b>-0,0056</b>	<b>0,0953</b>
<b>2006 yılı st.spm</b>					<b>0,1225</b>	<b>0,0254</b>	<b>0,1286</b>
<b>Genel Ortalama</b>					<b>0,0646</b>	<b>-0,0032</b>	<b>0,0678</b>
<b>Genel St.Sapma</b>					<b>0,1116</b>	<b>0,0318</b>	<b>0,1147</b>

Tablo 3 incelendiğinde 2000–2006 döneminde halk arzı gerçekleştirilen ve değerlemeye dahil edilen 67 firmadan 18 tanesi (%27’si) ilk gün kaybettirirken, 23 tanesi (%34’si) %10’dan az, 26 tanesi (%39’u) %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu dönemde halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin ilk gün basit getirileri( $R_i$ ) maksimum %23,53, minimum %-18,26 ve ortalama %6,46 olarak gerçekleşirken, Ulusal 100 (XU100) endeksin günlük maksimum getirisi( $R_m$ ) %8,96, minimum getirisi %-7,46, ortalama getirisi %0,32 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetlerinin düzeltilmiş (endeksten arındırılmış AR<sub>i</sub>) ilk gün getirileri ise maksimum %26,51, minimum %-17,93 ve ortalama %6,78 olarak hesaplanmıştır. 2000–2006 döneminde 67 firma için hesaplanan bu ortalama düzeltilmiş ilk gün getirisi, çeşitli ülkelerde yapılan çalışma sonuçları ile (Tablo 1) karşılaştırıldığında çok düşük gözükmektedir. Bunun nedeni İMKB’de fiyat hareketlerine ilişkin bir sınırlama bulunurken diğer ülkelerde böyle bir sınırlamanın olmamasıdır. İMKB’de hisse senetleri bir seansta ancak bir önceki seansın ağırlıklı ortalamasının %10’u kadar artı veya eksi yönde hareket edebilirler. Buda iki seans sonrasında hisse senetlerinin günlük olarak yaklaşık olarak %21\* civarında bir önceki ağırlıklı ortalamadan artı veya eksi yönde hareket etmesine izin vermektedir. Oysa gelişmiş piyasalarda buna

\* İMKB’de tavan ve taban fiyatlar hesaplanırken bir önceki seansın ağırlıklı ortalaması 1,1 ile çarpıldıktan sonra ortaya çıkan rakam eğer küsuratlı ise tavan fiyatta yukarı, taban fiyat için aşağı olmak üzere en yakın baz fiyata yuvarlanır. Bu nedenle bazen günlük getiriler %23-%24’e kadar çıkabilir.

benzer fiyat marjı uygulaması yoktur. Bu da ortaya çıkan rakamların uluslararası olarak karşılaştırılmasını zorlaştırmaktadır.

2000 yılında halka açılan 35 firmadan 5 tanesi (%14,2'i) ilk gün kaybettirirken 15 tanesi (%42,9'u) %10'dan az, 15 tanesi (%42,9'u) %10'dan fazla kazandırmıştır. 2000 yılında halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %23,53, minimum %-15, ortalama % 8,19 olarak gerçekleşirken XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum%8,96, minimum %-7,46 olmuş, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri ise maksimum %26,51, minimum %-13,56 ve ortamla %7,97 olarak hesaplanmıştır.

2002 yılında halk açılan 4 şirketten üçü (%75'i) ilk gün kaybettirirken, bir tanesi (%25'i) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %12,98, minimum %-18,26 ortalama %-3,87 iken XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum %0,17, minimum %-3,69 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri maksimum %12,81, minimum %-14,57 ve ortamla %-2,11 olarak hesaplanmıştır.

2003 yılında halka açılan 2 şirketten bir tanesi %10'dan az bir tanesi %10'dan fazla kazandırırken kaybettiren olmamıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %15,07, minimum %8,06 ortalama %11,57 iken, XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum %-0,09, minimum %-1,86 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri maksimum %15,97, minimum %9,93 ve ortamla %12,95 olarak hesaplanmıştır.

2004 yılında halka açılan 11 şirketten 6 tanesi (%54,5'i) ilk gün kaybettirirken, 3 tanesi (%27,3'ü) %10'dan az, 2 tanesi (%18,2'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %21,90, minimum %-17,93 ortalama %5,70 iken, XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum %1,48, minimum%-3,68 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri maksimum %21,92, minimum %-17,93 ve ortamla %6,26 olarak hesaplanmıştır.

2005 yılında halka açılan 6 şirketten 21tanesi (%16,7'si) ilk gün kaybettirirken, 3 tanesi (%50'si) %10'dan az, 2 tanesi (%33,3'ü) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %22,22, minimum %-1,90 ortalama %9,26 iken XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum %0,53, minimum %-2,81 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri maksimum %21,69, minimum %0,90 ve ortamla %10,20 olarak hesaplanmıştır.

2006 yılında halka açılan 9 şirketten 3 tanesi(%33,3'ü) ilk gün kaybettirirken, 1 tanesi (%11,1'i) %10'dan az, 5 tanesi (%55,6'sı) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk gün basit getirileri maksimum %21,71, minimum %-7,69 ortalama %8,97 iken XU100 endeksinin günlük getirisi maksimum %2,74 olurken minimum %-3,99 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk günlük getirileri maksimum %25,70, minimum %-8,88 ve ortamla %9,53 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4: Hisse senetlerinin İlk Hafta Performans Analizi Sonuçları

Şirket Kod adı	Halka Açılma Tarihi	Halka Arz Fiyatı (P <sub>0</sub> )	İlk Hafta Kapanış Fiyatı (P <sub>n</sub> )	Ulusal 100 Endeksi	Basit Getiri (R <sub>i</sub> )	İMKB 100 Endeks Getirisi (R <sub>m</sub> )	Düzeltilmiş Getiri (AR <sub>i</sub> )
YAZIC	17.02.2000	53.000,00	43.500,00	14.652,08	-0,2232	-0,0746	-0,1486
KARSN	21.02.2000	46.000,00	55.000,00	15.315,29	0,0680	-0,0031	0,0711
ANHYT	24.02.2000	26.000,00	30.000,00	16.939,68	-0,0323	0,2597	-0,2920
NUHCM	24.02.2000	15.000,00	16.750,00	16.939,68	0,0984	0,2597	-0,1614
SKPLC	24.02.2000	16.000,00	15.500,00	16.939,68	-0,0313	0,2597	-0,2910
TEBNK	28.02.2000	8.400,00	8.400,00	16.563,36	-0,0870	0,0605	-0,1475
ALKIM	02.03.2000	7.200,00	9.500,00	18.314,72	0,0795	0,0649	0,0147
LJOYS	02.03.2000	12.500,00	10.750,00	18.314,73	-0,1400	0,0649	-0,2049
DOBUR	28.03.2000	100.000,00	95.000,00	16.216,02	-0,0952	-0,0793	-0,0160
ISFIN(ISGEN)	28.03.2000	3.500,00	4.500,00	16.216,02	0,0588	-0,0793	0,1381
ERSU	30.03.2000	9.500,00	15.000,00	16.916,72	0,6484	-0,0020	0,6504
EGHOL	30.03.2000	2.300,00	2.800,00	16.916,73	0,0275	-0,0020	0,0296
SODA	20.04.2000	7.200,00	9.500,00	18.470,06	0,0795	0,0988	-0,0193
BSOKE	03.05.2000	4.500,00	4.650,00	17.777,13	-0,1468	-0,0839	-0,0629
LOGO	08.05.2000	29.000,00	50.000,00	17.013,03	0,4085	-0,0593	0,4678
SEZGD	11.05.2000	17.500,00	17.750,00	16.449,27	-0,1647	-0,0747	-0,0900
ALYAG	25.05.2000	8.500,00	7.300,00	16.770,16	-0,1512	0,0601	-0,2112
ZOREN	25.05.2000	17.000,00	27.000,00	16.770,17	0,3012	0,0601	0,2411
SYBNK	01.06.2000	3.100,00	3.150,00	16.662,95	-0,0455	0,0282	-0,0736
DENTA	08.06.2000	3.500,00	2.850,00	14.966,02	-0,1493	-0,0757	-0,0735
ACIBD	15.06.2000	30.000,00	23.500,00	14.885,15	-0,0784	-0,0197	-0,0588
IPMAT	30.06.2000	16.500,00	19.250,00	14.343,87	0,0845	-0,0042	0,0887
AYEN	05.07.2000	48.000,00	48.000,00	13.857,72	-0,0769	-0,0242	-0,0528
VKFRS	05/072000	2.800,00	6.600,00	13.857,72	0,9130	-0,0242	0,9372
AKENR	07.07.2000	32.500,00	30.500,00	13.521,81	0,0000	-0,0464	0,0464
TECELL	11.07.2000	44.000,00	42.500,00	12.736,96	-0,0860	-0,1434	0,0573
ESCOM	20.07.2000	23.500,00	22.500,00	13.713,50	-0,0526	0,0359	-0,0885
MNDRS	27.07.2000	15.000,00	18.000,00	14.036,77	0,2857	0,0247	0,2610
TEKTU	10.08.2000	28.000,00	28.500,00	12.961,42	0,0000	0,0045	-0,0045
FVORI	31.08.2000	2.750,00	6.700,00	12.297,44	1,2712	-0,0759	1,3471
SANKO	05.10.2000	16.000,00	16.250,00	13.145,09	0,0000	0,1241	-0,1241
LINK	26.10.2000	25.500,00	29.500,00	14.516,18	-0,0635	0,0865	-0,1499
EGFIN	26.10.2000	2.600,00	2.000,00	14.516,18	-0,2308	0,0865	-0,3172
ALKA	02.11.2000	3.350,00	3.150,00	13.740,15	-0,1000	-0,0241	-0,0759
ARENA	02.11.2000	31.500,00	29.000,00	13.740,15	-0,1343	-0,0241	-0,1103
<b>2000 yılı ortl.</b>					<b>0,0639</b>	<b>0,0188</b>	<b>0,0451</b>
<b>2000 yılı s.spm.</b>					<b>0,3115</b>	<b>0,0961</b>	<b>0,3359</b>
AGYO	14.02.2002	1.150,00	880,00	11.165,82	-0,2178	-0,0559	-0,1619
BJKAS	20.02.2002	57.500,00	37.000,00	11.186,75	-0,2128	-0,0287	-0,1841
GSRAY	20.02.2002	87.000,00	75.000,00	11.186,75	-0,0625	-0,0287	-0,0338
METUR	23.07.2002	10.400,00	13.000,00	10.344,17	0,1064	0,0225	0,0839
<b>2002 yılı ortl.</b>					<b>-0,0967</b>	<b>-0,0227</b>	<b>-0,0740</b>
<b>2002 yılı s.spm.</b>					<b>0,1328</b>	<b>0,0284</b>	<b>0,1077</b>
KOZAD	20.02.2003	7.300,00	9.100,00	11.486,83	0,0833	-0,0245	0,1078
GEREL	14.05.2003	3.100,00	4.025,00	10.540,85	0,2015	-0,0047	0,2062
<b>2003 yılı ortl.</b>					<b>0,1424</b>	<b>-0,0146</b>	<b>0,1570</b>
<b>2003 yılı s.spm.</b>					<b>0,0591</b>	<b>0,0099</b>	<b>0,0492</b>
FENER	20.02.2004	10.500,00	14.300,00	18.889,20	0,1172	0,0152	0,1020
DESA	06.05.2004	2.800,00	2.825,00	16.645,92	-0,0960	-0,0890	-0,0070
BURVA	17.05.2004	1.850,00	1.560,00	17.167,42	-0,0714	0,0385	-0,1099
TTRAK	11.06.2004	8.000,00	6.650,00	16.964,08	-0,1307	-0,0462	-0,0845
DOAS	17.06.2004	6.750,00	5.550,00	16.888,60	-0,1395	-0,0123	-0,1272
INDES	24.06.2004	4.500,00	4.300,00	18.290,31	-0,0391	0,0874	-0,1265
SEKFK	23.07.2004	1.400,00	1.270,00	19.380,86	-0,0593	0,0404	-0,0996
PKART	19.08.2004	3.200,00	3.100,00	19.572,29	-0,0313	0,0158	-0,0470
DENİZ	01.10.2004	2.875,00	3.060,00	22.951,36	-0,0065	0,0455	-0,0519
AFMAS	19.10.2004	14.500,00	11.900,00	22.142,50	0,0000	-0,0181	0,0181
ISGSY	22.10.2004	3.800,00	3.820,00	22.587,94	-0,0104	0,0174	-0,0278
<b>2004 yılı ortl.</b>					<b>-0,0425</b>	<b>0,0086</b>	<b>-0,0510</b>

<b>2004 yılı s.spm.</b>					<b>0,0681</b>	<b>0,0461</b>	<b>0,0668</b>
AKMGY	15.04.2005	40,00	40,75	24.730,75	-0,0632	0,0077	-0,0709
TSPOR	15.04.2005	5,25	4,96	24.730,75	-0,0369	0,0077	-0,0446
BIMAS	15.07.2005	26,60	28,25	29.188,09	0,0000	0,0241	-0,0241
ANELT	13.09.2005	3,74	4,14	33.674,54	0,0895	0,0295	0,0600
VAKBN	18.11.2005	5,40	6,15	36.759,89	-0,0682	0,0465	-0,1147
MRTGG	16.12.2005	3,00	4,08	38.919,51	0,1461	0,0342	0,1118
<b>2005 yılı ortl.</b>					<b>0,0112</b>	<b>0,0249</b>	<b>-0,0137</b>
<b>2005 yılı s.spm.</b>					<b>0,0802</b>	<b>0,0139</b>	<b>0,0772</b>
RYSAS	10.02.2006	4,00	4,80	46.244,32	-0,0083	0,0482	-0,0565
DGATE	10.02.2006	3,50	5,35	46.244,32	0,2559	0,0482	0,2077
VESBE	21.04.2006	3,20	2,86	43.880,43	-0,1063	0,0002	-0,1064
SELEC	26.04.2006	5,35	6,55	44.647,82	0,0077	-0,0155	0,0232
ASYAB	12.05.2006	3,50	4,42	36.351,06	0,0376	-0,1684	0,2060
CCOLA	12.05.2006	7,25	7,55	36.351,06	-0,0621	-0,1684	0,1063
ARMDA	15.06.2006	3,00	2,29	34.228,99	-0,1821	0,0404	-0,2225
SILVR	23.06.2006	2,86	2,56	35.453,31	-0,0303	0,0358	-0,0661
KAREL	20.10.2006	4,36	4,18	40.683,25	-0,0234	0,0216	-0,0449
<b>2006 yılı ortl.</b>					<b>-0,0124</b>	<b>-0,0176</b>	<b>0,0052</b>
<b>2006 yılı s.spm.</b>					<b>0,1132</b>	<b>0,0831</b>	<b>0,1365</b>
<b>Genel Ortalama</b>					<b>0,0242</b>	<b>0,0093</b>	<b>0,0149</b>
<b>Genel St.Sapma</b>					<b>0,2407</b>	<b>0,0801</b>	<b>0,2566</b>

Tablo 4 incelendiğinde 2000–2006 döneminde halk arzı gerçekleştirilen ve değerlemeye dahil edilen 67 firmadan 40 tanesi (%59,7’si) ilk hafta kaybettirirken, 16 tanesi (%23,9’u) %10’dan az, 11 tanesi (%16’4’ü) %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu dönemde halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin ilk hafta basit getirileri( $R_i$ ) maksimum %127,12, minimum %-23,08 ve ortalama %2,42 olarak gerçekleşirken, Ulusal 100 (XU100) endeksin günlük maksimum getirisi( $R_m$ ) %25,97, minimum getirisi %-16,84, ortalama getirisi %0,93 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetlerinin düzeltilmiş (endeksten arındırılmış  $AR_i$ ) ilk gün getirileri ise maksimum %134,71, minimum %-31,72 ve ortalama %1,49 olarak hesaplanmıştır.

2000 yılında halka açılan 35 firmadan 19 tanesi (%54,3’ü) ilk gün kaybettirirken 10 tanesi (%28,6’sı) %10’dan az, 6 tanesi (%17’si) %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %127,12, minimum %-23,08 ortalama %6,39 iken XU100 endeksinin haftalık getirisi maksimum %25,97 olurken minimum %-14,34 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk haftalık getirileri maksimum %134,71, minimum %-31,72 ve ortamları %4,51 olarak hesaplanmıştır.

2002 yılında halka açılan 4 şirketten 3(%75’i) tanesi ilk hafta kaybettirirken, 1 tanesi (%25’i) %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %10,64, minimum %-21,28 ortalama %-9,67 iken XU100 endeksinin haftalık getirisi maksimum %2,25, minimum %-2,87 seviyesinde olup hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk hafta getirileri ise maksimum %8,39 minimum %-18,41 ve ortamları %-7,40 olarak hesaplanmıştır.

2003 yılında halka açılan 2 şirketten 1 tanesi(%50’si) ilk hafta %10’dan az, 1 tanesi(%50’si) %10’dan çok kazandırırken, kaybettiren olmamıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %20,15 minimum %8,33, ortalama %14,24 iken, XU100 endeksinin haftalık getirisi

maksimum %-0,47, minimum %-2,45 seviyesinde olup hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk hafta getirileri ise maksimum %20,62 minimum %10,78 ve ortamla %15,70 olarak hesaplanmıştır.

2004 yılında halka açılan 11 şirketten 9 tanesi (%81,8'i) ilk hafta kaybettirirken, 1 tanesi (%9,1'i) %10'dan az, 1 tanesi (%9,1'i) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %11,72 minimum %-13,95 ortalama %0,10 iken, XU100 endeksinin haftalık getirisi maksimum %8,74, minimum %-8,90 seviyesinde olup hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk hafta getirileri ise maksimum %10,20 minimum %-12,72 ve ortamla %-0,49 olarak hesaplanmıştır.

2005 yılında halka açılan 6 şirketten 3 tanesi (%50'si) ilk hafta kaybettirirken, 2 tanesi (%33,3'ü) %10'dan az, 1 tanesi (%16,7'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %14,61 minimum %-6,82 ortalama %1,12 iken, XU100 endeksinin haftalık getirisi maksimum %4,65 minimum %0,77 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk hafta getirileri ise maksimum %11,18 minimum %-11,47 ve ortamla %-1,37 olarak hesaplanmıştır.

2006 yılında halka açılan 9 şirketten 6 tanesi (66,7'si) ilk hafta kaybettirirken, 2 tanesi (%22,2'si) %10'dan az, 1 tanesi (%11,1'i) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk hafta basit getirileri maksimum %25,59 minimum %-18,21 ortalama %-1,24 iken, XU100 endeksinin haftalık getirisi maksimum %4,82 olurken minimum %-16,84 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk hafta getirileri ise maksimum %20,77 minimum %-22,25 ve ortamla %0,52 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 5: Hisse senetlerinin İlk Ay Performans Analizi Sonuçları

Şirket Kod adı	Halka Açılma Tarihi	Halka Arz Fiyatı (P <sub>0</sub> )	İlk ay Kapanış Fiyatı (P <sub>1</sub> )	Ulusal 100 Endeksi	Basit Getiri (R <sub>i</sub> )	İMKB 100 Endeks Getirisi (R <sub>m</sub> )	Düzeltilmiş Getiri (AR <sub>i</sub> )
YAZIC	17.02.2000	53.000,00	39.000,00	17.443,92	-0,3036	0,1017	-0,4053
KARSN	21.02.2000	46.000,00	77.000,00	16.823,26	0,4951	0,0950	0,4001
ANHYT	24.02.2000	26.000,00	29.500,00	17.612,22	-0,0484	0,3097	-0,3581
NUHCM	24.02.2000	15.000,00	19.750,00	17.612,23	0,2951	0,3097	-0,0147
SKPLC	24.02.2000	16.000,00	16.000,00	17.612,24	0,0000	0,3097	-0,3097
TEBnk	28.02.2000	8.400,00	7.800,00	16.951,35	-0,1522	0,0854	-0,2375
ALKİM	02.03.2000	7.200,00	8.000,00	15.760,80	-0,0909	-0,0836	-0,0073
LİOYS	02.03.2000	12.500,00	9.000,00	15.760,80	-0,2800	-0,0836	-0,1964
DOBUR	28.03.2000	100.000,00	130.000,00	18.470,06	0,2381	0,0487	0,1894
İSFİN(İSGEN)	28.03.2000	3.500,00	6.400,00	18.470,06	0,5059	0,0487	0,4572
ERSU	30.03.2000	9.500,00	28.500,00	19.059,41	2,1319	0,1244	2,0075
EGHOL	30.03.2000	2.300,00	3.000,00	19.059,41	0,1009	0,1244	-0,0234
SODA	20.04.2000	7.200,00	8.000,00	16.241,29	-0,0909	-0,0338	-0,0571
BSOKE	03.05.2000	4.500,00	4.100,00	16.520,05	-0,2477	-0,1487	-0,0990
LOGO	08.05.2000	29.000,00	67.000,00	16.192,37	0,8873	-0,1047	0,9920
SEZGD	11.05.2000	17.500,00	16.250,00	15.902,91	-0,2353	-0,1054	-0,1299
ALYAG	25.05.2000	8.500,00	6.300,00	14.632,86	-0,2674	-0,0750	-0,1924
ZOREN	25.05.2000	17.000,00	24.750,00	14.632,87	0,1928	-0,0750	0,2678
SYBNK	01.06.2000	3.100,00	2.550,00	14.348,44	-0,2273	-0,1146	-0,1126
DENTA	08.06.2000	3.500,00	2.600,00	14.868,62	-0,2239	-0,0818	-0,1421
ACİBD	15.06.2000	30.000,00	35.000,00	12.801,78	0,3725	-0,1569	0,5294
İPMAT	30.06.2000	16.500,00	32.500,00	13.870,23	0,8310	-0,0371	0,8681
AYEN	05.07.2000	48.000,00	47.500,00	13.789,00	-0,0865	-0,0290	-0,0575
VKFRS	05/072000	2.800,00	5.900,00	13.789,00	0,7101	-0,0290	0,7391

AKENR	07.07.2000	32.500,00	29.000,00	13.464,74	-0,0492	-0,0505	0,0013
TCELL	11.07.2000	44.000,00	42.500,00	12.945,09	-0,0860	-0,1294	0,0433
ESCOM	20.07.2000	23.500,00	23.750,00	12.776,02	0,0000	-0,0349	0,0349
MNDRS	27.07.2000	15.000,00	27.000,00	12.960,69	0,9286	-0,0539	0,9824
TEKTU	10.08.2000	28.000,00	56.000,00	11.562,80	0,9649	-0,1039	1,0688
FVORI	31.08.2000	2.750,00	3.400,00	11.411,53	0,1525	-0,1425	0,2950
SANKO	05.10.2000	16.000,00	20.750,00	14.369,45	0,2769	0,2287	0,0482
LINK	26.10.2000	25.500,00	16.500,00	10.596,50	-0,4762	-0,2069	-0,2693
EGFIN	26.10.2000	2.600,00	1.450,00	10.596,50	-0,4423	-0,2069	-0,2354
ALKA	02.11.2000	3.350,00	1.350,00	7.329,61	-0,6143	-0,4794	-0,1349
ARENA	02.11.2000	31.500,00	8.500,00	7.329,61	-0,7463	-0,4794	-0,2669
<b>2000 yılı ortl.</b>					<b>0,1262</b>	<b>-0,0360</b>	<b>0,1622</b>
<b>2000 yılı s.spm.</b>					<b>0,5496</b>	<b>0,1753</b>	<b>0,5115</b>
AGYO	14.02.2002	1.150,00	690,00	10.604,90	-0,3867	-0,1033	-0,2833
BJKAS	20.02.2002	57.500,00	25.500,00	11.791,59	-0,4574	0,0238	-0,4813
GSRAY	20.02.2002	87.000,00	62.000,00	11.791,59	-0,2250	0,0238	-0,2488
METUR	23.07.2002	10.400,00	19.000,00	9.463,61	0,6170	-0,0645	0,6816
<b>2002 yılı ortl.</b>					<b>-0,1130</b>	<b>-0,0301</b>	<b>-0,0830</b>
<b>2002 yılı s.spm.</b>					<b>0,4298</b>	<b>0,0556</b>	<b>0,4502</b>
KOZAD	20.02.2003	7.300,00	7.600,00	8.892,65	-0,0952	-0,2448	0,1496
GEREL	14.05.2003	3.100,00	3.750,00	10.713,85	0,1194	0,0116	0,1078
<b>2003 yılı ortl.</b>					<b>0,0121</b>	<b>-0,1166</b>	<b>0,1287</b>
<b>2003 yılı s.spm.</b>					<b>0,1073</b>	<b>0,1282</b>	<b>0,2009</b>
FENER	20.02.2004	10.500,00	12.100,00	20.167,21	-0,0547	0,0839	-0,1386
DESA	06.05.2004	2.800,00	2.350,00	18.020,29	-0,2480	-0,0138	-0,2342
BURVA	17.05.2004	1.850,00	1.430,00	17.099,00	-0,1488	0,0343	-0,1832
TTRAK	11.06.2004	8.000,00	6.250,00	18.368,44	-0,1830	0,0327	-0,2157
DOAS	17.06.2004	6.750,00	5.750,00	18.944,98	-0,1085	0,1080	-0,2165
INDES	24.06.2004	4.500,00	4.025,00	18.645,38	-0,1006	0,1085	-0,2091
SEKFK	23.07.2004	1.400,00	1.160,00	19.363,67	-0,1407	0,0395	-0,1802
PKART	19.08.2004	3.200,00	4.225,00	20.373,42	0,3203	0,0574	0,2629
DENİZ	01.10.2004	2.875,00	2.860,00	22.857,94	-0,0714	0,0412	-0,1126
AFMAS	19.10.2004	14.500,00	11.000,00	23.132,59	-0,0756	0,0258	-0,1014
ISGSY	22.10.2004	3.800,00	3.760,00	22.931,37	-0,0259	0,0329	-0,0588
<b>2004 yılı ortl.</b>					<b>-0,0761</b>	<b>0,0500</b>	<b>-0,1261</b>
<b>2004 yılı s.spm.</b>					<b>0,1389</b>	<b>0,0353</b>	<b>0,1341</b>
AKMGY	15.04.2005	40,00	39,75	24.921,28	-0,0862	0,0155	-0,1017
TSPOR	15.04.2005	5,25	4,88	24.921,28	-0,0524	0,0155	-0,0679
BIMAS	15.07.2005	26,60	28,28	28.074,94	0,0011	-0,0149	0,0160
ANELT	13.09.2005	3,74	4,04	32.054,34	0,0632	-0,0201	0,0832
VAKBN	18.11.2005	5,40	7,05	37.960,13	0,0682	0,0806	-0,0125
MRTGG	16.12.2005	3,00	5,45	43.628,83	0,5309	0,1594	0,3715
<b>2005 yılı ortl.</b>					<b>0,0874</b>	<b>0,0393</b>	<b>0,0481</b>
<b>2005 yılı s.spm.</b>					<b>0,2061</b>	<b>0,0629</b>	<b>0,1562</b>
RYSAS	10.02.2006	4,00	5,40	44.345,95	0,1157	0,0052	0,1105
DGATE	10.02.2006	3,50	5,40	44.345,95	0,2676	0,0052	0,2624
VESBE	21.04.2006	3,20	2,36	36.351,06	-0,2625	-0,1714	-0,0911
SELEC	26.04.2006	5,35	6,45	38.593,47	-0,0077	-0,1490	0,1413
ASYAB	12.05.2006	3,50	3,44	34.330,32	-0,1925	-0,2146	0,0222
COLLA	12.05.2006	7,25	7,65	34.330,33	-0,0497	-0,2146	0,1650
ARMDA	15.06.2006	3,00	1,71	32.702,89	-0,3893	-0,0060	-0,3833
SILVR	23.06.2006	2,86	2,10	34.959,03	-0,2045	0,0213	-0,2259
KAREL	20.10.2006	4,36	3,90	38.346,57	-0,0888	-0,0371	-0,0517
<b>2006 yılı ortl.</b>					<b>-0,0902</b>	<b>-0,0846</b>	<b>-0,0056</b>
<b>2006 yılı s.spm.</b>					<b>0,1890</b>	<b>0,0950</b>	<b>0,1936</b>
<b>Genel Ortalama</b>					<b>0,0427</b>	<b>-0,0237</b>	<b>0,0664</b>
<b>Genel St.Sapma</b>					<b>0,4369</b>	<b>0,1434</b>	<b>0,4147</b>

Tablo 5 incelendiğinde 2000–2006 döneminde halk arzı gerçekleştirilen ve değerlemeye dahil edilen 67 firmadan 41 tanesi (%61,2’i) ilk ay kaybettirirken, 5 tanesi (%7,5’i) %10’dan az, 21 tanesi (%31,3’ü) %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu dönemde halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse



senetlerinin ilk ay basit getirileri( $R_i$ ) maksimum %213,19, minimum %-74,63 ve ortalama %4,27 olarak gerçekleşirken, Ulusal 100 (XU100) endeksin aylık maksimum getirisi( $R_m$ ) %30,97, minimum getirisi %-47,94, ortalama getirisi %-2,37 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetlerinin düzeltilmiş (endeksten arındırılmış  $AR_i$ ) ilk ay getirileri ise maksimum %200,75, minimum %-48,13 ve ortalama %6,64 olarak hesaplanmıştır.

2000 yılında halka açılan 35 şirketten 18 tanesi(%51,4'ü) ilk ay kaybettirirken 2 tanesi (%5,7'si) %10'dan az, 15 tanesi (%42,9'u) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %231,19 minimum %-74,63 ortalama %12,62 iken, XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %30,97, minimum %-47,94 seviyesinde olup hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %200,75 minimum %-40,53 ve ortamları %16,22 olarak hesaplanmıştır.

2002 yılında halka açılan 4 şirketten 3 tanesi (%75'i) ilk ay kaybettirirken 1 tanesi (%25'i) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %61,70 minimum %-45,74 ortalama %-11,30 iken XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %2,38, minimum %-6,45 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %68,16 minimum %-48,13 ve ortamları %-8,30 olarak hesaplanmıştır.

2003 yılında halka açılan 2 şirketten 1 tanesi(%50'si) kaybettirirken, 1 tanesi (%50'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %11,94 minimum %-9,52 ortalama %1,21 iken, XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %1,16, minimum %-24,48 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %14,96, minimum %10,78 ve ortamları %12,87 olarak hesaplanmıştır.

2004 yılında halka açılan 11 şirketten 10 tanesi(%91'i) kaybettirirken 1 tanesi (%9'u) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %32,03, minimum %-24,80 ortalama %0,81 iken, XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %10,85, minimum %-1,38 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %26,29 minimum %-23,42 ve ortamları %-3,75 olarak hesaplanmıştır.

2005 halka açılan 6 şirketten 2 tanesi (%33,3'ü) kaybettirirken, 3 tanesi (%50'si) %10'dan az, 1 tanesi (%16,7'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %53,09, minimum %-5,24, ortalama %8,74 iken, XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %15,94, minimum %-2,01 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %37,15, minimum %-6,79 ve ortamları %4,81 olarak hesaplanmıştır.

2006 yılında halka açılan 9 şirketten 7 tanesi(%77,8'i) kaybettirirken, 2 tanesi (%22,2'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin ilk ay basit getirileri maksimum %26,76, minimum %-38,93 ortalama %-9,02 iken, XU100 endeksinin aylık getirisi maksimum %2,13, minimum %-21,46

seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş ilk ay getirileri ise maksimum %26,24 minimum %-38,33 ve ortamla %-0,56 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6: Hisse senetlerinin İlk Üç Ay Performans Analizi Sonuçları

	Halka Açılma Tarihi	Halka Arz Fiyatı (P <sub>0</sub> )	İlk Üç ay Kapanış Fiyatı (P <sub>1</sub> )	Ulusal 100 Endeksi	Basit Getiri (R <sub>i</sub> )	İMKB 100 Endeksi Getirisi (R <sub>m</sub> )	Düzeltilmiş Getiri (AR <sub>i</sub> )
YAZIC	17.02.2000	53.000,00	49.000,00	16.925,31	-0,1250	0,0689	-0,1939
KARSN	21.02.2000	46.000,00	68.000,00	16.241,29	0,3204	0,0571	0,2633
ANHYT	24.02.2000	26.000,00	27.500,00	15.819,80	-0,1129	0,1764	-0,2894
NUHCM	24.02.2000	15.000,00	27.500,00	15.819,80	0,8033	0,1764	0,6268
SKPLC	24.02.2000	16.000,00	15.250,00	15.819,80	-0,0469	0,1764	-0,2233
TEBNK	28.02.2000	8.400,00	6.600,00	15.884,12	-0,2826	0,0170	-0,2996
ALKIM	02.03.2000	7.200,00	11.500,00	16.206,42	0,3068	-0,0577	0,3645
LIOYS	02.03.2000	12.500,00	9.600,00	16.206,42	-0,2320	-0,0577	-0,1743
DOBUR	28.03.2000	100.000,00	109.162,51	14.632,86	0,0396	-0,1692	0,2088
ISFIN(ISGEN)	28.03.2000	3.500,00	6.600,00	14.632,86	0,5529	-0,1692	0,7221
ERSU	30.03.2000	9.500,00	40.000,00	14.790,18	3,3956	-0,1275	3,5231
EGHOL	30.03.2000	2.300,00	2.125,00	14.790,18	-0,2202	-0,1275	-0,0927
SODA	20.04.2000	7.200,00	6.100,00	13.238,66	-0,3068	-0,2124	-0,0944
BSOKE	03.05.2000	4.500,00	4.100,00	14.100,26	-0,2477	-0,2734	0,0257
LOGO	08.05.2000	29.000,00	58.000,00	13.464,74	0,6338	-0,2555	0,8893
SEZGD	11.05.2000	17.500,00	14.000,00	12.903,70	-0,3412	-0,2741	-0,0670
ALYAG	25.05.2000	8.500,00	6.300,00	13.185,83	-0,2674	-0,1665	-0,1009
ZOREN	25.05.2000	17.000,00	20.500,00	13.185,84	-0,0120	-0,1665	0,1545
SYBNK	01.06.2000	3.100,00	2.550,00	13.132,06	-0,2273	-0,1897	-0,0376
DENTA	08.06.2000	3.500,00	4.000,00	13.039,63	0,1940	-0,1947	0,3887
ACIBD	15.06.2000	30.000,00	38.000,00	11.769,59	0,4902	-0,2249	0,7151
IPMAT	30.06.2000	16.500,00	58.000,00	11.293,28	2,2676	-0,2160	2,4836
AYEN	05.07.2000	48.000,00	45.500,00	11.567,43	-0,1250	-0,1854	0,0604
VKFRS	05/07/2000	2.800,00	8.600,00	11.567,43	1,4928	-0,1854	1,6782
AKENR	07.07.2000	32.500,00	24.000,00	11.744,98	-0,2131	-0,1717	-0,0414
TCELL	11.07.2000	44.000,00	30.500,00	12.070,97	-0,3441	-0,1882	-0,1559
ESCOM	20.07.2000	23.500,00	35.500,00	13.521,96	0,4947	0,0214	0,4733
MNDRS	27.07.2000	15.000,00	28.500,00	13.361,10	1,0357	-0,0246	1,0604
TEKTU	10.08.2000	28.000,00	29.000,00	13.581,34	0,0175	0,0525	-0,0350
FVORI	31.08.2000	2.750,00	1.300,00	9.512,51	-0,5593	-0,2852	-0,2741
SANKO	05.10.2000	16.000,00	12.250,00	9.137,44	-0,2462	-0,2186	-0,0275
LINK	26.10.2000	25.500,00	14.000,00	10.884,58	-0,5556	-0,1854	-0,3702
EGFIN	26.10.2000	2.600,00	1.850,00	10.884,59	-0,2885	-0,1854	-0,1031
ALKA	02.11.2000	3.350,00	1.550,00	10.685,07	-0,5571	-0,2411	-0,3161
ARENA	02.11.2000	31.500,00	13.250,00	10.685,08	-0,6045	-0,2411	-0,3634
<b>2000 yılı ortl.</b>					<b>0,1751</b>	<b>-0,1214</b>	<b>0,2965</b>
<b>2000 yılı s.spm.</b>					<b>0,8142</b>	<b>0,1332</b>	<b>0,8127</b>
AGYO	14.02.2002	1.150,00	900,00	11.402,18	-0,2000	-0,0359	-0,1641
BJKAS	20.02.2002	57.500,00	19.500,00	10.895,70	-0,5851	-0,0540	-0,5311
GSRAY	20.02.2002	87.000,00	55.000,00	10.895,71	-0,3125	-0,0540	-0,2585
METUR	23.07.2002	10.400,00	25.000,00	9.997,50	1,1277	-0,0118	1,1394
<b>2002 yılı ortl.</b>					<b>0,0075</b>	<b>-0,0389</b>	<b>0,0464</b>
<b>2002 yılı s.spm.</b>					<b>0,6617</b>	<b>0,0173</b>	<b>0,6453</b>
KOZAD	20.02.2003	7.300,00	7.100,00	10.540,85	-0,1548	-0,1048	-0,0499
GEREL	14.05.2003	3.100,00	5.950,00	11.860,11	0,7761	0,1199	0,6563
<b>2003 yılı ortl.</b>					<b>0,3107</b>	<b>0,0075</b>	<b>0,3032</b>
<b>2003 yılı s.spm.</b>					<b>0,4654</b>	<b>0,1124</b>	<b>0,3531</b>
FENER	20.02.2004	10.500,00	10.700,00	16.334,21	-0,1641	-0,1221	-0,0420
DESA	06.05.2004	2.800,00	2.340,00	19.048,52	-0,2512	0,0425	-0,2937
BURVA	17.05.2004	1.850,00	1.590,00	18.832,15	-0,0536	0,1392	-0,1928
TTRAK	11.06.2004	8.000,00	7.100,00	21.398,03	-0,0719	0,2031	-0,2749
DOAS	17.06.2004	6.750,00	5.250,00	21.616,45	-0,1860	0,2642	-0,4502
INDES	24.06.2004	4.500,00	4.125,00	21.491,42	-0,0782	0,2777	-0,3559
SEKFK	23.07.2004	1.400,00	1.330,00	22.201,51	-0,0148	0,1918	-0,2066
PKART	19.08.2004	3.200,00	5.250,00	22.566,40	0,6406	0,1712	0,4694

DENİZ	01.10.2004	2,875,00	3,220,00	25.445,15	0,0455	0,1590	-0,1136
AFMAS	19.10.2004	14.500,00	9.650,00	25.308,25	-0,1891	0,1223	-0,3113
ISGSY	22.10.2004	3.800,00	3.500,00	26.469,43	-0,0933	0,1922	-0,2855
<b>2004 yılı ortl.</b>					<b>-0,0378</b>	<b>0,1492</b>	<b>-0,1870</b>
<b>2004 yılı s.spm.</b>					<b>0,2297</b>	<b>0,1056</b>	<b>0,2335</b>
AKMGY	15.04.2005	40,00	39,50	28.500,87	-0,0920	0,1613	-0,2533
TSPOR	15.04.2005	5,25	4,30	28.500,87	-0,1650	0,1613	-0,3264
BIMAS	15.07.2005	26,60	34,33	32.054,34	0,2152	0,1247	0,0905
ANELT	13.09.2005	3,74	5,65	38.202,19	0,4868	0,1679	0,3190
VAKBN	18.11.2005	5,40	8,75	45.361,34	0,3258	0,2913	0,0344
MRTGG	16.12.2005	3,00	12,90	44.051,34	2,6236	0,1706	2,4530
<b>2005 yılı ortl.</b>					<b>0,5657</b>	<b>0,1795</b>	<b>0,3862</b>
<b>2005 yılı s.spm.</b>					<b>0,9476</b>	<b>0,0523</b>	<b>0,9490</b>
RYSAS	10.02.2006	4,00	5,35	43.713,19	0,1054	-0,0092	0,1145
DGATE	10.02.2006	3,50	4,42	43.713,19	0,0376	-0,0092	0,0467
VESBE	21.04.2006	3,20	1,66	35.311,04	-0,4813	-0,1951	-0,2861
SELEC	26.04.2006	5,35	5,55	35.264,40	-0,1462	-0,2224	0,0763
ASYAB	12.05.2006	3,50	3,80	37.389,25	-0,1080	-0,1447	0,0367
CCOLA	12.05.2006	7,25	6,85	37.389,25	-0,1491	-0,1447	-0,0044
ARMDA	15.06.2006	3,00	1,88	37.774,59	-0,3286	0,1482	-0,4767
SILVR	23.06.2006	2,86	2,20	37.790,82	-0,1667	0,1041	-0,2707
KAREL	20.10.2006	4,36	3,56	40.256,29	-0,1682	0,0109	-0,1791
<b>2006 yılı ortl.</b>					<b>-0,1561</b>	<b>-0,0514</b>	<b>-0,1048</b>
<b>2006 yılı s.spm.</b>					<b>0,1647</b>	<b>0,1242</b>	<b>0,1939</b>
<b>Genel Ortalama</b>					<b>0,1247</b>	<b>-0,0318</b>	<b>0,1565</b>
<b>Genel St.Sapma</b>					<b>0,7122</b>	<b>0,1658</b>	<b>0,7163</b>

Tablo 6 incelendiğinde 2000–2006 döneminde halk arzı gerçekleştirilen ve değerlemeye dahil edilen 67 firmadan 43 tanesi (%64,1'i) ilk üç ay kaybettirirken, 5 tanesi (%7,5'i) %10'dan az, 19 tanesi (%28,4'ü) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu dönemde halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin ilk üç aylık basit getirileri ( $R_i$ ) maksimum %339,56, minimum %-60,45 ve ortalama %12,47 olarak gerçekleşirken, Ulusal 100 (XU100) endeksin üç aylık maksimum getirisi ( $R_m$ ) %29,13, minimum getirisi %-28,57, ortalama getirisi %-3,18 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetlerinin düzeltilmiş (endeksten arındırılmış  $AR_i$ ) ilk üç aylık getirileri ise maksimum %352,31, minimum %-53,11 ve ortalama %15,65 olarak hesaplanmıştır.

2000 yılında halka açılan 35 şirketten 21 tanesi (%60'i) ilk üç ayda kaybettirirken, 2 tanesi (%5,7'si) %10'dan az, 12 tanesi (%34,3'ü) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %339,56 minimum %-60,45 ortalama %17,51 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %17,64, minimum %-28,52 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %352,31, minimum %-37,02 ve ortamları %29,65 olarak hesaplanmıştır.

2002 yılında halka açılan 4 şirketten 3 tanesi (75'i) kaybettirirken, 1 tanesi (%25'i) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %112,77 minimum %-58,51 ortalama %0,75 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %-1,18, minimum %-5,40 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %113,94 minimum %-53,11 ve ortamları %4,64 olarak hesaplanmıştır.

2003 yılında halka açılan 2 şirketten 1 tanesi kaybettirirken 1 tanesi %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %77,61, minimum %-15,48, ortalama %31,07 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %11,99, minimum %-10,48 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %65,63 minimum %-4,99 ve ortalama %30,32 olarak hesaplanmıştır.

2004 yılında halka açılan 11 şirketten 9 tanesi (82'si) kaybettirirken, 1 tanesi (%9'u) %10'dan az, 1 tanesi (%9'u) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %64,06, minimum %-25,12 ortalama %10,71 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %27,77 minimum %-12,21 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %46,94 minimum %-45,02 ve ortalama %-4,27 olarak hesaplanmıştır.

2005 yılında halka açılan 6 şirketten 2 tanesi (%33,3'ü) ilk üç ay kaybettirirken, 4 tanesi (%66,7'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %262,36 minimum %-16,50, ortalama %56,57 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %29,13 olurken minimum %12,47 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %245,30 minimum %-32,64 ve ortalama %38,62 olarak hesaplanmıştır.

2006 yılında halka açılan 9 şirketten 7 tanesi (%77,8'i) ilk üç ayda kaybettirirken, 2 tanesi (%22,2'si) %10'dan fazla kazandırmıştır. Bu yılda halka açılan şirketlerin üç aylık basit getirileri maksimum %10,54 minimum %-48,13 ortalama, %-15,61 iken, XU100 endeksinin üç aylık getirisi maksimum %14,82, minimum %-22,24 seviyesinde olup, hisse senetlerinin düzeltilmiş üç aylık getirileri ise maksimum %11,45 minimum %-47,67 ve ortalama %-10,48 olarak hesaplanmıştır.

2000-2006 dönemimde ortalama düzeltilmiş ilk günlük getiri %6,78, ilk hafta getirisi %1,49 ilk ay getirisi %6,64 ve üç aylık getirisi %15,65 seviyesindedir. Görüldüğü üzere ilgili dönemde halka açılma sonrası ilk gün ki yükselişten sonra fiyatlar düşüşe geçmiş ve halka ilk arzda yatırımcılar haftalık bazda getirilerini realize etmişler fakat daha sonraki dönemlerde fiyatlar piyasa koşulları ve şirketin diğer beklentileri üzerine yükselmiştir.

Tablo 7: 2000-2006 dönemi Yıllar İtibari İle Düzeltilmiş İlkGün, İlk Hafta, İlk Ay, Üç Aylık Minimum, Maksimum ve Ortalama En yüksek Getiriler Tablosu

Getiri	Yıl İtibari ile İlk Gün düzeltilmiş Getiri	Yıl İtibari ile Haftalık Düzeltilmiş Getiri	Yıl İtibari ile Aylık Düzeltilmiş Getiri	Yıl İtibari ile Üç Aylık Düzeltilmiş Getiri
Minimum Getiri	2004 (%-17,93)	2000 (%-31,72)	2002 (%-48,13)	2002 (%-53,11)
Maksimum Getiri	2000 (%26,51)	2000 (%134,71)	2000 (%200,75)	2000(%352,31)
Ortlama En Yüksek Getiri	2003 (%12,95)	2003 (%15,70)	2000 (%16,22)	2005(%38,62)

Tablo 7'de görüldüğü gibi halka arzı gerçekleştirilen firmaların yıllar itibari ile incelendiğinde ortalama en yüksek ilk gün getirisi %15,95 ile 2003

yılında, ortalama en yüksek ilk hafta getirisi %15,70 ile gene 2003 yılında yaşanırken, aylık en yüksek getiri % 16,22 ile 2000 yılında, üç aylık en yüksek getiri ise %38,62 ile 2005 yılında elde edilmiştir. Yalnız 2003 yılında sadece 2 halka arz yapıldığı unutulmamalıdır. Firma bazında maksimum ilk gün getirisi %26,51 ile 2000 yılında elde edilirken minimum getiri %-17,93 ile 2004 yılında gerçekleşmiştir. İlk hafta getirisi maksimum %134,71 ile 2000 yılında elde edilirken minimum getiri %-31,72 ile gene 2000 yılında gerçekleşmiştir. İlk ay getirisi maksimum %200,75 ile 2000 yılında elde edilirken minimum getiri %-48,13 ile 2002 yılında gerçekleşmiş, üç aylık getiri maksimum%352,31 ile 2000 yılında elde edilirken minimum getiri %-53,11 ile 2002 yılında gerçekleşmiştir. Firmaların getirisinin hesaplandığı verilerde maksimum getiriler 2000 yılına aittir. Bu dönemde borsanın diğer yatırım araçlarından daha cazip hale gelmesi ve söz konusu dönemde yabancı yatırımcıların etkisiyle büyük yükselişlerin yaşandığı unutulmamalıdır.

## 6. İMKB'DE 2000-2006 DÖNEMİNDE HALKA İLK ARZI YAPILAN HİSSE SENETLERİNİN SEKTÖREL BAZDA KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANS ANALİZİ

Türkiye’de 2000-2006 döneminde 19 farklı sektörden 84 şirket halka açılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde, bu dönemde halka açılan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları hariç 17 sektörden 67 şirketin kısa dönem performans analizi sektörel bazda yapılmıştır.

Tablo 8: Türkiye’de 2000 – 2006 Döneminde Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Sektörel Bazda Günlük, Haftalık, Aylık ve Üç Aylık Düzeltilmiş Getirileri ve Sıralaması

Sektör	İlk Gün		İlk Hafta		İlk Ay		İlk Üç Ay	
	Ortalama Düzeltilmiş Getiri	Sıra	Ortalama Düzeltilmiş Getiri	Sıra	Ortalama Düzeltilmiş Getiri	Sıra	Ortalama Düzeltilmiş Getiri	Sıra
A (5)*	0,1400	4	-0,0363	12	-0,0906	14	-0,0759	13
B (2)*	0,0419	14	0,1270	3	0,3741	1	0,3833	3
C (7)*	-0,0068	16	-0,0254	11	-0,0525	12	-0,0969	14
D (3)*	0,0560	10	0,0783	4	0,0705	6	0,0578	8
E (3)*	0,0611	9	-0,0929	13	0,0139	9	0,1375	6
F.(2)*	0,0461	12	-0,1164	16	-0,1925	16	-0,2087	16
G (6)*	0,0454	13	0,0269	5	0,3076	2	0,9122	1
H (4)*	0,1406	3	0,1976	1	0,0629	7	0,2765	5
K (5)*	0,0484	11	0,0062	6	0,1860	4	0,5430	2
L (2)*	0,2259	1	-0,0023	9	-0,0322	11	0,1351	7
M (1)*	-0,0551	17	-0,1099	14	-0,1832	15	-0,1928	15
N (5)*	0,0323	15	0,0041	7	-0,0049	10	0,0175	11
S (1)*	0,1027	5	-0,2920	17	-0,3581	17	-0,2894	17
T (2)*	0,0772	6	-0,1121	15	-0,0568	13	0,3263	4
U (10)*	0,0683	8	-0,0054	10	0,0455	8	0,0452	10
V (7)*	0,0685	7	0,1516	2	0,2519	3	0,0537	9
Z (2)*	0,1531	2	0,0004	8	0,0769	5	-0,0207	12

\*( ) İşareti içerisindeki rakamlar sektörde halka açılan şirket sayısıdır.

Sektörel olarak bakıldığında ilk gün düzeltilmiş maksimum getiri %22,59 ile kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektörü yer alırken ilk gün düzeltilmiş minimum getiriyi %-5,51 getiri ile metal ana sanayi sektörü yer almaktadır. Fakat 2000-2006 döneminde en düşük getiriye sahip olan metal ana sanayi sektöründe sadece bir halka arz olduğu unutulmamalıdır. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörü %-0,68 getiri ile en düşük getiriye sahip ikinci sektördür.

Haftalık düzeltilmiş maksimum getiri %19,76 ile holdingler ve yatırım sektörü sahipken haftalık düzeltilmiş minimum getiriyi %-29,20 ile sigorta sektörü sağlamıştır. Fakat 2000-2006 döneminde sigorta sektöründe sadece bir halka arz gerçekleştiği unutulmamalıdır. İkinci en düşük getiri %-11,64 ile gayrimenkul yatırım ortaklığı, üçüncü en düşük getiri %-11,21 ile taş ve toprağa dayalı sanayi sektörü sağlamıştır.

Aylık düzeltilmiş maksimum getiri %30,76 ile dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü sahipken aylık düzeltilmiş minimum getiriyi %-35,81 ile sigorta sektörü, ikinci en düşük getiri %-35,81 ile gayrimenkul yatırım ortaklığı, üçüncü en düşük getiri %-18,32 ile metal ana sanayi sektörü sağlamıştır.

Üç aylık düzeltilmiş maksimum getiri %91,22 ile gıda, içki ve tütün sektörü sahipken haftalık düzeltilmiş minimum getiriyi %-28,94 ile sigorta sektörü, ikinci en düşük getiri %-20,87 ile gayrimenkul yatırım ortaklığı, üçüncü en düşük getiri %-19,28 ile metal ana sanayi sektörü sağlamıştır.

## SONUÇ

Anonim şirketlerin halka açılma işlemi, yurtiçinde ve yurtdışındaki yatırımcı kitlesinin şirketin hisselerini belirlenen bir fiyattan satın almaya davet edilmesi, talepte bulunanların da ortak yapılması ile sonuçlanan bir şirketin alacağı en önemli kararlardan birdir.

Türkiye’de 2000-2006 döneminde 17 farklı sektörde faaliyette bulunan toplam 84 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerden 23 tanesi (%29,5) halka arz şekli olarak ortak satış yöntemini kullanırken, 34 tanesi (%43,5) sermaye artırımını, 21 tanesi (%27) ise her ikisini birlikte kullanmıştır. Altı yatırım fonunun halka arzı bu yöntemlerden hiçbirine uygun olmayıp kendine mahsus özellik göstermektedir. Diğer taraftan bu dönemde halka açılan şirketlerin %87’si bakiyeyi yüklenim, %12’si kısmen bakiyeyi yüklenim, %1’i en iyi gayret aracılığı anlaşması yaparak halka arzı gerçekleştirirken, %67’si sabit fiyatla talep toplama, %11,5’i, fiyat aralığı yöntemi ile talep toplama, %21,5’i borsada satış yöntemini kullanarak hisse senetlerini satışa sunmuştur. .

Halka arzda en çok kullanılan değerlendirme yöntemi %83 ile piyasa çarpanları yöntemi iken ikinci en çok kullanılan yöntem %67 ile İNA, üçüncü en çok kullanılan yöntem ise %11 ile Net Aktif Değer Yöntemidir. Ancak şirketler genellikle birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak hisse senetlerini değerlemiştirlerdir. Ülkemizde 2000-2006 döneminde halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin ilk gün basit getirisi maksimum %23,53, minimum %-18,26 ve ortalama %6,46 iken, düzeltilmiş (endeksten arındırılmış)

olarak ilk gün getirileri maksimum %26,51, minimum %-17,93 ve ortalama %6,78 dir. Yıllar itibari ile ortalama en yüksek ilk gün getirisi 2003 yılında sağlanırken, genellikle hisse bazında en uç getiriler 2000 yılında gerçekleşmiştir. Sektörel bazda ise en yüksek ortalama düzeltilmiş ilk gün getirisinin %22,59 ile kimya-petrol- kauçuk ve plastik ürünleri sektöründe, en düşük ortalama düzeltilmiş getiri ise %-5,51 ile metal ana sanayi sektöründe gerçekleşmiştir.

2000–2006 dönemi için hesaplanan ortalama düzeltilmiş ilk gün getiri %6,78, ilk hafta getirisi %1,49, ilk ay getirisi %6,64 ve ilk üç aylık getirisi %15,65 seviyesindedir. Bu dönemde halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin maksimum düzeltilmiş ilk gün getirisi %26,51 iken, ilk hafta %134,71, ilk ay %200,75 ve ilk üç ay %352,11 olmuştur. Minimum ilk gün getirisi(kayı) ise %-17,93 iken, ilk hafta %-31,72, ilk ay %-48,13 ve il üç ay %-53,11 olmuştur. Görüldüğü üzere ilgili dönemde halka açılma sonrası ilk gün ki yükselişten sonra fiyatlar haftalık bazda düşmüş fakat daha sonraki dönemlerde fiyatlar piyasa koşulları çerçevesinde yükselmiştir. Bu oranlar, Türkiye’de bu dönemde halka arz edilen hisse senetlerinin bazılarının yüksek bazılarının düşük değerlendirildiğini, ancak genel ortalama bazında diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında düşük veya yüksek değerlemenin olmadığını göstermektedir.

Türkiye’deki ilk gün getirileri dünya ile karşılaştırıldığında Avusturya, Kanada ve Danimarka’dan sonra en düşük ilk gün ortalama düzeltilmiş getiriye sahip ülke %6,78 ile Türkiye’dir. Bu oran Çin’de %256,90 Malezya’da %104,10, Brezilya’da %78,50 dir. Bu durumda Türkiye’de halka ilk arzda kısa dönem için fiyatların isabetli tespit edildiği(yüksek-düşük değerlendirme olmadığı) söylenebilir. Bunda İMKB’de uygulanan fiyat marjının etkisinin olduğu açıktır. Fiyat marjı uygulanmasaydı ilk gün fiyatının daha yüksek olması mümkün olabilirdi. Bu durumda Türkiye’de ilk halka arzda yüksek-düşük değerlemenin olmadığını söylemek mümkün olmazdı. Hisse bazında maksimum ilk gün getirisi ile maksimum ilk hafta getirisi arasındaki 108,2 puanlık fark(%134,71-%26,51), maksimum ilk aylık getiri arasındaki 174,24 puanlık fark(%200,75-%26,51) ve maksimum ilk üç aylık getiri arasındaki 325,6 puanlık fark(%352,11-%26,51) bu hisse senedinin düşük değerlendirildiğini gösterirken, hisse bazında ilk gün kaybı ile ilk hafta kaybı arasındaki 13,79 puanlık fark (%31,71- %17,93), ilk ay kaybı arasındaki 30,2 puanlık fark(%48,13- %17,93) ve ilk üç aylık kaybı arasındaki 35,18 puanlık fark(%53,11-%17,93) bu hisse senedinin yüksek değerlendirildiğini göstermektedir. Hisse senetlerinin 200–2006 döneminde ortalama düzeltilmiş getirileri ise; ilk gün %6,78, ilk hafta %1,49, ilk ay %6,64 ve ilk üç ay %15,78 olarak hesaplanmıştır. Bu oranlar, Türkiye’de bu dönemde halka arz edilen hisse senetlerinin bazılarının yüksek bazılarının düşük değerlendirildiğini, ancak genel ortalama bazında diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında düşük veya yüksek değerlemenin olmadığını göstermektedir.

## KAYNAKLAR

- AYDEN, Tolga, KARAN, Mehmet Baha, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi", **Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi**, 3/2000
- AYDOYAN K., YILDIRIM K., "İlk defa Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı", **DPT 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri**, 1992
- BERK, Niyazi, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 4.baskı, İstanbul, 1999
- CAI, Jun, WEI, K.C. John, "The Investment and Operating Performance Of Japanese Initial Public Offerings", **Pacific – Basin Finance Journal**, No: 5, 1997
- DROBETZ, Wolfgang, KAMMERMANN, Matthias, WÄLCHLİ, Urs, "Long-Run Performance Of Initial Public Offerings: The Evidence For Switzerland", **Schmalenbach Business Review**, Vol. 57, July 2005
- GAGE, W.L., **Değer Analizi**, Milli Proktivite Merkez Yayınları:44, Ankara, 1999
- GÜZELHAN, Hayal, AYAR Mediha, "İlk Halka Arzlarda Hisse Senedi Performansı", **İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 2001,Sayı: 68-69
- LJUNGQVIST, Alexander **Handbooks in Finance:Empirical Corporate Finance Chapter III.4:**,September 2004, IPO Underpricing,
- LOUGHRAN, Tim, RITTER, Jay R., "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?", **Financial Management**, Autumn, 2004,
- LOWRY, Michelle, MURPLY, Kevin J., "Executive Stock Options and IPO Underpricing", August 2006, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=745684](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=745684), Erişim Tarihi: 31.08.2007
- KIYMAZ, H., "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", **İMKB Dergisi**,1997,Sayı 3.
- MULLEN, Maggie, "Valuation", **Acquisitions Monthly**, March 1995
- NURWATI, A. Ahmad-Zaluki , CAMPBELL, Kevin, GOODACRE, Alan, "Earnings Management in Initial Public Offerings: An Investigation Of Pervasiveness, Determinants and Long Run Performance", September, 2007, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=963085](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=963085), Erişim Tarihi: 31.08.2007
- SANCAK, İ., Ethem,**Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**,T.C.Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Rapor sayısı:16-8/7-5, 1999
- SAVAŞKAN, Ozan, **Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı**, SPK Yeterlilik Etüdü, 2005, İstanbul
- TANÖR, Reha, **Türk Sermaye Piyasası Halka arz**, 2.cilt Beta Yayınları, 2000, İstanbul
- TEVFİK.T.Arman, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları, 1.baskı, İstanbul, 2005



- TEKER,Suat, Ekit,Ömer, “The Performance Of Ipos In Istanbul Stock Exchange In Year 2000”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4 (1) 2003,
- TIAN, G. Lihui, “Financial Regulations, Investment Risks, and Determinants of the Excess Chinese IPO Underpricing”, <http://cei.ier.hit-u.ac.jp/activities/seminars/papers/tian.pdf>, Erişim Tarihi: 31.08.2007 .
- TÜRÜDÜ, Engin, **Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2001
- ÜNLÜ, Ulaş, Ersoy, Ersan, “İMKB’de İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ve Bu Performansın Belirleyicileri”, **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Küreselleşme Sürecinde İşletmelerin Finans Yönetimi, 1-4 Kasım 2006, Selçuk, İzmir.
- WILLIAMSON, Peter, **Investment Banking Handbook**, John Wiley&Sons, 1998, s:128 den aktaran Çağlar, Belma, **Türkiye’de Halka Arz Ve Halka Arzda Değerleme**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2003.
- YAZICI, Kuddisi, **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, DPT uzmanlık Tezi, Ağustos 1997  
<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum2.htm#baslama>, Erişim tarihi, 01/03/2007  
[http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/srapor/rapor01/sp\\_raporu\\_sermaye\\_piyasasi.pdf](http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/srapor/rapor01/sp_raporu_sermaye_piyasasi.pdf), erişim tarihi 11.06.2007
- SERMAYE PİYASASI KANUNU, Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınması İhracı Halka Arzı ve Satışı, Bölüm II, R.G. No:17416, R.G. Tarihi:30.07.1981 (Değişik:29.04.1992 Tarih ve 3794 sayılı kanun md.6-7)
- SERMAYE PİYASASI KURULU Seri: V, No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği R.G. No:24163, R.G. Tarihi:07.09.2000, md.38
- SERMAYE PİYASASI KURULU Seri: V, No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği R.G. No:24163, R.G. Tarihi:07.09.2000, md.38 f.2
- SERMAYE PİYASASI KURULU Seri: VIII, No:22 Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği R.G. No:25488, R.G. Tarihi:10.06.2004, md.1

