

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**Birincil Hisse Senedi Halka Arzlarında Kısa ve Uzun Dönemli Fiyat Performansı
ve Performans Belirleyicileri: (Borsa İstanbul 1993-2020)**

Doktora Tezi

Cafer BAKIRHAN

Ankara, 2021

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**BİRİNCİL HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARINDA KISA VE UZUN
DÖNEMLİ FİYAT PERFORMANSI VE PERFORMANS BELİRLEYİCİLERİ
(Borsa İstanbul 1993-2020)**

Doktora Tezi

Cafer BAKIRHAN

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Güven SAYILGAN**

Ankara, 2021

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**BİRİNCİL HİSSE SENEDİ HALKA ARZLARINDA KISA VE UZUN
DÖNEMLİ FİYAT PERFORMANSI VE PERFORMANS BELİRLEYİCİLERİ
(Borsa İstanbul 1993-2020)**

DOKTORA TEZİ

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

- 1- Prof. Dr. Güven SAYILGAN**
- 2- Prof. Dr. Hasan ŞAHİN**
- 3- Prof. Dr. Kadir GÜRDAL**
- 4- Prof. Dr. Ender COSKUN**
- 5- Doç. Dr. Burak PİRGAİP**

08.12.2021

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Prof. Dr. Güven SAYILGAN danışmanlığında hazırladığım “Birincil Hisse Senedi Halka Arzlarında Kısa Ve Uzun Dönemli Fiyat Performansı ve Performans Belirleyicileri: Borsa İstanbul 1993-2020 (Ankara, 2021) ” adlı doktora lisans tezindeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

25.12.2021

Cafer BAKIRHAN

ÖZET

Birincil Hisse Senedi Halka Arzlarında Kısa ve Uzun Dönemli Fiyat Performansı ve Performans Belirleyicileri: (Borsa İstanbul 1993-2020)

Türkiye’de 1993-2020 döneminde yapılan ve inceleme kapsamına alınan hisse senedi ilk halka arzlarında, ilk gün toplam 1,282,767,058.- US dolar masada bırakılan para vardır. İlk halka arzlar dünyada da geçerli bir fenomen olan, ilk gün düşük fiyatlandırma fenomeniyle düşük fiyatlanmış ve Türkiye’de 1993-2020 döneminde yatırımcısına ortalama %6,74 oranında aşırı getiri sağlamıştır. İlk gün aşırı getiri, yapılan tüm gruplamalarda pozitif olarak bulunmuştur. Sektörel, dönemsel, büyüklük, yöntem vb. değişkenlere göre düzeyi değişmekle birlikte ilk gün ortalama aşırı getiri hep pozitiftir. Uzun dönemde, 36 ayda ise satın al ve tut yöntemine göre ilk halka arzlar yatırımcısına aynı dönemdeki endeks getirisinden ortalama %47,27 oranında daha kötü performansla kaybettirmiştir. Bu da dünya uygulamalarına paraleldir. Uzun dönemde ilk halka arz hisse performansları, yapılan gruplamalarda ciddi farklılıklar taşımakta, zaman zaman endeksin üstünde getiriye dahi dönebilmektedir. Ancak sonuç olarak kısa dönem düşük fiyatlama, uzun dönem ise düşük performans ortalama verilerle ülkemizde de geçerlidir. İlk halka arzların kısa ve uzun dönemli performanslarını etkileyen değişkenlerin saptanmasına yönelik çalışma ise kısa dönemde anlamlı sonuç vermemiştir. Türkiye’de ilk halka arzlarda neden ilk gün düşük fiyatlandırma vardır sorusunun yanıtı tezde kullanılan modellerle ampirik olarak verilememiştir. Buna karşın uzun dönem fiyat performansını etkileyen değişkenler, hissenin ilk gün getirisi, uzun dönem endeks getirisi, aynı hissenin daha önceki dönemdeki getirileri, halka açılma oranı vb. olarak saptanabilmektedir.

Anahtar Sözcükler: BİST, İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlandırma, Fiyat Performansı,

ABSTRACT

Short and Long Term Price Performance and Determinants of Performance in Initial Public Offerings (Borsa Istanbul: 1993-2020)

A total of 1,282,767,058. - US dollars were left on the table in the first public offerings made in Turkey in the 1993-2020 period and included in the scope of the thesis. Initial public offerings were underpriced with the phenomenon of underpricing on the first day, which is also a valid phenomenon in the world. These offerings provided an average of 6.74% abnormal return to its investors in Turkey's 1993-2020 period. The abnormal/(excess) return on the first day was found to be positive in all groupings such as sectoral, periodical, size, method, etc. Although the level varies according to the variables, the average abnormal return on the first day is always positive. In the long run, in 36 months, according to the buy-and-hold method, initial public offerings made the investor lose an average of 47.27% worse performance than the index return in the same period. These empirical findings are in line with the literature. In the long term, the performance of the initial public offering shares differs significantly in the groupings made and may even return above the index from time to time. However, as a result, short-term low pricing and long-term low performance are also valid in our country. The study to determine the variables affecting the short and long-term performances of initial public offerings did not yield significant results in the short term. The answer to the question of why there is low pricing on the first day in initial public offerings in Turkey cannot be given with the empirical model developed in this dissertation. On the other hand, the variables affecting the long-term price performance are the first day return of the stock, the long-term index return, the returns of the same stock in the previous period, the public offering rate, etc. could be detected.

Keywords: BIST, Initial Public Offering, Low Pricing, Price Performance,

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın ortaya çıkması danışman hocam sayın Prof. Dr. Güven Sayılğan'ın teşvik, hatırlatma, yönlendirme ve ısrarlı baskıları ile mümkün olmuştur. Kendisine, doktora çalışmama verdiği sürekli destek, motivasyonları, sabrı ve rehberliği için çok teşekkür ediyorum. Ayrıca, çalışmamın gözden geçirilmesi ve yönlendirmeleri nedeniyle, sevgili arkadaşım Prof. Dr. Ferda Halıcıoğlu'na ve elbette birlikte geçirebileceğimiz zamanlarını çaldığım çocuklarıma anlayışları nedeniyle, çok teşekkür ediyorum.

Cafer BAKIRHAN

Aralık 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ	iv
KISALTMALAR	x
TABLOLAR DİZİNİ	xi
GRAFİKLER DİZİNİ	xiv
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM HALKA AÇILMA VE İLK HALKA ARZ	4
1.1. Halka Açılma ve İlk Halka Arz Tanımı	4
1.1.1. Halka Arz Kavramı	4
1.1.2. İlk Halka Arz Kavramı.....	6
1.2. Halka Arz Nedenleri ve Yöntemleri	12
1.2.1. Halka Arzın Nedenleri	12
1.2.2. Halka Arzın Yöntemleri.....	14
1.2.3. Halka Arzda Satış Yöntemleri	16
1.3. Mali Tablolar ve Bağımsız Denetim.....	18
1.4. Aracılık Sözleşmesi ve Aracılık Türleri	19
1.4.1. En İyi Gayret Aracılığı.....	20
1.4.2. Aracılık Yüklenimi	23
1.5. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	26
1.6. İlk Halka Arz Süreci	27
1.6.1. Ön Hazırlık.....	27
1.6.2. Aracı Kuruluşun Seçimi.....	27
1.6.3. Bağımsız Denetçi ve Hukuk Danışmanı Seçimi	28
1.6.4. Ana Sözleşme Değişikliği	29
1.6.5. İlk Halka Arzda Tahsisler	29
1.6.6. İlk Halka Arzda Halka Açıklık Oranını Belirlemek	30
1.6.7. Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların İşlem Göreceği Pazarlar	30
1.6.8. İlk Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi.....	31
1.7. İlk Halka Arzlarda Fiyat Tespit Yöntemleri	32
1.7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	32
1.7.2. Piyasa Göstergeleri Yöntemi	33

1.7.3. Diğer Yöntemler	36
1.8. İlk Halka Arz Fiyatlamaya Teorileri	38
II. BÖLÜM LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	45
2.1. İlk Halka Arzda Temel Motivasyon Kaynakları Literatürü	45
2.1.1. Sermaye Maliyetini Düşürmek / Optimum Sermaye Yapısına Ulaşmak.	45
2.1.2. Borçlanma Kısıtlamalarını Aşmak / Bankalarla Pazarlık Gücünü Artırmak	45
2.1.3. Asimetrik Bilgi / Finansman Sıralaması	46
2.1.4. Sonraki Hisse Satışları İçin Bir Piyasa Fiyatı Belirlemek	47
2.1.5. Nakde Çevirme / Ortakların Likidite İhtiyacını Gidermek	48
2.1.6. Sahipliğin Daha Fazla Dağılmasına İzin Vermek.....	49
2.1.7. Tanıtım / İlk Hareket Avantajı	49
2.1.8. Satın Alma Para Birimi Teorisi.....	50
2.1.9. Takip Eden Bir Analist Oluşturmak / İzlenmeyi Artırmak.....	50
2.1.10. Fırsat Pencerelerinden Yararlanılması	51
2.1.11. Prim Sistemi İçin Hisse Oluşturulması	52
2.1.12. Aynı Sektördeki Diğer Firmaların Halka Açılıyor Olması.....	52
2.2. İlk Halka Arzlarda Temel Çekince Nedenleri	53
2.2.1. Ek Yasal Gereksinimler ve Açıklamalar.....	53
2.2.2. Piyasa Baskıları.....	54
2.2.3. Olası Kontrol Kaybı.....	54
2.2.4. İşlem Maliyetleri	55
2.2.5. Artan Yasal Sorumluluk	55
2.3. İlk Halka Arzlarda Vazgeçme Gerekçeleri.....	56
2.4. İlk Halka Arzların Sayılarını ve Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenler	59
2.5. Türkiye’de İlk Halka Arzlarda Fiyat Performansı.....	63
2.5.1. Türkiye’de Kısa Dönem Fiyat Performansı	63
2.5.2. Türkiye’de Uzun Dönem Fiyat Performansı.....	68
2.6. Dünyada İlk Halka Arzlarda Fiyat Performansı	72
2.6.1. Dünyada İlk Halka Arzlarda Kısa Dönem Fiyat Performansı	72
2.6.2. Dünyada İlk Halka Arzlarda Fiyat Uzun Dönem Fiyat Performansı.....	78
III. TÜRKİYE’DE 1993- 2020 DÖNEMİNDE İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ ANALİZİ	83
3.1. Araştırmanın Modeli.....	83
3.1.1. Araştırmanın Amacı.....	83
3.1.2. Araştırmanın Kapsamı	83

3.1.3. Araştırmada Kullanılan Veri Seti.....	84
3.1.4. Araştırmada Esas Alınan Yaklaşımlar	85
3.1.5. Araştırmada Kullanılan Yöntemler	86
3.1.6. Göreceli Refah Katsayısı (Wealth Relative) Yöntemi.....	89
3.1.7. Araştırma Grupları	90
3.1.8. Araştırma Verileri	95
3.2. Araştırmanın Bulguları	107
3.2.1. 1993-2020 Yılları İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansına İlişkin Bulgular.....	108
3.2.2. İlk Halka Arzların Uzun Dönem Fiyat Performansına İlişkin Bulgular	117
3.2.3. İlk Halka Arzlarda Dönemsel Ayrım Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	121
3.2.4. İlk Halka Arzlarda Sektörel Ayrım Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	124
3.2.5. İlk Halka Arzlarda Halka Arz Büyüklüğüne Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	137
3.2.6. İlk Halka Arzlarda Halka Arzın Yapısına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	142
3.2.7. İlk Halka Arzlarda Halka Açılma Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	146
3.2.8. İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemine Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	151
3.2.9. İlk Halka Arzlarda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	156
3.2.10. İlk Halka Arzı Yapılan Şirketin Bulunduğu Pazara Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	162
3.2.11. İlk Halka Arzı Yapılan Şirketlerin Mali Durumlarına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	168
3.2.12. 1993-2020 Özel Grup Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları	172
3.2.13. Kısa ve Uzun Dönem Performans Toplu Değerlendirme	174
3.3. Göreceli Refah Katsayısı Değerlendirmesi.....	176
3.4. İlk Halkı Arzı Yapılan Şirketlerin Farklı Halka Arz Modelleri	178
3.4.1. Halka Arz Tutarı 50 Milyon US dolar ve Üstü, Fiyat Aralığı ile Talep Toplayan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler.....	178
3.4.2. Halka Arz Tutarı 50 Milyon US dolar ve Üstü, Sabit Fiyat ile Talep Toplayan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler.....	179
3.4.3. Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı %50 ve Üzerinde Olan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler	180

IV. TÜRKİYE’DE İLK HALKA ARZLARIN KISA VE UZUN DÖNEMLİ FİYAT PERFORMANSINI ETKİLEYEN DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ 181

4.1. Veri ve Yöntem.....	181
4.1.1. Araştırmanın Veri Seti	181
4.1.2. Araştırmanın Yöntemi:	187
4.2. Araştırmanın Bulguları:	188
4.2.1. Kısa Dönem, ilk Gün Ham Getiri :	188
4.2.2. Kısa Dönem, İlk Gün Aşırı Getiri.....	189
4.2.3. Kısa Dönem, Dönemsel Ayrım.....	194
4.2.4. Kısa Dönem Halka Arz Büyüklüğü Ayrımı.....	195
4.2.5. Kısa Dönem Sektörel Ayrım.....	198
4.2.6. Kısa Dönem Pazar Ayrımı.	200
4.2.7. Kısa Dönem Mali Durum Ayrımı.	202
4.2.8. Kısa Dönem Özel Grup.....	203
4.2.9. Kısa Dönem Değerlendirme.....	204
4.2.10. Uzun Dönem, 36. Ay Satın Al ve Tut Ham Getiri.....	205
4.2.11. Uzun Dönem, 36. Ay Satın Al ve Tut Aşırı Getiri	206
4.2.12. Uzun Dönem Dönemsel Ayrım.....	209
4.2.13. Uzun Dönem Halka Arz Büyüklüğü Ayrımı	211
4.2.14. Uzun Dönem Sektörel Ayrım.	213
4.2.15. Uzun Dönem Pazar Ayrımı.....	215
4.2.16. Uzun Dönem Mali Durum Ayrımı.....	217
4.2.17. Uzun Dönem, Özel Grup.	218

V. SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER 220

5.1. Türkiye’de 1993- 2020 Döneminde İlk Halka Arzların Performansının Analizi Sonuçlarının Yorumu.....	220
5.1.1. Kısa Dönem Performans Sonuçlarının Yorumu	220
5.1.2. Canlı Piyasa / Durgun Piyasa Analiz Sonuçlarının Yorumu	221
5.1.3. Uzun Dönem Performans Sonuçlarının Yorumu	221
5.1.4. Yapısal Ayrım Sonuçlarının Yorumu	222
5.1.5. En Uygun İlk Halka Arz Yapılarının Yorumu.....	227
5.2. Türkiye’de 1993- 2020 Döneminde İlk Halka Arzların Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Analizi Sonuçlarının Yorumu	228
5.2.1. Kısa Dönem Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu.....	229
5.2.2. Uzun Dönem Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu	231

KAYNAKÇA..... 234



KISALTMALAR

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

SAvT : Satın Al ve Tut (Getirisi)

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotation

NYSE : New York Stock Exchange

SEC : Securities and Exchange Commision

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SPKa : Sermaye Piyasası Kanunu

TSPAKB : Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği

TTK : Türk Ticaret Kanunu

GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

GRK Göreceli Refah Katsayısı

vb. – ve benzeri

vd. – ve diğerleri

BİST : Borsa İstanbul

IPO : Initial Public Offering

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

US Dolar : Amerika Birleşik Devletleri Para Birimi

PÖİP : Piyasa Öncesi İşlem Platformu

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1 1992-2016 Dünya İlk Halka Arz Özet Tablo	77
Tablo 2 1993-2020 İlk Halka Arz Sayıları	84
Tablo 3 Araştırma Analiz Grupları Tablosu.....	91
Tablo 4 İlk Halka Arz Sermaye Artırımı – Ortak Satışı Tutarları US dolar	96
Tablo 5 İlk Halka Arz Satış Yöntemleri Adet	97
Tablo 6. İlk Halka Arz Satış Yöntemleri US dolar	99
Tablo 7 Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Halka Arz Yöntemleri Adet.....	100
Tablo 8 Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Halka Arz Yöntemleri US dolar	101
Tablo 9 Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Satış Yöntemleri Adet	102
Tablo 10 Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Satış Tutarları US dolar	103
Tablo 11 Mali Durumu Bozulan Şirketler Halka Arz Yöntemleri Adet	104
Tablo 12 Mali Durumu Bozulan Şirketler Halka Arz Tutarları US dolar	105
Tablo 13. Mali Durumu Bozulan Şirketler Satış Yöntemleri Adet	106
Tablo 14 Mali Durumu Bozulan Şirketler Satış Yöntemleri US dolar	106
Tablo 15 Aşırı Getiri 36 Ay Kolmogorov Smirnov Testi	108
Tablo 16 Yıllar İtibariyle Kısa Dönem Fiyat Performans Tablosu	109
Tablo 17 Aylık Endeks – Aşırı Getiri Korelasyon Matrisi (Pearson)	111
Tablo 18 İlk Gün Aşırı Getiri İstatistikleri	111
Tablo 19 Kısa Dönem Yıllık Ortalama Performans Değerleri Tablosu	112
Tablo 20 Hipotez 1 Wilcoxon Signed Rank Test	113
Tablo 21 Halka Arz Sayıları İlk Gün Getirileri	114
Tablo 22 Korelasyon Halka Arz Sayısı - İlk Gün Getiri	115
Tablo 23 Halka Arz Piyasası Canlı – Durgun İlk Gün Getirileri	116
Tablo 24 Yıllar İtibariyle Satın Al ve Tut Getirileri.....	117
Tablo 25 1993-2020 Uzun Dönem Getirileri İstatistik Tablosu.....	119
Tablo 26 Hipotez 2 Wilcoxon Signed Rank Test	120
Tablo 27 Hipotez 2 Shapiro-Wilk Testi	120
Tablo 28 Dönemsel Ayrım Ham Getiri Kısa ve Uzun Dönem Performans	121
Tablo 29 Dönemsel Ayrım Aşırı Getiri Kısa ve Uzun Dönem Performans	122
Tablo 30 Sanayi Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performans	124

Tablo 31 Kruskal-Wallis Sanayi Sektörü Kısa - Uzun Dönem.....	125
Tablo 32 Hizmet Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performans	127
Tablo 33 Kruskal-Wallis Uzun Dönem Hizmet ve Sanayi Sektörleri.....	128
Tablo 34 Kruskal-Wallis İlk Gün Hizmet-Tüm	128
Tablo 35 Mali Sektör Kısa ve Uzun Dönemli Performans.....	129
Tablo 36 Kruskal-Wallis Mali Sektör – Tüm 1993-2020.....	131
Tablo 37 Teknoloji Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performans.....	132
Tablo 38 Shapiro Wilk 1993-2020 Teknoloji Sektörü	133
Tablo 39 Sektörel Kısa ve Uzun Dönem Hipotezler – Test Sonuçları.....	134
Tablo 40 Dönemsel ve Sektörel Ayrım Aşırı Getiri/Medyan Tablosu.....	136
Tablo 41 Halka Arz Büyüklüğüne Göre Kısa ve Uzun Dönem Performans.....	137
Tablo 42 Halka Arz Büyüklüğü Hipotez Test Sonuçları.....	141
Tablo 43 Halka Arzın Yapısına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans.....	143
Tablo 44 Halka Arz Yapısı Hipotez Tezleri Test Sonuçları.....	145
Tablo 45 Halka Açılma Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans	147
Tablo 46 Shapiro Wilk Testi Farklı Halka Açılma Oranları	148
Tablo 47 Halka Açılma Oranı Hipotez Tezleri Test Sonuçları	150
Tablo 48 Shapiro Wilk Satış Yöntemleri 1993-2020	151
Tablo 49 Satış Yöntemi Kısa ve Uzun Dönemli Performans	152
Tablo 50 Halka Arzda Satış Yöntemi Hipotez Test Sonuçları	154
Tablo 51 Yurtdışı K. Tahsis Oranı Kısa ve Uzun Dönemli Performans	157
Tablo 52 Shapiro Wilk Farklı Yurt Dışı Kurumsal Tahsis Oranları	159
Tablo 53 Halka Arzda Kurumsal Tahsis Oranı Hipotez Test Sonuçları	161
Tablo 54 Bulunduğu Pazara Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans	163
Tablo 55 Shapiro Wilk Testi Buldukları Farklı Pazarlar.....	164
Tablo 56 İşlem Gördüğü Pazarlar Hipotez Test Sonuçları.....	167
Tablo 57 Mali Durumlarına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans.....	169
Tablo 58 Shapiro Wilk Mali Durum Farklılığı Kısa Uzun Dönem.....	169
Tablo 59 Mali Durum Hipotez Test Sonuçları	172
Tablo 60 Kısa ve Uzun Dönem Performans Özel Grup	172
Tablo 61 Özel Grup Shapiro Wilk Test Sonuçları	173
Tablo 62 Özel Grup Hipotez Test Sonuçları	174
Tablo 63 Farklı Grupların Kısa ve Uzun Dönem Performans Verileri	174
Tablo 64 Göreceli Refah Katsayıları Tablosu 1993-2020.....	176

Tablo 65 Yıllar İtibariyle Ortalama Göreceli Refah Katsayıları	177
Tablo 66 Halka Arz 50 M+ FA ile Talep Toplama, Yıldız Pazar	178
Tablo 67 Halka Arz 50 M+SF Talep Toplama, Yıldız Pazar	179
Tablo 68 Yurtdışı Kurumsal Tahsis +%50, Yıldız Pazar	180
Tablo 69 İlk Gün Ham Getiri 13 Değişkenli Regresyon Modeli	188
Tablo 70 İlk Gün Aşırı Getiri 13 Değişkenli Regresyon Modeli	189
Tablo 71 Korelasyon Katsayıları Matrisi	191
Tablo 72 Tüm Veri Modelleri Özet	192
Tablo 73 Dönemsel Ayrım Modeller Özet	194
Tablo 74 Halka Arz Büyüklüğü Modeller Özet	196
Tablo 75 Sektörel Ayrım Modeller Özet	198
Tablo 76 Pazar Ayrımı Modeller Özet	200
Tablo 77 Mali Durum Modeller Özet	202
Tablo 78 İlk Gün A. Getiri Özel Grup 7 Değişkenli Model	203
Tablo 79 Uzun Dönem Ham Getiri 10 Değişkenli Model	205
Tablo 80 Uzun Dönem A. Getiri 10 Değişkenli Model	206
Tablo 81 Uzun Dönem A. Getiri Korelasyon Katsayıları Tablosu	208
Tablo 82 Uzun Dönem Getiri Modeller Özet	209
Tablo 83 Uzun Dönem A. Getiri Dönemsel Ayrım Modeller Özet	210
Tablo 84 Uzun Dönem Halka Arz Büyüklüğü Modeller Özet	211
Tablo 85 Uzun Dönem A. Getiri Sektörel Ayrım Model Özet	213
Tablo 86 Uzun Dönem A. Getiri Farklı Pazarlar Model Özeti	215
Tablo 87 Uzun Dönem Mali Durum Ayrımı Model Özeti	217
Tablo 88 Özel Grup Uzun Dönem 8 Değişkenli Model	219
Tablo 89 Yapısal Ayrım Özet Tablosu	222

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1 Yıllar İtibariyle İlk Halka Arzlar Adet.....	95
Grafik 2 İlk Gün Bist100 Endeks – İlk Gün Aşırı Getiri	110
Grafik 3 İlk Ay Bist100 Endeks Getirisi – İlk Ay Aşırı Getiri	110
Grafik 4 Halka Arz Sayısı İlk Gün Aşırı Getiri.....	115
Grafik 5 Dönemsel Ayrım Aşırı Getiri Ve Medyan	123
Grafik 6 Sanayi Sektörü Aşırı Getiri Ve Medyan	126
Grafik 7 Hizmet Sektörü Aşırı Getiri Ve Medyan	129
Grafik 8 Mali Sektör Aşırı Getiri Ve Medyan.....	131
Grafik 9 Teknoloji Sektörü Aşırı Getiri Ve Medyan.....	133
Grafik 10 Halka Arz Büyüklüğüne Göre Aşırı Getiri Ve Medyan.....	139
Grafik 11 Halka Arz Yöntemine Göre Aşırı Getiri Ve Medyan	144
Grafik 12 Halka Açılma Oranına Göre Aşırı Getiri Ve Medyan	149
Grafik 13 Satış Yöntemine Göre Aşırı Getiri Ve Medyan	154
Grafik 14 Yurt Dışı Tahsis Aşırı Getiri Ve Medyan	160
Grafik 15 İşlem Gördüğü Pazara Göre Aşırı Getiri Ve Medyan.....	166
Grafik 16 Mali Durum Ve A. Getiri - Medyan.....	171

GİRİŞ

1993 yılından 2020 yılına kadar 27 yılda toplam 19 milyar US doları aşkın, hisse senedi ilk halka arzı olmuş ve pay senetleri İstanbul Borsasında işlem görmeye başlamıştır. Türkiye finans sektörü içindeki payı bankacılık sektörü ile karşılaştırıldığında halen yetersiz görünse de, sermaye piyasaları, şirketler, yatırımcılar ve aracı kuruluşlar açısından büyüyen ve gelişen bir öneme sahiptir. Yıllar itibariyle artan rakamlar, girişimcilerin ve yatırımcıların sermaye piyasası araçlarına artan finansal talep istekliliğini de göstermektedir. Halka açılan ve İstanbul Borsasında işlem görmeye başlayan çok sayıda şirket arasında tanınmış ve Türkiye ekonomisi için önemli büyüklüğü temsil eden şirketlerde yer almaktadır. Bu çerçevede, Türkiye’de gerek hacim ve gerekse sayı olarak gelişen ilk halka arz piyasası, kısa ve uzun dönem için dünya ölçeğinde geçerli olan ilk halka arz fenomenlerini ve bu fenomenleri etkileyen faktörleri incelememize vesile olmuştur.

ABD ve diğer gelişmiş piyasalarda yapılan çok sayıda teorik ve ampirik çalışma ilk halka arz fenomenleri üzerine yoğunlaşmıştır. Bu fenomenler, örneğin ilk halka arzlarda aşırı ilk gün getirisinin ortalama piyasa getirisinin önemli ölçüde üstünde olduğu fenomeni, tipik olarak, "düşük fiyatlamanın" kanıtı olarak yorumlanmıştır. Bir diğer akademik (bilimsel) ilgi çeken fenomen ise, halka arzların satış sonrası performansı ile ilgilidir. Ortalama olarak bakıldığında, ilk halka arzların uzun vadeli performansının kötü olduğu ve uzun vadede gösterge endeks getirilerinden daha düşük kaldığı fenomenidir. Ayrıca, akademik dünyada (literatürde/yazında), gerek kısa ve gerekse uzun vadede, ilk halka arz hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin neler olduğu, yatırımcılara belirlenen değişkenlerle yol gösterici olup olunamayacağı da bir başka yanıt aranan soru olmuştur. Bu fenomenlerin Türkiye’de halka açılan şirketlerde nasıl işlediği ile halka açılma sonrası kısa ve uzun vadeli performansı etkileyen değişkenlerin neler olduğu, bu tezin ana konusu olmuştur.

Bilindiği üzere, sermaye piyasalarının piyasa katılımcıları anlamında asli iki unsuru vardır. Fon talep edenler ve fon arz edenler. Fon talep edenler, ihraççı olarak sermaye piyasası araçlarını çıkartan, halka arzı gerçekleştiren şirketlerdir. Fon arz edenler ise, tasarruf fazlası olan bireysel ve kurumsal yatırımcılardır. Bu iki unsurun tüm açıklama kavramı bazında piyasada karşılaşması ile sermaye piyasası araçlarının fiyatı oluşmaktadır. Bu tezin inceleme konusuna giren hisse senedi ilk halka arzlarında, oluşan

bu fiyatın yüksekliği tasarruf sahipleri açısından zarar niteliğindeyken, düşüklüğü ihraççılar açısından ek maliyettir. Zarar ve maliyetin minimum seviyelere çekilmesi ise uygun ilk halka arz modellerinin oluşması ile mümkün gözükmektedir. Tezin öncelikli hedefi, 1993-2020 döneminde yapılmış olan ilk halka arz verileri üzerinden hareketle, uygun halka arz modellerinin oluşturulmasında yol gösterici olmak olacaktır. “İlk halka arz fiyatının en gerçekçi şekilde belirlendiği halka arz yapıları hangileridir?”, “kısa ve uzun dönemde piyasa getirisine en yakınsayan halka arzların temel özellikleri nelerdir?”, sorularına cevap aranacaktır. İkinci hedef ise, ilk halka arzların kısa ve uzun dönemli performansını etkileyen değişkenlerin neler olduğuna ilişkin modelleme çalışmaları olacaktır. Bu amaçla oluşturulacak modellerle, yatırımcılara kısa ve uzun dönemli performans beklentilerinde yol gösterici olunacaktır.

Öncelikle, 1993 ve 2020 yılları arasında toplam 347 ilk halka arzın verileri bir araya getirilmiştir. Bu veri seti ülkemizde, bu konuda yapılan çalışmalarda şu ana kadar kullanılan en geniş veri setini oluşturmaktadır. Söz konusu veri seti tarihsel, sektörel, yapısal ve halka arz seçeneklerine göre 11 alt bölüme ayrılmıştır. Her bölüm ayrı ayrı incelenmiş ve bölümler arası farklılıklar analiz edilerek, etkin ilk fiyatlama için uygun halka arz seçenekleri oluşturulmaya çalışılmıştır. Kısa ve uzun dönem için hisse performansını etkileyen değişkenlerin her bir alt bölüm için ayrı ayrı regresyon yöntemiyle analiz edilmesi ile literatüre katkı sağlanacağı değerlendirilmektedir. Tez temel olarak 5 ana bölümden oluşmuştur.

Birinci bölümde, ilk olarak halka açılma ve ilk halka arz kavramlarının tanımları yapılmakta, halka arzın nedenleri, yöntemleri ve satış yöntemleri üzerinde durulmaktadır. Daha sonra, halka arz süreci, halka arzda tahsisler, açılma oranının belirlenmesi, işlem görülecek pazarlar açıklanmakta, halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemler üzerinde durulmaktadır. Bu bölümün sonunda ilk halka arzlarda düşük fiyatlama fenomeni ve nedenleri üzerindeki teorik tartışmalara yer verilmektedir.

İkinci bölüm literatür incelenmesine ayrılmıştır. İlk halka arzda temel motivasyon ve çekince kaynakları, ilk halka arzlarda vazgeçme gerekçeleri, ilk halka arzların sayı ve fiyat performanslarını etkileyen değişkenler literatürleri ile Türkiye’de ve dünyada kısa ve uzun dönem fiyat performansına ilişkin ampirik literatür bu bölümde incelenmiştir.

Üçüncü bölüm Türkiye’de 1993-2020 döneminde ilk halka arz performans araştırması ve sonuçlarına ayrılmıştır. Öncelikle tezin amacı ortaya konmuş, kapsamı ve

kullanılan veri seti açıklanmış, araştırmada esas alınan yaklaşımlar ve yöntemler verilmiştir. Daha sonra kullanılmak üzere ve araştırmanın nasıl yapıldığına ışık tutması için gereken tüm veriler ve ampirik metodoloji bu bölümün başında açıklanmış, araştırma alt grupları ve araştırma hipotezleri listelenmiştir.

Kullanılacak temel yaklaşımlar ve veriler açıklandıktan sonra analize geçilmiş ve araştırmanın kısa ve uzun dönem ayırımında bulguları paylaşılmıştır. Bu üçüncü bölüm düşük fiyatlama fenomenine ilişkin ülkemiz özelindeki saptamaları içeren bölümdür. Ayrıca çeşitli metodolojik seçenekler ile ilk halka arz piyasasının canlı veya durgun olduğu dönemlere ilişkin bir dizi ayırım temelinde hisselerin nasıl perform ettiği incelenmiştir. Bulgular, düşük fiyatlandırma olgusunun, zaman ve oluşturulan gruplar bazında oranı değişmekle birlikte, incelenen tüm dönem ve gruplamalarda gözlenen bir özellik olduğunu göstermiştir. Uzun dönem düşük performans içinde benzer saptamayı yapmak mümkündür.

Üçüncü bölümde, bulgulara ilişkin kısa bir toplu değerlendirme yapıldıktan sonra göreceli refah katsayısına ilişkin rakamlar paylaşılmıştır. Üçüncü bölümün sonunda etkinliği daha fazla olduğu belirlenen farklı halka arz modellerine ilişkin bilgiler verilerek öneriler geliştirilmiştir.

Dördüncü bölüm, Türkiye’de ilk halka arzların kısa ve uzun dönemli fiyat performansını etkileyen değerkenlerin analizine ayrılmıştır. İlk halka arzı takip eden satış sonrası dönemde belirli bir süre boyunca mutlak ve göreceli getiriler rapor edilmiş, satış sonrası dinamikler analiz edilmiştir. Bu analize ilişkin veri seti ve kullanılan yöntem açıklandıktan sonra elde edilen kısa ve uzun dönemli bulgular paylaşılmıştır.

Beşinci bölüm sonuç ve değerlendirme bölümüdür. Bu bölümde geniş bir özete yer verilmiş, araştırmanın temel bulguları kategorik olarak paylaşılmıştır.

I. BÖLÜM HALKA AÇILMA VE İLK HALKA ARZ

1.1. Halka Açılma ve İlk Halka Arz Tanımı

1.1.1. Halka Arz Kavramı

“Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel çağrı ve bununla bağlantılı satışı ifade eder.”¹ Yasal tanımlamada ise “halka arzın iki unsuru çağrı ve satış olarak belirlenmiştir. Halka açılma ise, anonim ortaklık sermayesini temsil eden payların, kısmen veya tamamen halka arz yoluyla ilk kez halka satılmasıyla başlar.”² Kavramsal tanımlamada halka açılma “sermaye piyasasından finansman sağlamakla özdeş bir kavram değildir. Zira borçlanma aracı ihracı yoluyla da sermaye piyasasından kaynak bulunabilir ancak bu halka açılma anlamında değildir. Bir başka deyişle halka açılma sadece anonim ortaklık paylarının halka arzı yoluyla gerçekleştirilebilir.”³

“İşletmeler çeşitli nedenlerden dolayı fonlara ihtiyaç duyarken ve buna yönelik arayış içerisinde olurken, diğer taraftan diğer bazı işletmeler, kurumlar ya da kişiler fazla fonlarını ödünç vermeye çalışır. Finans piyasalarında paraya ihtiyaç duyan kuruluşlar, fazla fonu olan diğerleri ile bir araya getirilir.”⁴ Finansal piyasalar iki gruba ayrılabilir. Para piyasası ve Sermaye piyasası, finansal piyasa türleridir. Para piyasaları, kısa vadeli borç verme veya borçlanma için kullanılırken, para piyasasında varlıklar genellikle bir yıl veya daha kısa süreyle elde tutulurken, Sermaye Piyasalarında fonlar, sermaye üzerinde doğrudan veya dolaylı etkisi olan uzun vadeli menkul kıymetler için kullanılır. Sermaye piyasaları, hisse senedi piyasasını ve borç piyasasını içerir. Para piyasaları, bankaların ve diğer finans kuruluşlarının kısa süreli finansal enstrüman alım satımını yaptıkları organize olmayan piyasalardır. Para piyasasında alım satım, çoğunlukla tezgâh üzerinden (OTC) yapılır, yani organize market (borsa) hiç kullanılmaz veya çok az kullanılır. Sermaye

¹ Çağlar Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2016, s.587.

² Ç. Manavgat 2016, s.41.

³ Ç. Manavgat 2019, s.41

⁴ S. Besley ve E.F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, Thomson South-Western, Thirteenth Edition, 2005, s.38

piyasası ise, hisse senetleri, bonolar, tahviller gibi finansal ürünlerin alınıp satıldığı bir tür finans piyasasıdır. Uzun vadeli finansman ve uzun vadeli sermaye gereksinimi sağlama amacına hizmet ederler.

“Sermaye piyasası birincil ve ikincil piyasa şeklinde iki alt bölümden oluşur. Birincil piyasa, yeni menkul kıymet ihraçlarının halka arz edildiği piyasadır. İkincil piyasa ise ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasadır. İkincil piyasalara örnek olarak, New York Borsası (NYSE), Borsa İstanbul (BİST), NASDAQ gibi ihraç edilmiş ve satılan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasaları vermek mümkündür.”⁵

SPK'nın yapmış olduğu halka arz tanımında kavramın “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması amacıyla çeşitli yollardan yapılabilen genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış*” anlamında ifade edildiği görülmektedir. Tanımda yer alan çağrı ile sözlü veya elektronik ortamlardan yapılan çağrılara işaret edilmektedir.⁶ Yapılan çağrılardaki amaç, “*yazılı, sözlü veya elektronik araçlar ile çok sayıda kişiye, sonuç olarak da halka çağrıda bulunularak sermaye piyasası araçlarını satın almalarına yönelik bilgiler paylaşılır*” ifadesiyle ortaya konmakta, geniş kitlelere erişimin hedeflendiği görülmektedir.⁷

“Bir işletmenin halka açılması halka kapalı iken hisse senetlerini ilk kez birincil sermaye piyasasına sunması anlamını taşımaktadır. Diğer taraftan halka arz ise daha geniş bir kavramdır ve geçmişte halka açılmış olan bir işletmenin büyümeyi sürdürebilmek amacıyla zaman zaman tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetleri ihraç etmesi anlamına gelmektedir.”⁸

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu madde 3'te halka açık ortaklık:

“Madde 3.e. *Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları ifade eder*” şeklinde tanımlanırken halka arz ise “Madde 3.f. *Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder*”

⁵ A. O. Gürbüz, Investment Analysis and Portfolio Management, İstanbul: Yayılım Yayıncılık, 2004, s.83.

⁶ SPK, Usulsüz Halka Arzlara İlişkin Açıklama, Sermaye Piyasası Kurulu, 2020, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/4>, adresinden 21 Şubat 2021 tarihinde erişilmiştir.

⁷ M. S. Uşaklı, Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s.55.

⁸ Gökalp, N. K. (2014). Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi", Beta Yayıncılık, İstanbul.

şeklinde tanımlanmıştır.⁹ Bu bağlamda bir şirket ilk halka arzı ile halka açık bir şirket konumuna gelmektedir. Ayrıca bu kanunda belirtildiğine göre, hisseleri halka arz edilmemiş olsa da hisseleri borsada işlem görmekte olan şirketler ile hisse sahiplerinin sayısı 500'ün üzerinde olan anonim şirketlerine ait hisselerin halka arz edilmiş olarak kabul edileceği ifade edilmiş ve bu şirketlerin de halka açık şirket statüsünde olacağı belirtilmiştir.¹⁰

Özet olarak halka açılma, likidite, düşük maliyetli finansman, şeffaflık, güvenilirlik, kurumsallaşma, kurumsal yönetim ve güvenilirlik açısından avantajlar sağlar. İlk halka arz, pasif fonları ekonomik dolaşıma kazandırarak ekonomik büyüme için önemli bir finansal kaynak sağlar. Bu nedenle, halka arz, sermaye piyasalarının gelişme seviyesi için iyi bir göstergedir ve sığ piyasa yapılarını önler. Bu nedenle, bir halka arzın finans teorisinde mülkiyet yapısı, değerlendirme, piyasa verimliliği ve risk tahmini gibi çeşitli konuları içerdiği söylenebilir.

1.1.2. İlk Halka Arz Kavramı

İlk halka arz, (Initial Public Offering) bir özel şirketin ilk kez hisse senetlerini yatırımcılara sunarken izlenen süreci ifade eder. İlk halka arz (IPO), şirketlerin halktan kaynak temin etmek için kullanabilecekleri yöntemlerden biridir, ilk halka arz, şirket hisselerini bireysel, kurumsal ve tüm yatırımcılar için yatırım yapılabilir hale getirecektir.

“İlk halka arz kavramı temel olarak halka kapalı (özel) bir şirketteki sermaye yapısının, şirkete halkın katılımı ile değiştirilmesidir.”¹¹ “Diğer bir deyişle ilk halka arz, bir şirket tarafından hisse senetlerinin ilk kez (tasarruf sahiplerinin yatırım yapması için) ihraç edilmesidir.”¹² İlk halka arz sürecinde, şirketler, mevcut hissedarların rüçhan hakkını kısıtlayarak çıkarılan payları satarak ya da mevcut hisseleri satarak hisselerini halka arz etmeyi seçebilirler. Halka açılma yoluyla öz sermayesinde artış sağlayan bir şirket, aynı anda, şirketin kurucuları ve diğer hissedarları açısından sahibi oldukları hisse

⁹ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Kabul Tarihi: 6/12/2012, 28513 sayılı Resmî Gazete, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>, adresinden 21 Şubat 2021 tarihinde erişilmiştir.

¹⁰ N. Çetin, H.E. Töremiş ve Z. Cantimur, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi, Ankara: Yetkin Yayınevi, 2014, s.46.

¹¹ S. Akbulak ve Y. Akbulak, Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık A.Ş., İstanbul: Beta Basım A.Ş., 2005, s.3.

¹² J.Z. Wei, A Layman’s Guide to Financial Terms, University of Toronto, 1999, s.11.

varlıklarını gelecek dönemlerde nakde dönebilmek için gereken piyasa ortamını meydana getirmiş olur.¹³

“Halka arzın başarı olasılığını artıracak bazı unsurlar şunlardır.¹⁴

- Geniş, büyüyen bir pazar
- Benzersiz ve farklılaşmış bir iş modeli
- Çekici bir ürün veya hizmet, tercihen rekabet avantajı olan veya bir "hendek" oluşturan ilk hareket ettiren statüsü olan bir ürün
- Önemli, sürdürülebilir ve görünür tahmini gelir artışı ile güçlü gelir artışı
- Güçlü marjlar ve nakit akışı üretimi
- Başarılı bir geçmiş
- Deneyimli, "halka açık şirkete hazır" bir yönetim ekibi
- Sağlam finansal, operasyonel ve uyumluluk kontrolleri”

“Halka açılma ile sağlanan sermaye, gelecekteki finansal piyasalara erişimin iyileştirilmesi ve yatırımcılar ile ortaklar için likidite sağlanması gibi halka açılmanın faydaları önemli olsa da halka arza başlamadan önce, şirketin yönetim kurulu ve yönetimi, halka açık bir şirket olmanın maliyetlerini ve sonuçlarını tam olarak anlamalıdır. Bu maliyetler ve sonuçlar, sorumluluğa potansiyel olarak daha fazla maruz kalma, kurumsal yönetime daha fazla vurgu (yönetim kurulu ve çeşitli komitelerin bileşimi dahil) yapma, daha fazla şeffaflık ve sonuç olarak hassas şirket bilgilerinin ifşasını kontrol etme becerisinin azalması, şirketin genişletilmiş yönetimi ve iç kontrolü şeklinde ortaya çıkabilir. Diğer taraftan halka açılmayla birlikte Sermaye Piyasası Kurulu ve ilgili Borsaların istedikleri raporlamalar ve yatırımcı ilişkileri işlevlerini desteklemek için gerekli olan yönetim süresinde ve idari maliyetlerde önemli bir artışın meydana geldiği de görülür.”¹⁵

Ronen ve Yaari¹⁶, ilk halka arz süreci konusunda iki farklı görüş olduğunu ileri sürmektedir. Bir görüşe göre, ilk halka arz bir sürecin sonudur ve işletmeye ilk kez yatırım yapan yatırımcıların hisselerini nakde çevirmelerine olanak tanır. Diğer görüşe göre, ilk halka arz sadece finansal büyüme için gerekli sermayeyi artırmak için yapılan bir eylemdir ve dolayısıyla firmanın gelecekte daha fazla sermaye toplamayı beklediğini gösterir. Bu karşıt görüşler bir firmanın yaşam döngüsü perspektifinden gelir ve bu farklı

¹³ J. R.vRitter ve I. Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, The Journal Of Finance, 57 (4), 2002, s.1796.

¹⁴ Daniel Klausner,Capital Markets Advisory Leader, Deals, PwC US 29,1,2019

¹⁵ Daniel Klausner, 2019, s.2.

¹⁶ J. Ronen ve V. Yaari, Earnings management. Springer US. 2008, s.46.

görüşler firmanın gelir yönetimi stratejisini etkiler. İlk halka arz süreci ve gelir yönetimi stratejileri, firmanın mali yaşam döngüsü ile yakından ilgilidir.

İlk halka arz, birçok girişimci, yönetici ve hissedar tarafından bir başarı göstergesi ve likidite elde etmek için bir yol olarak kabul edilir. Bu paydaşlar, ilk halka arzı yıllarca sıkı çalışma gerektiren "hayatta bir kez" meydana gelecek olan önemli bir olay olarak kabul etmektedir. Bununla birlikte, ilk halka arz büyük bir çaba, maliyet ve yönetsel odaklanma gerektirir.¹⁷ Diğer bir deyişle, bir firma halka açılmaya karar verirse, o zaman şirket yönetim kurulu ve icra yetkilileri süreci titizlikle incelemeli ve olayın artılarını ve eksilerini dikkatlice ortaya koymalıdır. Maliyetleri, riskleri ve çabalarına rağmen, farklı paydaşların halka açılma konusunda farklı hedefleri vardır.

1.1.2.1. İlk Halka Arzın Avantajları

İlk halka arz değerlendirilirken, bir şirket halka açılma motivasyonlarının yanı sıra ilgili artıları ve eksileri de değerlendirmelidir. Bu değerlendirme süreci en iyi şekilde, şirketin göze çarpan sorunların üstesinden gelmesine yardımcı olabilecek bir yatırım bankası, danışmanlık şirketi ya da bir aracı kurum ile yürütülebilir. Halka açılmanın birçok avantajı vardır ve bunlardan en ilgili olanları aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

*“Halka açılmayla birlikte sorumluluk ve şeffaflık tüm hissedarların çıkarı açısından ve şirketin başarısı açısından gerekli hale gelmektedir. Bu bağlamda şirketin kurumsal yönetim anlayışını benimsemesi gerekmektedir.”*¹⁸ 2003 yılında halka açık şirketler için kurumsal yönetim ilkeleri SPK tarafından yayınlanmıştır. Bu bağlamda şirketler senelik olarak kurumsal yönetim prensiplerine uyum raporunu yayınlamak zorundadır.¹⁹ Bahse konu raporda kurumsal yönetim prensiplerine uymadılar ise neden uymadıkları şirketler tarafından açıkça belirtilmesi gerekmektedir. SPK 2011'den itibaren daha önce benimsemiş olduğu “Uygula-Uygulamıyorsan Açıkla” politikasının daha da ötesine geçmiş ve birtakım prensiplerin uygulanmasını zorunluluk olarak ortaya koymuştur.²⁰

¹⁷ S. Allison, C. Hall, D. McShea ve K. VanYe, The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors. Merrill Corporation. 2008, s.1.

¹⁸ F. Sebilcioğlu, S. Karaağaoğlu, G. Karacar, S. Naipoğlu, F. Arkun ve B. Koçer, Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul. 2013, s.62-63.

¹⁹ SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2003, s.22.

²⁰ SPK. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, NO: 56), Sermaye Piyasası Kurulu, 30 Aralık 2011, Resmî Gazete Sayı: 28158,

Halka açılmanın en yaygın nedenleri, şirkete organik büyümeyi finanse etmek için işletme sermayesi sağlamak, borcu geri ödemek veya satın almaları finanse etmek için birincil sermayeyi artırmaktır. Diğer doğrudan sonuçlar şunları içerir:²¹

- Şirket halka açıldığında, gelecekteki ihtiyaçları için tamamen yeni, derin ve likit bir sermaye kaynağına erişebilir.
- Halka açık olmak, şirketin sermaye artırma araç setine öz sermaye ekleyerek şirketin optimal bir sermaye yapısına ulaşmasını ve bunu sürdürmesini sağlar.
- Halka arzın ardından, şirket, birincil ve / veya ikincil hisse senetlerinin veya bunların bir karışımını müteakip ihraçlar yoluyla hisse senedi piyasalarından sağlayabilecektir.
- Prestijli bir borsada işlem görmenin sadece şirket için değil aynı zamanda hissedarları için de sayısız faydası vardır. Halka arz, şirketin mevcut sahiplerinin mevcut hisselerini satabilecekleri bir şekilde yapılandırılabilir. Ayrıca, şirket halka açıldığında, mevcut ortaklar, şirketteki ortaklık paylarını istedikleri zamanda likidite etme imkanına sahip olurlar.²²
- Borsada işlem gören şirket, halka açık şirketler hakkında sürekli yayın sağlayan finansal piyasalar aracılığıyla dünya çapında medyada yer alabilir. Ayrıca, aracı kuruluşlardaki araştırma analistleri hisse senedi ve şirket hakkında rapor yazmaya başlayabilir ve böylece şirketin profilini yükseltebilirler. Çeşitli kaynaklarda oluşan daha geniş kapsam, muhtemelen şirketin görünürlüğünü artırır, mevcut ve potansiyel müşteriler ve tedarikçilerle olan itibarını olumlu etkiler ve böylece pazar payının ve rekabetçi konumunun büyütmesine yardımcı olur.²³

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/12/20111230-14.htm>, adresinden 21 Şubat 2021 tarihinde erişilmiştir.

²¹ T. Dempsey, NYSE IPO Guide, Second Edition, Chicago, IL, United States, 2013, s.10.

²² J. Madura, Financial Markets and Institutions. 11. bs. USA Stamford: Cengage Learning. 2015, s.254; BİST, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, Borsa İstanbul, Kasım 2017, s.3, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf adresinden 22 Şubat 2021 tarihinde alınmıştır.

²³ BİST, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, Borsa İstanbul, Kasım 2017, s.3, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf, adresinden 21.02.2021 tarihinde erişilmiştir.

- “Şirket halka açıldığında, sağladığı fonu diğer kamu veya özel şirketleri satın almak için kullanabilir. Aynı şekilde, halka açık hisse senetleri, likit olmayan özel şirket hisselerine göre hedef hissedarlar için açıkça daha çekicidir.”²⁴
- Hisse bazlı ücret teşvikleri, çalışanların çıkarlarını şirketin çıkarlarıyla uyumlu hale getirir. Çalışanların şirketin finansal başarısının yanı sıra fayda sağlamasına olanak tanıyan bu programlar, üretkenliği ve şirkete olan bağlılığı artırır ve en iyi yetenekleri çekerken önemli bir tercih mekanizması işlevi görür. Ayrıca, ülkemizde çok uygulaması olmamakla birlikte, hisse senedine dayalı prim sisteminin varlığı, şirketin ek nakit harcaması yapmadan en iyi yetenekleri çekmesini sağlayacaktır. Halka açık bir şirket olmak, çalışanlara verilen hisse senedi bazlı primlerin ister opsiyon ister kısıtlı hisse senedi olsun, piyasada paraya çevrilme olanağını sağlar.²⁵
- Şirketler halka açılarak vergi konusunda da avantaj sağlayabilir. Örneğin İngiltere’deki vergi politikası halka kapalı şirketler ve küçük bir grubun sahibi olduğu şirketler açısından dezavantajlıdır. Bu bağlamda şirketler halka açılarak vergi avantajından faydalanmaktadır. “Benzer şekilde Almanya ve İsveç gibi ülkelerde de halka açık şirketler açısından vergilendirmelerde avantajlar sağlandığı görülmektedir.”²⁶

1.1.2.2. İlk Halka Arzın Dezavantajları

İlk halka arzın faydaları kadar dezavantajları da vardır. Şirketler bir halka arz yaptıklarında, şirket hakkındaki bilgileri kapsayan katı şeffaflık kurallarına uymak zorundadırlar. Yönetimin, yönetim kurulu yapısı, direktörlerin ücretleri ve anlaşmalar gibi çeşitli yönleri kamuoyunun incelemesine tabi tutulur. Ayrıca, borsada işlem gören şirket, fiyata duyarlı bilgileri ifşa etmesi ve mali düzenleyiciler ve borsaya düzenli olarak raporlar sunması gerektiği için borsada işlem gördükten sonra devam eden yükümlülüklerle uymalıdır.²⁷

²⁴ F. Otlu ve S. Ölmez, “Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB’de Bir Uygulama”, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 2 (2), 2011, s.16.

²⁵ T. Dempsey, NYSE IPO Guide, Second Edition, Chicago, IL, United States, 2013, s.10.

²⁶ N.K. Gökalp, 2014, s.90.

²⁷ S.E. Bochner vd., 2016, s.2.

Bütün bunlar şirket açısından ilave para ve zamana mal olur ve aynı zamanda firmanın rakiplerine hayati stratejik bilgiler sağlar. 2000'li yılların başında yapılan Londra Borsası (LSE) anketinde, ankete katılan şirketlerin neredeyse tamamı borsada listelenmenin bazı dezavantajlarını ileri sürmüştür. Şirketlerin %61'inin belirttiği üzere ek raporlama ihtiyacı ve bununla ilgili maliyetler temel dezavantajlar olarak görülmüştür. Buna ek olarak, halka arz ile şirketlerin yaklaşık %34'ü hisse fiyatlarının oynaklığından endişe duymuştur.²⁸

Halka arzın dezavantajları hakkında daha geniş düşünüldüğünde, halka arzın ana sonuçlarından biri, yönetimin sahiplikten ayrı hale gelmesidir. İlk halka arzla birlikte, şirketlerde kârların bir bölümünü mevcut kurucu, ortak, yönetici ve çalışanlar haricinde ilk halka arzda ya da şirket hisselerinin işlem gördüğü borsada hisse satın almış olan üçüncü kişiler ya da kuruluşlar ile paylaşma durumu oluşur. Şirketin sahiplerinin sahiplik oranlarında düşüş meydana gelir ve diğer yeni ortaklara karşı sorumluluklar ortaya çıkar. Şirketin sahipleri, firmayı her gün yöneten yöneticileri atayan, yönetim kurulunu atar. Bu, yöneticilerin uzun vadeli ufku gerektiren iyi yatırım fırsatlarını sistematik olarak reddetmesi nedeniyle yönetsel dar görüşlülüğe yol açabilir. Halka açılma, yönetim tarafından alınan tüm kararların firma sahiplerinin çıkarlarına uygun olmaması nedeniyle, klasik ana-vekil çatışmasıyla ilgili sorunları da ortaya çıkarabilir.²⁹

Diğer bir husus, halka açılmanın bir firmanın görünürlüğünü artırırken, şirket birleşmelerinin daha olası olduğu anlamına gelirken, aynı zamanda firma sahiplerinin işlerinin kontrolünü kaybedebilecekleri düşmanca bir devralma olasılığını da ortaya çıkarmasıdır.³⁰

Halka açılma süreci uzun ve karmaşık süreçleri içerir ve bu süreçte şirket asıl işine odaklanmaktan geri kalabilir. Bu uzun ve karmaşık süreçte içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) olabilir ve bunun sonucunda şirket zarara uğrayabilir.³¹

İlk halka arzın şirketler açısından ayrıca bir maliyeti mevcuttur. Bu bağlamda ülkemizin örneği incelendiğinde aşağıdaki kalemlerde maliyetlerin oluşması durumu meydana gelmektedir:³²

²⁸ A. Khurshed, Initial Public Offerings: The mechanics and performance of IPOs, Harriman House Ltd., Hampshire, UK, 2011, s.20.

²⁹ T. Taulli, High-Profit IPO Strategies, 3. bs. USA New Jersey: Wiley, 2013, s.20.

³⁰ A. Khurshed, 2011, s.20.

³¹ T. Taulli, 2013, s.19.

³² BİST, 2017, s.22.

- i. Aracı kurum ve kuruluşlara ödenen aracılık komisyonu,
- ii. Borsa İstanbul (BİST)'e kotta kalma ücreti,
- iii. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'ya kurul ücretleri,
- iv. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)'ya giriş aidatı,
- v. Denetim kuruluşları ve hukukçulara yapılan ödemeler.

1.2. Halka Arz Nedenleri ve Yöntemleri

Çalışmanın bu kısmında halka arzın nedenleri ve halka arzda kullanılan yöntemler incelenmiştir.

1.2.1. Halka Arzın Nedenleri

*“Bir şirketin ilk halka arzı ile işletmenin ekonomik ve hukuki yapısının değişmesine yol açan önemli bir karar alınır. Bahse konu karar sonucunda şirkete yeni ortakların katılımı gerçekleşir ve işletmenin yönetimi artık bu yeni meydana gelen sahiplik yapısı karşısında sorumludur.”*³³ Şirketler bakımından kayda değer etkilere ve neticelere neden olan bu kararın verilmesi halka arz sürecindeki en zorlu aşamadır ve izleyen aşamalar nispeten daha kolaydır.³⁴

*“Şirketlerin ilk halka arz kararlarına etki eden sebepler faaliyet gösterilen ülkeye göre değişebilir.”*³⁵ *“Ancak, halka arz kararı alınmasında en önemli sebeplerden biri şirketin finansman kaynakları sağlama gereksinimidir.”*³⁶ *“Finansman kaynaklarına ulaşmaya ilave olarak ilk halka arzla birlikte farklı alanlarda çok çeşitli yararlar ve fırsatların şirketin önüne açıldığı ifade edilebilir. Bahse konu yararlar ve fırsatlar özet olarak şirketin piyasa değerinde artış, toplumsal anlamda şirketin bilinirliğinin artması, hisselerin likit durumuna gelmesi, şirket imajının güç kazanması, çalışanlarının motivasyonunun yükselmesi ve bütün bunlara ilave olarak kurumsallaşma, kredibilitiyi artırma, riski dağıtma, globalleşme şeklinde ifade edilebilir. Zira bu potansiyel yararlar ve fırsatlar bu önemli kararın alınmasında olumlu yönde etkili olmaktadır.”*³⁷

İşletmeler çeşitli nedenlerle halka arz yapabilir. Örneğin, büyüyen şirketlerin genişleme için sermayeye ihtiyacı olabilir. Birikmiş kazançlar, arkadaşlar ve aile gibi dahili kaynaklar veya banka kredileri veya özel sermaye gibi harici kaynaklar ya mevcut

³³ B. Elmas, İlk Halka Arz: Teori ve Uygulama, Ankara: Gazi Kitabevi, 2012, s.7.

³⁴ BİST, 2017, s.1.

³⁵ N.K. Gökalp, 2014, s.89.

³⁶ F. Oflu ve S. Ölmez, 2011, s.16.

³⁷ B. Elmas, 2012, s.7.

değilse ya da yeterli sermaye üretmiyorsa, o zaman genellikle finansmana ihtiyacı olan bir işletme için kalan tek seçenek bir halka arz yapmaktır. Bu kapsamda halka arz, şirkete birden fazla şekilde yardımcı olur.³⁸

- Halka arz yoluyla bir firma, mevcut ve gelecekteki sermaye gereksinimlerini finanse etmek için sermaye toplayabilir. Bu sermayenin bir kısmı ile, vadeye yakın olan krediler ödenerek borç azaltılabilir.
- Ayrıca, ilk halka arz tamamlandıktan sonra, şirketler, ikincil piyasada uygun koşullar da gelecekte daha fazla sermaye artırabilir.
- Üçüncüsü, başarılı bir halka arz gerçekleştiren şirket, şirketin işini çevreleyen şeffaflığın artması ve borsadaki varlığı nedeniyle piyasadaki daha iyi koşullarda borç almayı bekleyebilir.

Yukarıda da bahsedildiği gibi şirketler, özellikle finansal ihtiyaçları için fon yaratmak üzere halka açılmaktadır. Brau ve Fawcett³⁹, şirketleri halka açmanın bazı ek temel nedenleri olduğunu iddia etmektedir. Bahse konu araştırmacılar şirketlerin aşağıdaki sebepler ile halka açıldığını iddia etmektedir:

- i. İhtiyaç duyulan sermayeye erişim sağlamak,
- ii. Gelecekteki satın almalarda kullanılmak üzere halka açık hisseler yaratmak,
- iii. İşletme için bir piyasa değeri oluşturmak,
- iv. İşletmenin piyasadaki itibarını artırmak,
- v. Sermaye maliyetini en aza indirmek,
- vi. Sahiplik tabanını genişletmek,
- vii. Analistlerin dikkatini çekmek,
- viii. Risk sermayedarlarının nakde dönmesine izin vermek.

“Her ne kadar halka açılmasının cazip tarafları olsa da birtakım faktörler de firmaların halka açılmasını engellemektedir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:”⁴⁰

- i. Karı paylaşmak zorunda olmak,

³⁸ A. Khurshed, 2011, s.16.

³⁹ J. C., Brau ve S. E. Fawcett, “Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 2006, s.108.

⁴⁰ M.K. Çelik, “Firmaların İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performanslarının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Örneği”, *International Journal of Management Economics & Business*, 12(27), 2016, s.268.

- ii. Artan raporlama ve denetim sorumlulukları,
- iii. Yönetimde kontrol gücünün azalması,
- iv. Gizlilik kaybı,
- v. Hukuki takip,
- vi. Kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü ve,
- vii. İlk halka arz sürecinin maliyetleridir.

Avantajları ve dezavantajları göz önüne alındığında, halka açılma kararı firma yöneticileri için stratejik ve zor bir süreçtir. Halka açılma, firmanın hisse satışı yoluyla daha büyük bir organizasyonun parçası olmasını sağlar. Hisse senetlerinin piyasa değeri günlük olarak izlenebilir ve hisse senedi fiyatları karşılaştırılabilir.

1.2.2. Halka Arzın Yöntemleri

“Ülkemizde şirketlerin, ilk halka arzını kuruluşları sırasında ya da kuruluşlarından belirli bir süre sonra yapabilme imkânı vardır. Tedrici kuruluş şeklinde adlandırılan halka açık biçimde bir şirketin kuruluş yöntemi SPK öncesi dönemde sıklıkla karşılaşılan bir yöntemdir. Ancak SPK’nın kurulmasından sonra çok fazla ayrıntı ve bürokratik süreç içermesi nedeniyle bu yöntemin terk edildiği görülmektedir. Günümüzde genel olarak ilk halka arzların kapalı aile şirketlerinin halka açılması ile gerçekleştirildiği görülmektedir.”⁴¹

“Şirketlerin ilk halka arzlarında seçeceği yönteminin ne şekilde olduğu fiyatlamaya açısından önemlidir. Bu bağlamda seçilen yöntemin şirketin fiyatında doğrudan etkiye sahip olabileceği gibi yatırımcıların da şirketin hisselerine olan talebini olumlu ya da olumsuz bir biçimde etki edebilir.”⁴²

Şirketlerin ilk halka arzları “Sermaye Artırımı (Yeni pay ihracı)” ya da “Mevcut Payların Halka Arzı (Ortak satışı)” yöntemlerinden herhangi birini tercih ederek yapabilecekleri gibi bu iki yöntemi karma bir şekilde bir arada da kullanarak yapabilmektedir. Bu ilk halka arz yöntemleri aşağıda özet olarak açıklanmıştır:⁴³

- i. **Mevcut Payların Halka Arzı (Ortak Satışı) Yöntemi:** Var olan hisselerin halka arzı yöntemi, şirketin yeni hisse ihraç etmemesi, ancak önceden ihraç edilen hisselerin halka arzı ile gerçekleştirilir. Bundan dolayı da bu yöntemin

⁴¹ T. Korkmaz ve A. Ceylan, Sermaye Piyasası Temel Konular, Bursa: Ekin Yayınevi, 2017, s.213.

⁴² N.K. Gökalp, 2014, s.97.

⁴³ SPK, Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, s.6, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73> adresinden 21.02.2021 tarihinde erişilmiştir.

kullanılması halinde şirkete kaynak girişi sağlanamaz.⁴⁴ Bu şekilde arz ile sağlanan kaynak, satılmış olan hisselerin sahipleri konumundaki ortaklarca elde edilir.⁴⁵ “Hisse satışı sonucunda ortakların sağladıkları bu fonu istedikleri biçimde kullanma hakları mevcuttur. Bu ortaklar diledikleri takdirde aynı şirkete satıştan elde ettiklerini sermaye olarak koyabilirler ya da şirkete borç verebilirler.”⁴⁶ Ancak satış sonrasında şirketteki ortaklıklarının oranı düşer.⁴⁷ “Sermaye artırımı yoluyla yapılan halka arz yatırımcılar tarafından daha fazla tercih ediliyor olmasına rağmen, ortakların da halka arz edilebilir hale gelen payların bir kısmını da olsa satarak halka arz priminden yararlanma hakları vardır. Esasen, halka arzın büyük ölçüde ortaklığın halka arzıyla gerçekleştirilmesi, ortakların halka arzının da karma yöntemin bir parçası olarak, ancak toplam halka arz büyüklüğü içinde göreceli olarak düşük oranda gerçekleştirilmesi, hâkim ortağın gözetim işlevini sürdürebilmek bakımından ortak olarak kalmaya devam etmesi, genel olarak çizilen bir halka arz tablosu oluşturur.”⁴⁸

- ii. **Sermaye Artırımı (Yeni Pay İhracı) Yöntemi:** “Bu yöntemde, ortakların yeni çıkacak olan hisseleri satın alma haklarının bütünüyle ya da kısmi olarak sınırlandırılarak (rüçhan hakları kısıtlanarak) sermaye artırımı gerçekleştirilir ve çıkarılan hisselerin ilk halka arzları yapılır.”⁴⁹ Bahse konu yöntemde yeni çıkarılan hisselerin satılmasıyla sağlanan kaynağın kullanım hakkı bütünüyle şirkete ait olur.⁵⁰ Sermaye artırımı yoluyla çıkarılan payların satılması, ilk halka arz aşamasında yatırımcılarında tercih edeceği bir yöntemdir. Zira, yatırımcının halka arzda ödediği bedel, ortaklık sermayesine dahil olduğundan, ortaklığı işletme amacı çerçevesinde kullanılacak, temettü ya da pay fiyatındaki artışa bağlı sermaye kazancı olarak yatırımcıya yansiyabilecektir. Oysa ortakların halka arzında, halka arz hasılatı ortağa ait olacağından, ortaklığa doğrudan bir yansıması söz konusu olmayacaktır. “Bu nedenle ilk halka arzda, tamamen veya büyük ölçüde, sermaye artırımı yoluyla çıkarılan payların satılması, ortaklığın finansmanını sağlaması ve buna bağlı

44 SPK, 2016, s.7.

45 BİST, 2016, s.17.

46 B. Elmas, 2012, s.58.

47 SPK, 2016, s.7.

48 Ç. Manavgat, 2016, s. 640

49 B. Elmas, 2012, s.58.

50 SPK, 2016, s.7.

olarak yatırımcının beklentilerine yanıt vermesi nedeniyle, ilk halka arz için daha uygun bir yöntemdir.”⁵¹

1.2.3. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Ülkemizde sermaye piyasası araçları satış yöntemleri SPK tarafından yayınlanmış olan II.5.2. Sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği” ile düzenlenmiştir. Bahse konu tebliğe göre ilk halka arzlarda “Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi”, “Borsada Satış Yöntemi” ve “Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi” kullanılabilir. Anılan yöntemler aşağıda özet olarak açıklanmıştır:⁵²

1.2.3.1. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi

Bu yöntemde, yatırımcıların halka arz edilen hisselerle yönelik taleplerinin toplanması ve bu taleplerin daha önce tespit edilmiş usul ve esaslar bağlamında karşılanan bölümüne ait satışları ifade eder. Talep toplanarak yapılan satışlarda, yatırımcıların satışa arz edilen hisselerle yönelik talepleri talep formunun oluşturulması yoluyla toplanmaktadır ve hisselerin satış işlemi taleplerin toplanmasını müteakip, daha önce izahnamede tespit edilmiş olan usul ve esaslara bağlı olarak gerçekleştirilmektedir.⁵³ *“Talep toplama yoluyla satış hem talebin ölçülmesi hem fiyatı belirlenmesi bakımından işlevseldir. Bu nedenle henüz arz ve talebi, buna bağlı olarak fiyatı oluşmamış payların ilk halka arzında, bu satış yönteminin uygulanması daha uygundur.”⁵⁴* Anılan yöntem uygulandığında satışa arz edilen hisselerle yönelik yeterli düzeyde talep meydana gelmez ise, talepte bulunulmayan hisselerle yönelik olarak Talep Toplamaksızın Satış Yönteminden istifade edilir. Talep toplama yoluyla satışın üç farklı yolla yapıldığı görülmektedir. Bunlar “Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi”, “Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemi” ve “Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama Yöntemidir.” Sabit fiyat ile talep toplama, sabit bir fiyat tespit edilerek talep toplanması ile gerçekleştirilir. Fiyat teklifi olarak talep toplama ise asgari bir satış fiyatının belirlenmesi ve belirlenen fiyatın üzerinde olan fiyat tekliflerinin alınması ile gerçekleştirilir. Toplanmış olan teklifler değerlendirilerek arz ve talep dengesi gözetilerek tek bir satış fiyatının belirlenmesi sağlanır. Fiyat aralığıyla talep toplamada ise satış fiyatına yönelik bir üst bir de alt sınır

⁵¹ Çağlar Manavgat, 2016, s,637.

⁵² SPK, 2016, s.10; SPK, Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği (II-5.2)", 28 Haziran 2013, s.13, Resmî Gazete, 28691, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm> adresinden 21.02.2021 tarihinde erişilmiştir.

⁵³ SPK, 2016, s.11.

⁵⁴ Ç. Manavgat, 2016, s,723

belirlenir ve bu sınırlar arasında kalan tekliflerin toplanması ile gerçekleştirilir. Toplanmış olan teklifler değerlendirilir arz ve talep dengesi gözetilerek tek bir satış fiyatı belirlenir. Bahse konu yöntemde üst sınırın, alt sınırın %20'sinden fazlası olamaz.⁵⁵

Halka arzlarda satış süreleri iki iş gününden az, yirmi iş gününden fazla olmamak üzere, halka arz eden tarafından belirlenmektedir.

1.2.3.2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

“Halka arzda kullanılacak ikinci yöntem talep toplanmaksızın yapılan satış yöntemidir. Direk satış yöntemi olarak 1993 yılında yapılan ilk halka arzlarda kullanılmıştır. Bu yöntemde sabit bir fiyattan satış yapılır ve yatırımcılar duyurulan banka hesabına para yatırarak pay satın alırlar. Bu yöntem sabit fiyatla talep toplama yöntemine benzemekle birlikte, bu yöntemde yatırımcı banka hesabına parayı yatırmasıyla pay sahibi olmaktadır.”⁵⁶ “Çok yoğun olarak kullanılmayan talep toplanmaksızın satış yöntemi, genellikle talep toplama ile yapılan satışlarda hisselerle yeterli düzeyde talep olmaması halinde elde kalan hisselerin satışı için kullanılan bir yöntemdir.”⁵⁷

1.2.3.3. Borsada Satış Yöntemi

Talep toplama yolu ile satış yöntemleri esasında hisselerin ilk olarak yatırım kuruluşları aracılığı ile borsa dışında satılmasını ifade eder. Ancak bu yöntemin dışında dileyen şirketler ilk halka arzlarını borsada birincil piyasada doğrudan yapabilirler.⁵⁸

Paylarını borsada halka arz edecek olan şirketler İstanbul Borsasında “Sürekli İşlem” yönteminin yanı sıra “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış” veya “Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış” yöntemlerinden birini de kullanabilmektedirler.⁵⁹

“Borsada satış yöntemi, nesnel fiyatı oluşan paylar için piyasa koşullarında satış olanağı veren, dolayısıyla halka arzın yapıldığı dönemde piyasada oluşabilecek primin halka arz edene yansıtılmasını ve payların da herhangi bir ayrımcılığa yer vermeyecek biçimde satışını sağlayan bir yöntemdir.”⁶⁰

⁵⁵ SPK, 2013, s.14.

⁵⁶ Ç. Manavgat, 2016, s725

⁵⁷ SPK, 2013, s.14.

⁵⁸ SPK, 2016, s.10.

⁵⁹ borsaistanbul.com/tr/sayfa/244/satis-yontemleri-igili-siteye-22.05.2021-tarihinde-ulasilmistir.

⁶⁰ Ç. Manavgat, 2016, s,725

“Borsa Birincil Piyasasında yine bir aracı kuruluş vasıtasıyla yapılacak satışın, talep toplanmaksızın gerçekleşmesi durumunda satış süresi iki iş günü, talep toplama suretiyle gerçekleşmesi durumunda ise talep toplama süresi, en az iki iş günü en fazla üç iş günüdür.”⁶¹

1.3. Mali Tablolar ve Bağımsız Denetim

Şirketlerin halka açılmasında yaşanan gecikmelerde ya da ertelemelerdeki temel sebebin şirketlerin finansal tablolarını gerekli olduğu şekilde muhasebe standartlarına uygun bir şekilde hazırlamamış olmaları olduğu görülmektedir. Bu nedenle bahse konu şirketlerin bağımsız denetime tabi tutulamaması durumu meydana gelmekte, denetimi yapılmış olsa da düzenleyici otoriteden onay alma sürecinde sorunlar yaşandığı görülmektedir. Bu durum standartlara uygun olmayan mali tablolardan ileri gelmektedir.⁶²

Bağımsız denetim kurumunun seçimi de ilk halka arz sürecinin ön hazırlık aşamasının önemli bir adımıdır. Hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar halka arz edilen şirketin mali tablolarının hangi bağımsız denetçi şirket tarafından incelendiğini önemsemektedir. Diğer bir ifadeyle güvenilir bağımsız denetim şirketleri halka arz edilen şirket açısından bir referans niteliği taşıyabilmektedir.⁶³ Zira Albring ve diğerleri en büyük ve tanınmış denetçi firmaların haricinde yerli denetçi firmaların seçiminin düşük ilk halka arz fiyatlaması ile ilişkili olduğunu tespit etmiştir.⁶⁴

İlk halka arz sürecinde başvuru yapan şirketin finansal tablolarını Sermaye Piyasası Mevzuatına uyumlu bir şekilde hazırlaması ve yetkili bağımsız denetim şirketlerinin denetiminden geçirmesi gereklidir. Bu bağlamda halka arz olacak şirketler SPK’ca yetkilendirilmiş olan bağımsız denetim şirketini tercih etmesi ve denetim sözleşmesi yapmaları gerekmektedir.⁶⁵

Payların halka arzında başvuruda yer alması belgeler içinde geçmiş 3 yıla ait yıllık ve düzenlemede öngörülen ara dönemler itibariyle hazırlanmış finansal tablolar ve bağımsız denetim raporları ile son 3 yıla ait faaliyet raporları da sayılmıştır.

⁶¹ Borsa İstanbul Satış Yöntemleri, 2021, s.244

⁶² D. F. J. Lipman, International and US IPO Planning: A Business Strategy Guide, Wiley and Sons Inc., 2009, s.71.

⁶³ age, s.33.

⁶⁴ S. M., Albring, R. J., Elder ve J. Zhou, “IPO underpricing and audit quality differentiation within non-big 5 firms”. International Journal of Auditing, 11(2), 2007, s.115.

⁶⁵ BIST, 2017, s.3.

Bağımsız denetim işletmelerin kamuya açıklanacak veya Kurulca istenecek yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, finansal raporlama standartlarına uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla bağımsız denetim standartlarında öngörülen gerekli tüm bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak, defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesi ve değerlendirilerek rapora bağlanmasını ifade etmektedir.⁶⁶

Diğer taraftan halka açılma kararının alınmasını müteakiben ilgili otoritenin raporlama standartlarını iyi bir şekilde takip eden, halka açık şirketlerde çalışmış muhasebe personelinin istihdam edilmesi ya da var olan personelin konu ile alakalı yoğun bir eğitime alınmasının fayda sağlayacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca şirketin finansal tablolarından sorumlu tüm personelin muhasebe standartlarına uyum sağlayacak kapasiteye ulaşmasını devam eden süreç için de gerekli olduğu değerlendirilmektedir

1.4. Aracılık Sözleşmesi ve Aracılık Türleri

Şirketler, kendileri doğrudan halka açılma sürecini seçebileceği gibi bir aracı kuruluş vasıtası ile de halka açılmayı tercih edebilirler. Şirketler kendilerine ait olan hisse senetlerini bir aracı kurumdan istifade etmeksizin doğrudan halka arz etmeleriyle, aracı kuruma yapacakları ödemeleri, aracı kurumdan kaynaklanabilecek düşük fiyatlama gibi dezavantajları minimize edebilirler. Fakat şirketlerin aracı kurumların vasıtası ile dolaylı bir biçimde hisselerini halka arz etmeleri de bu süreçte kullanılacak seçeneklerden biridir. Dolaylı halka arzda aracılık maliyetlerinin olması ve düşük fiyatlama riskinin bulunması gibi dezavantajlar bulunsa da halka açılmaya karar veren şirketin aracılık kurumlarının halka arz ve piyasalara yönelik olan engin deneyimlerinden faydalanması bir avantaj getirebilir ve bu bağlamda şirketler aracı kurumlarla halka açılmayı tercih edebilirler. “Aracı kurumlar şirketlerin halka açılmasında yardımcı olan ve yatırımcılar ile fona ihtiyaç duyanlar arasında köprü vazifesi gören şirketlerdir. Bu kurumlar fazla fona sahip olanlar ile fona ihtiyaç duyanları bir araya getirerek aralarında fon aktarımı yapılmasına yardımcı olurlar.”⁶⁷

SPK’na göre aracılık, sermaye piyasası araçlarının, Kurul tarafından yetkili kılınan kuruluşlarca kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına

⁶⁶ Seri:X, No:22 sayılı Tebliğ md. 4.

⁶⁷ G. Sayılğan, İşletme Finansmanı. Ankara: Turhan Kitapevi, 2013, s.66.

başkası hesabına alımı satımını ifade etmektedir.⁶⁸ Aracılığın bir türü olan halka arza aracılık faaliyeti ise, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade eder. Halka arza aracılık faaliyeti diğer aracılık faaliyetleri gibi SPK'dan yetki belgesi almış aracı kuruluşlarca yapılabilir. SPK, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteyebilir.⁶⁹

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında akdedilecek yazılı bir "aracılık sözleşmesi"ne bağlanması şarttır.⁷⁰ Bu sözleşme, aracı kuruluşla müşterisi halka açılacak şirket arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir çerçeve anlaşmasıdır.

Halka arza aracılık,

- a) En iyi gayret aracılığı,
- b) Aracılık yüklenimi, şeklinde yapılabilir.

1.4.1. En İyi Gayret Aracılığı

"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.⁷¹

Bu yöntemde aracı firma yalnızca satışa aracı olmaktadır, bunun haricinde diğer başka bir sorumluluğu üzerine almamaktadır.⁷²

İhraççı daha küçük, daha az tanınan bir şirkette, aracı en iyi gayret aracılığı anlaşmasına gidebilir. Bu aynı zamanda acil durum anlaşması olarak da adlandırılır. Bu tür bir anlaşmada, aracı şirket, ihraççının menkul kıymetlerini satmak için elinden gelen

⁶⁸ SPKn md. 30.

⁶⁹ SPKn md. 7.

⁷⁰ Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ md.41.

⁷¹ Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ md.38

⁷² D. D. Ejara, "Syndicate Size In Global IPO Underwriting". International Business & Economics Research Journal (IBER), 6(3), 2007, s.49.

en iyi çabayı göstermeyi kabul eder, ancak aracı tüm hisselerin satılacağını garanti etmez. Aracı satmadığı menkul kıymetlerden mali olarak sorumlu değildir. Aracıya, hisseleri satması için genellikle 30 ila 90 gün arasında belirli bir süre tanınır. Anlaşma süresi sonunda ihracın belirli bir kısmının satılmaması halinde teklif iptal edilerek menkul kıymetler ihraççıya iade edilir ve para yatırımcılara iade edilir.⁷³ Yurtdışı uygulamalarında iki tür en iyi gayret anlaşması mevcuttur. Bunlar:

- i. Ya hep ya hiç: Bu anlaşmada, aracı teklifteki tüm hisseleri satar veya teklif geçersiz kılınır. Daha spesifik olarak, aracı teklifi belirli bir tarihe kadar almalı ve belirli bir süre içinde satmalıdır. Aksi takdirde teklifin tamamı iade edilecektir.
- ii. Mini-max: Bu sözleşmede, aracı teklifin minimum sayıda hissesini satmayı taahhüt eder veya teklif iptal edilir. Aracıdan sadece kalanı satmak için elinden gelen çabayı göstermesi beklenir. Bir mini-max sözleşmesine bazen kısmen ya da hiç taahhüdü denir.

*“En iyi gayret aracılığı yöntemi ile yapılmış olan sözleşmede aracı kurum, ihraççı şirketin nam ve hesabına hareket ettiğinden dolayı en iyi gayret aracılığı sözleşmesi esasında hukuki açıdan vekâlet sözleşmesi niteliğindedir.”*⁷⁴ Berzek’e göre “aracı kurumla ihraççı şirket arasında vekâlet sözleşmesi bulunmakla beraber, dış ilişkide doğrudan bir temsilin varlığı söz konusudur.”⁷⁵ *“Bu sözleşmede aracı kurumun kendi namına hareket etmemesi sebebi ile bu aracılık sözleşmesi hukuki açıdan komisyon sözleşmesi olmadığı ifade edilebilir.”*⁷⁶

Bu yöntemin tercih edilmesinin temel olarak iki önemli sebebi mevcuttur. Bu sebeplerden ilki hisse senetlerini ihraç eden ortaklığın tanınmayan bir şirket olması ya da küçük ölçekte bir şirket konumunda olmasıdır. Gerek faaliyet alanı ve gerekse de kârlılığı açısından iyi duruma sahip olan, fakat yeni kurulmuş olan ve tanınmayan bir şirketin hisseleri, tasarruf sahipleri açısından başlangıçta çok da cazip olarak görülmeyebilir. Bu

⁷³ F. Huang, ve Z. Nie, “Influences of Different Underwriting Mechanisms on Offering Prices and the Case of China”. International Business Research, 1(2008), 2008, s.87.

⁷⁴ F. Acar, “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, 2001, s. 320; R. Tanör, Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, İstanbul: Beta Yayınları, 2000, s.285.

⁷⁵ A.N. Berzek, “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s.57.

⁷⁶ M.M. İnceoğlu, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s.80.

tür şirketlerin hisse senetlerinin satılmama riskinin yüksek olduğu söylenebilir. “Aracı kurumlar, bu nedenle satılmama riskini ihraççıya bırakır ve yalnızca hisse senetlerinin satılmasına yönelik olarak ellerinden gelenin en iyisini yapacak gayreti sergilemeyi taahhüt ederler.”⁷⁷

Bu yöntemin kullanılmasındaki diğer kayda değer sebep ise, aracı kurumun finansal yapısının zayıf halde olmasıdır. Zira aracı kurumun, hisse senetlerinin satılmaması durumunda riski üstlenmesi, satılmamış olan bölümü kendisinin satın alabilmesi açısından güçlü bir finansal yapı ve yeterli nakde gereksinimi vardır. “Bu nedenle aracı kurumların, hisse senetlerinin satılmama riskini kaldıramayacağını düşünüyorsa, kazanacağı komisyonun daha düşük düzeyde olmasına karşın, en iyi gayret aracılığını tercih ettikleri görülür.”⁷⁸

En iyi gayret aracılığının, çoğunlukla az tanınan ihraççılar tarafından küçük çaplı halka arzlarda kullanıldığı görülür.⁷⁹ Bu yöntemde aracı kurum ihraççının nam ve hesabına görev yapar. Hisse senetlerinin satışına yönelik elinden gelen her türlü gayreti sergilemesine rağmen satışın olmaması riskinin doğması halinde, satılmayan bölüm aracı tarafından ihraççıya iade edilir. Bazen satılmamış olan hisse senetlerini almayı üçüncü bir kişi üzerine alabilir. Bu durumda aracı kurum, satılmamış olan kısmın satışını bu kişiye yapar. “Satılan hisse senetlerinin bedeli, aracılık sözleşmesinde başka bir süre tespit edilmemiş ise, en geç satış süresini takip eden iş günü sonunda ihraççılara tamamen ve nakden ödenir.”⁸⁰

Aracı kurum en iyi gayret aracılığı kapsamında, yalnızca pazarlama hizmetleri vermeyi ve buna yönelik gereken her türlü işlemi yerine getirmeyi taahhüt etmektedir. Aracı kurum bu bağlamda, ihraç izni ile alakalı işlemleri takip eder, pazarlamaya yönelik ön araştırma yapar, kendi olanaklarını, deneyimini ve personelinin bir bölümünü bu iş için tahsis eder. Diğer taraftan, aracı kurum tarafından danışmanlık ve diğer bürokratik işlemlerin takip edilmesine yönelik de hizmet verilir. “Aracı kurum, bahse konu faaliyetlerin karşılığı olarak bir komisyon ücretini alma hakkını elde eder.”⁸¹ “Fakat

⁷⁷ Ü. Tekinalp, Sermaye piyasası hukukunun esasları. Ekonomik ve sosyal yayınlar. İstanbul, 1982, s.79; H. Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, Profesörlük Tezi, İstanbul, 1992, s.110.

⁷⁸ Ç. Manavgat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. Ankara, 1991, s.65.

⁷⁹ H. B. Mayo, Investments: an introduction. Cengage Learning. Boston, 2020, s.46.

⁸⁰ F.Acar, 2001, s.319.

⁸¹ M. Karslı, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul: Alfa Yayınları, 2004, s.115.

aracı kurumun bahse konu aracılık yönteminde hiçbir şekilde riski üzerine almaması nedeni ile ihraççıdan talep edeceği komisyon ücretinin düşük olacağı ifade edilebilir.”⁸²

1.4.2. Aracılık Yüklenimi

Aracılık yüklenim mekanizması, aracının anlaşmaya göre yeni menkul kıymetleri satın alacağı ve menkul kıymetleri, satışla ilgili tüm masrafları üstlenerek bir kâr marjı ile halka yeniden satacağı anlamına gelir. Bu mekanizmada, aracılık taahhüdü süresi sonunda aracı satılmayan tüm menkul kıymetleri kendisi satın alır. Kesin taahhüt yüklenimi mekanizması kapsamında, ihraççı garantili fonları belirli bir dönemde alabilir ve piyasa riskinin tamamını veya çoğunu aracıya aktarabilir. İhraççı, genellikle tüm yeni hisse ihraçlarını bir veya birkaç önde gelen aracıya satar.⁸³

Aracılık yüklenimi yönteminde ise aracı firmanın satış için aracılık ederken ihraççı firmaya hisselerin satışının bir kısmını ya da bütünü taahhüt ettiği görülür. Bundan dolayı aracı firma satışa aracılık yapmanın haricinde hisselerin bir bölümünün veya bütünü alım sorumluluğunu üstlenir. SPK tarafından yapılan Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 38.maddesine göre aracılık yüklenim sözleşmesinin “bakiyeyi yüklenim”, “kısmen yüklenim” ve “tümünü yüklenim” olmak üzere üç farklı biçimde yapılabildiği bilinmektedir. Bunlar aşağıda kısaca açıklanmıştır:⁸⁴

- i. Bakiyeyi Yüklenim: Bakiyeyi yüklenim yönteminde aracı tarafından pay senetlerinin satışı için aracılık yapılır ve satış süresi sonunda satılmamış olan hisseler mevcut ise bu hisse senetlerinin tutarının tamamını ihraççı firmaya ödenir.
- ii. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim: Bahse konu yöntemde aracı tarafından pay senetlerinin satışı için aracılık yapılır, fakat satış süresi sonunda satılmamış olan hisseler mevcut ise bu hisse senetlerinin tutarının bir bölümü ihraççı firmaya ödenir.
- iii. Tümünü Yüklenim: Bu yöntemde satış sürecinin öncesinde pay senetlerinin tamamı aracı tarafından ihraççı firmadan satın alınır ve bedeli ihraççı firmaya

⁸² R.Tanör, 2000, 278

⁸³ F. Huang ve Z. Nie, 2008, s.88.

⁸⁴ MEGEP, Muhasebe ve Finansman: Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Millî Eğitim Bakanlığı, Ankara. 2011, s.27,

ödenir. Satışın başlamasıyla bu pay senetlerinin satışı aracı tarafından gerçekleştirilir.

- iv. Kısmen Tümünü Yüklenim: Bu yöntemde satış sürecinin öncesinde pay senetlerinin bir kısmı aracı tarafından ihraççı firmadan satın alınır ve bedeli ihraççı firmaya ödenir. Satışın başlamasıyla bu pay senetlerinin satışı aracı tarafından gerçekleştirilir.

1.4.2.1. Bakiyeyi Yüklenim

Bakiyeyi yüklenim yöntemi, Kurul kaydına alınması planlanan sermaye piyasası araçlarının, halka arz yolu ile satışının yapılmasının ve satılmamış olan bölümünün bütününe ait bedelin satış süresinin sonunda tam olarak ve nakden ödenme yoluyla satın alınmasının aracı tarafından ihraççıya taahhüt edilmesi anlamına gelmektedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.38/IV,a). Bu yönetim için, SPK Gerekçesinde “tam aracılık” (strict underwriting) terimi kullanılmıştır.⁸⁵ “ABD Hukukunda bu yöntem, “eski moda” (oldfashioned), “emre amade” (stand-by) ya da “dar manada aracılık” terimleri olarak da isimlendirilmektedir.”⁸⁶

Bakiyeyi yüklenim yönteminde tespit edilen süre içinde hisse senetlerinin bütününe satılması durumunda aracının ihraççıya karşı ilave bir yükümlülüğü ortaya çıkmaz. Hisse senetlerinin bütününe satılmamış olduğu durumlarda, aracı tarafından satılmamış olan bölümün tamamının bedeli nakit olarak ihraççıya ödenir. Aracı, ihraç edilmiş olan hisse senetlerinin satışına aracılık yaptığı gibi, satılmamış olan bölümün alımına da garanti verir. Satılmamış olan hisse senetlerinin bedelleri satış süresinin sonunda tamamen ve nakden aracı tarafından ödenmesi gereklidir. “Fakat aracı tarafından bahse konu bedelin ödemesini yapılırken, alacağı komisyon bedelini, ücreti ve diğer masrafları tenzil edilebilir.”⁸⁷ Diğer taraftan bu ödeme vade bir şekilde veya aynı şekilde yapılamaz. Aracı tarafından bedeli ödenmiş olan hisse senetleri kendi portföyüne dahil edilir.

⁸⁵ SPK, Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmî Gazete. <http://mevzuat.spk.gov.tr/Onceki/> adresinden 21.02.2021 tarihinde erişilmiştir.

⁸⁶ Ü. Tekinalp, 1982, s.80; R. Poroy ve T.S. Erem, Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Gelişmesi için Gerekli Hukuki Tedbirler. Sermaye Piyasası Etüdü, Bölüm II, Ankara, 1964, s.165.

⁸⁷ H. Yasaman, 1992, s.110.

1.4.2.2. Tümünü Yüklenim

Tümünü yüklenim yöntemi, aracı tarafından Kurul kaydına alınması planlanan hisse senetlerinin bedellerini satışın başlamasından önce tamamen ve nakden ödenmesi yoluyla tamamının satın alınması ve daha sonra kendi nam ve hesabına halka satılmasının ihraççıya taahhüt edilmesi anlamına gelmektedir. Bu yöntem, SPKanunu Gereğesinde “kesin bağlantı aracılığı” (Firm Commitment Underwriting) şeklinde ifade edildiği görülmektedir.⁸⁸

Aracı tarafından ihraç edilmesi planlanan hisse senetlerinin tamamı satın alınır ve ihraççının bu işlemde sağlamayı amaçladığı finansmanı karşılanır. Aracı kurum, hisse senetlerinin satışındaki muhtemel riskin tamamını üstlenir. Aracı kurumun üzerine aldığı riskler içerisinde, halka arzda bekleme süresi riskiyle hisse senetlerinin fiyatlanması ve pazarlanması risklerinin olduğu görülür. Bekleme süresi riski, hisse senetlerinin halka arzı açısından gereken belgelerin hazır hale getirilmesi evresinde ve bu belgelerin Kurul kaydına alınması aşamasında geçirilen sürede sektörel ve ekonomik açıdan yaşanması muhtemel olan negatif gelişmelerin etkisini ifade eder. Aracı kurumun satın almış olduğu hisse senetlerini dilediği kâr marjı ile satamaması ya da hiçbir şekilde satamaması, fiyatlama ve pazarlamaya yönelik riskleri ifade eder. “Yeterli düzeyde sermayesi olmayan aracı kurumun, aracılık yüklenim taahhüdüne uymak maksadıyla borçlanma ve kayda değer anlamda finansal problemler yaşama riski de mevcuttur.”⁸⁹ “Piyasa şartlarında değişiklik yaşanması, beklenmeyen tanıtım ve pazarlama problemlerinin meydana gelmesi ve ulusal ya da uluslararası olumsuz finansal gelişmelerin meydana gelmesi gibi diğer başka riskler de mevcuttur.”⁹⁰

“Bir aracı kurumun, yalnız bir şekilde bahse konu riskleri yüklenmeyi göze alamadığı halka arzların olması halinde aracılık konsorsiyumları meydana getirilir. Risklerin daha yüksek düzeyde olması sebebi ile aracılık konsorsiyumlarının en fazla tümünü yüklenim sözleşmeleri bağlamında yapılmakta olduğu görülür. Bunun sonucunda risk aracı kuruluşların arasında paylaştırılmış olur.”⁹¹ Tümünü yüklenim sözleşmeleri kapsamında çoğunlukla bir ya da birkaç aracı kurumun ihraççı ile anlaştığı ve taahhüt altına girdiği görülür. “Daha sonrasında ise diğer aracı kuruluşlar ile de anlaşmalar

⁸⁸ Sermaye Piyasası Kanunu, 2000.

⁸⁹ D. Türker-Uludağ, Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, 2001, s.107.

⁹⁰ Ç. Manavgat, 1991, s.65.

⁹¹ Ü. Tekinalp, 1982, s.80.

yapılarak hisse senetlerinin halka arzı yapılabilir. Aracı kurumların hangi oranlarda ücretleri pay edecekleri kendi aralarında tespit edilir.”⁹²

1.4.2.3. Kısmen Yüklenim

Aracılık yüklenim sözleşmesinin bir türü de kısmi yüklenimdir. Kısmen yüklenime yönelik yasal düzenleme Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 38.maddesi 4. fıkrası c bendi ile yapılmıştır. Kısmen bakiyeyi yüklenim, Kurul kaydına alınması planlanan hisse senetlerinin halka arz yolu ile satılması ve satılmamış olanların bir bölümünün bedelinin satış süresinin sonunda tamamen ve nakden ödenmesi ile satın alınmasının ihraççıya taahhüt edilmesi anlamına gelmektedir. Diğer taraftan kısmen tümünü yüklenim ise, Kurul kaydına alınması planlanan hisse senetlerinin bedelinin, satışın başlaması öncesinde tamamen ve nakden ödenmesi suretiyle bir bölümünün aracı tarafından satın alınarak halka satılmasının ihraççıya karşı üstlenilmesini ifade eder.

“Kısmen yüklenim sözleşmesinin, diğer yüklenim sözleşmelerine benzer şekilde muhtelif sözleşme türlerine ilişkin öğeleri ihtiva etmesi nedeni ile karma bir sözleşme özelliğine sahip olduğu ifade edilebilir. Kısmen yüklenim sözleşmesine de diğer sözleşme türlerinde olduğu şekilde vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gereklidir.”⁹³

1.5. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

Bir şirketin hisseleri borsada işlem görmeye başlamasını müteakip, halka arza yönelik olarak izahnamede gereken açıklamalara yer verilmiş olması şartıyla, hisselerin fiyatının halka arz fiyat düzeyinin altına düşmesi durumunda aracı kuruluşça fiyat istikrarı sağlayacak işlemlere başvurulabilir. Borsada işlem görmeye başladıktan sonra en fazla 30 gün süre ile fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulanabilir. Bahse konu işlemlerde halka arz fiyat düzeyinin üstünde emir verilemez ve yalnızca tespit edilen işlem süresinde, işlem fiyatı halka arz fiyat düzeyinin altına düştüğü durumda, aracı kuruluş tarafından alımlarda bulunulabilir.⁹⁴

⁹² R. Poroy ve T.S. Erem, 1964, s.165.

⁹³ M.M. İnceoğlu, 2004, s.93.

⁹⁴ SPK, Pay Tebliği (VII-128.1), Resmî Gazete tarihi: 22 Haziran 2013, Sayı : 28685, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm>, adresinden 02.03.2021 tarihinde erişilmiştir.; İMKB, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Borsa İstanbul, 2012, s.17, https://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_Arz_ve_Islem_gorme.pdf, adresinden 02.03.2021 tarihinde erişilmiştir.

1.6. İlk Halka Arz Süreci

1.6.1. Ön Hazırlık

“Halka açılma kararının alınması, finansal ve hukuki bir hazırlık döneminin geçirilmesini zorunlu kılar. Başarılı bir halka arz için hazırlık işlemlerinin yapılması gerekir. Hazırlık döneminde yapılacak işlemlerin bir kısmı yasal gereklerin yerine getirilmesine ilişkindir. Ayrıca kullanılacak halka arz yöntemi ve fiyatın tespiti de yine halk arz öncesi döneme ilişkindir.”⁹⁵

“Finansal açıdan bakıldığında, ortaklığın finansal tablolarının göreceli olarak borç ağırlıklı bir yapıdan uzaklaştırılması, kurumsal yatırımcıların pay sahibi olmalarının sağlanması, nitelikli yatırımcılara tahsisli pay satışı yapılarak, hem bunların pay sahipleri arasına katılmasının sağlanması hem de bu yolla finansman sağlanması, halka arz öncesi sermaye artırımını yoluyla finansal yapının güçlendirilmesi, halka arz hasılatının kullanılacağı gerçekçi ve kazanç elde etme fırsatları sunan hedefler belirlenmesi, ilk halka arz öncesi gündeme gelebilecek finansal hazırlık işlemlerine örnektir. Ayrıca, ortaklığın muhasebe sisteminde şeffaflığı olumsuz etkileyen uygulamaların değiştirilmesi, ilişkili taraf işlemlerinin sınırlandırılması halka arzın başarısı bakımından önem taşımaktadır.”⁹⁶

1.6.2. Aracı Kuruluşun Seçimi

İlk halka arz sürecindeki öncelikli adım, şirketin halka arz konusunda şirkete tavsiyede bulunacak, süreci yönetecek, satışı yapacak ve gerekirse yüklenim hizmeti sunacak olan bir aracı kuruluş seçmesidir. Aracı kuruluş aşağıdaki kriterlere göre seçilir:

1. İtibar
2. Araştırma kalitesi
3. Sektör uzmanlığı

⁹⁵ Ç. Manavgat., 2016. s.615

⁹⁶ Ç. Manavgat., 2016. s.615 Shefsky, Lloyd E. Financial and Structural Preparation for an Initial Public Offering, Compleat Law., 1987 v4, 63-64

4. Dağıtım gücü, yani aracı kuruluşun ihraç edilen menkul kıymetleri daha fazla kurumsal yatırımcıya veya daha fazla bireysel yatırımcıya ulaştırabilme potansiyeli
5. Aracı kuruluş ile halka arz öncesi kurumsal ilişkinin varlığı.

1.6.3 Bağımsız Denetçi ve Hukuk Danışmanı Seçimi

Bağımsız denetim kuruluşu seçimi de tıpkı aracı kurum seçimi gibi ön hazırlık sürecinin en önemli aşamalarından birisidir. Gerek kurumsal gerek bireysel yatırımcı çevrelerinde şirketin mali tablolarının ilgili muhasebe standartlarına uygunluğuna ilişkin görüş bildiren bağımsız denetçilerin kim olduğu halka arza ilişkin en önemli değerlendirme ölçütlerinden birisini oluşturmaktadır.⁹⁷

Mali tablo hazırlama ve açıklama gereksinimi, halka açılacak şirketlerin ilan edecekleri mali tablolara ilişkin standartlar, halka açık olmayan kuruluşlar için olanlardan farklıdır. Ayrıca, halka açılacak şirketler, mali tabloları ve ilgili açıklamaları etkileyebilecek çeşitli sermaye piyasası kural ve düzenlemelerine tabidir. Bu nedenle, halka açık olmayan bir kuruluşun daha önce yayımlanan finansal tabloları genellikle bir halka arz için yeterli değildir ve mali tabloların, tüm dönemler için revize edilmesi gerekecektir.

“Bağımsız denetim şirketinin seçiminde daha önce halka arz tecrübesinin olmasına, Türkiye için hali hazırda halka açık şirketlerin mali tablolarının bağımsız denetimini sürdürmekte olan bir şirket olmasına dikkat edilmesinin yerinde olacağı değerlendirilmektedir. Bağımsız denetim şirketi ile şirketin ilişkisi aracı kurum ile şirketin ilişkisinden farklı olarak muhtemelen halka açılmayı takip eden dönemlerde de sürecek bir nitelik taşıdığından seçim konusu daha da büyük önem taşımaktadır.”⁹⁸

Halka arz sürecinde diğer önemli husus sürecin hukuki boyutunun sorunsuz yönetilmesi ve uzun vadede karşılaşılabilecek hukuki sorunlara gerekli önlemlerin alınmasıdır. Özellikle yurtdışı tahsis ve pazarlama söz konusu ise ilgili ülke mevzuatına uygun pazarlama ve hukuki dokümanların hazırlanması önem kazanmaktadır. Bu amaçla uygun bir hukuk danışmanlık firması seçilmesi gerekmektedir.

⁹⁷ Lipman D. Frederick, “International and US IPO Planning: A Business Strategy Guide”, John Wiley and Sons Inc., 2009, s. 33

⁹⁸ V. Bayram, Türkiye’de ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performansları, 2015, s. 18

Hukuki danışmanlar, özellikle ilgili otoriteler nezdinde, Türkiye’de SPK kayda alma ve İMKB kotasyon süreçlerinde, başvuru için gerekli dosyaların oluşturulması ve izahnamenin hazırlanmasında önemli katkılar sağlamaktadır. Ayrıca, Türkiye’de İstanbul Borsası kotasyonu için başvuruda bulunan şirketin üretim ve faaliyetini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzlukların bulunmaması ve bu hususla birlikte, ortaklığın kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile payların hukuki durumunun tâbi oldukları mevzuata uygun olduğunun, ortaklık ile doğrudan ya da dolaylı ilişkisi olmayan bir hukukçu tarafından düzenlenen hukukçu raporu ile belgelenmesi gerekmektedir.⁹⁹

1.6.4 Ana Sözleşme Değişikliği

“Halka açılmaya karar veren şirket, ana sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak durumundadır. Şirket esas sözleşmesinde borsada işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu’na ve sermaye piyasası mevzuatı ile ilgili mevzuata uygun hale getirilmesi gerekmektedir. Ana sözleşmenin, sermaye piyasası mevzuatına uyumlu hale getirilmesi, ortaklığın halka açık statüye girmesiyle ilişkilidir. Bu nedenle salt ortakların paylarının halka arzında dahi ana sözleşme sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlaştırılmalıdır.”¹⁰⁰

1.6.5 İlk Halka Arzda Tahsisler

Halka arz tahsisi, halka arz yoluyla paylarını satan şirketlerin, satışa sunulan payların yatırımcı grupları arasında hangi oranlarda dağıtılacağına karar verme şeklindedir. Yatırımcı grupları yurtiçi bireysel yatırımcılar, yurtiçi kurumsal yatırımcılar, şirket çalışanları, bayileri, yurtdışı kurumsal yatırımcılar olabilmektedir. Şirket, halka arzı yürüttüğü aracı kuruluşunda önerileri doğrultusunda her bir yatırımcı grubu için uygun gördüğü tahsis oranını belirler ve izahnamede ilan eder. Satış talep toplama yöntemiyle yapılıyorsa ve belirli grup tahsisleri yeterli talep görmediyse gruplar arasında kaydırma yapılabilir. Halka arz tahsis oranları halka arzın başarısı ve fiyatlamasının etkinliği açısından önemlidir.

⁹⁹ Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi md.8.e.
¹⁰⁰ Ç. Manavgat. 2016. S.627

Bireysel ve kurumsal bölünme – ilk halka arzlar tipik olarak 2 talep dilimine ayrılır: Kurumsal ve bireysel. Yurtdışı uygulamalarında kurumsal yatırımcılar tipik olarak herhangi bir halka arz tahsisinin aslan payını alırlar. Tarihsel olarak, kurumsaldan bireyesele bölünme 90 / 10'dur. Ancak, ülkemizde halka arzın büyüklüğüne göre bu oranlar değişmektedir. Büyük tutarlı halka arzlarda kurumsal tahsis yükselirken, küçük tutarlı halka arzlarda kurumsal yatırımcı ilgisi azalmakta ve tahsis bireysel ağırlıklı olmaktadır.

1.6.6. İlk Halka Arzda Halka Açıklık Oranını Belirlemek

İlk halka arzlarda önemli konularda birisi de halka açılma oranına karar vermektir. Ortak satışı ile bir halka açılma söz konusu ise yasal olarak olması gereken minimum bir tutar yoksa halka açılma oranına ortak, finansal ihtiyaçları ve satacağı payların değerine ilişkin sübjektif beklentisi ile karar verecektir. Payları satın alacak potansiyel yatırımcılar açısından ise sağlıklı bir fiyatın oluşması için gerekli olan fiili dolaşımın sağlanması öncelikli bakılacak konu olacaktır. Sermaye artırımını yoluyla yapılacak bir halka arzda ise halka arz yoluyla sağlanacak kaynağın şirketin finansal durumunu düzelterek, yeni bir yatırım söz konusu ise bu yatırımı finanse edebilecek anlamlı büyüklükte bir arz yapılmak istenecektir. Bu aşamada halka açıklık oranına göre işlem göreceği borsa pazarı önemli bir kriter olabilecektir. Daha likit ve ikincil arzların rahat yapılabileceği pazara girmek etkin bir fiyatın yakalanması açısından önemli olacaktır.

1.6.7. Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların İşlem Göreceği Pazarlar

İlk halka arzı yapılan şirket arzın tamamlanmasını takiben gerekli prosedürleri tamamlayarak uygun pazarda işlem görmeye başlayacaktır. Bu pazarlar ilk halka arzla ilişkileri bakımından Borsa İstanbul'da şunlardır:

Yıldız Pazar: Borsaya ilk kotasyonda halka arz edilen kısmının piyasa değeri 300 milyon TL ve üzerinde olan payların işlem göreceği pazardır.

Ana Pazar: Borsaya ilk kotasyonda halka arz edilen kısmının piyasa değeri 300 milyon TL ile 75 milyon TL arasında olan payların işlem göreceği pazardır.

Alt Pazar: Borsaya ilk kotasyonda halka arz edilen kısmının piyasa değeri 75 milyon TL ile 40 milyon TL arasında olan payların işlem göreceği pazardır.

1.6.8 İlk Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi

“Halka arzda kamunun tam, doğru ve zamanında aydınlatılmasının yanı sıra en önemli nokta, halka arz fiyatının tespiti. Halka arzda izin sistemi yerine kamuyu aydınlatmaya dayalı izahnamenin onaylanması sistemi benimsendiği için Türk hukukunda fiyatın yerindeliğine kamu otoritesinin karar vermesi düşünülemez. Bu nedenle fiyatın değerlendirilmesi konusunda yatırımcıya yardımcı olabilecek mekanizmalara ihtiyaç vardır.”¹⁰¹

İlk arzda ihraç fiyatının belirlenmesi, şirketin doğru değerlemesini ve halka açılacak olan şirket (ihraççı) ile yatırımcılar arasında çıkar oyunlarında bir denge arayışını gerektirir. İhraççı, mümkün olduğunca fazla sermaye elde etmek için mümkün olan en yüksek fiyatı elde etmeyi hedefler ve yatırımcılar, mümkün olan en yüksek yatırım getirisini elde etmek için mümkün olan en düşük fiyatı isterler. Halka arz sırasında belirlenen hisse fiyatı, konunun düşük fiyatlandırma veya aşırı fiyatlandırma seviyesini belirler. Birincil piyasada hisse senedi fiyatını belirlemenin iki yöntemi vardır: talep toplama ve müzayedeler. Talep toplama Türkiye’de ve dünyada en popüler olanıdır. Bundan önce, bir yatırımcı dokümanı, yani şirket, sektör, şirketin durumu, finansal tahminler ve strateji geliştirme beklentileri hakkında bilgi içeren bir belgenin hazırlanması gerekir. Bu belgeye dayanarak, potansiyel yatırımcılar ve fiyat aralığı ile görüşmeler yapılır.

“Yatırımcıya kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunulan bilgilerin yanı sıra bir uzman kuruluşun fiyat değerlendirmesini sunmak, yatırımcının fiyatla ilgili karar vermesini kolaylaştıracaktır.”¹⁰² Hazırlanan ve dönemsel olarak daha sonra değerlendirilen fiyat tespit raporu belirli bir uzman görüşünü yansıtmakta olup piyasa fiyatından çok farklı olabilecektir. Fiyat tespit raporu belirli varsayımlar doğrultusunda ve etkin piyasaların geçerli olduğu ortamlar için anlam ifade ederken, piyasa gerçekleştirmeleri bu varsayımlardan çok farklı olabilecektir. Bu nedenle daha sonra oluşacak piyasa fiyatı ile tespit edilen fiyatın örtüşmesi her zaman beklenmemelidir.

¹⁰¹ Ç. Manavgat. 2016.s.627

¹⁰² Ç. Manavgat. 2016. s.632

1.7. İlk Halka Arzlarda Fiyat Tespit Yöntemleri

“İlk halka arzlarda hisse senedinin fiyatının tespit edilebilmesi için şirketin değerlemesi yapılır. Değerleme, bir varlığın değerini belirlemek için risk ile getiriyi birbirine bağlayan bir süreç olarak tanımlanabilir.”¹⁰³ “Şirketler veya analistler, çeşitli nedenler veya ihtiyaçlar nedeniyle varlıklara değer verir. Değerleme için en yaygın amaçlardan bazıları; birleşme ve devralmalar, finansal raporlama, ilk halka arz, dava ve mülkiyet anlaşmazlıkları, satın alma fiyatının tahsisi, alım / satım sözleşmeleri, yeniden yapılanma ve iflaslar, yeniden sermayelendirmeler, özelleştirme olabilmektedir.”¹⁰⁴ Halka arzda, bir şirketin gerçeğe uygun değerini hesaplamak, yatırımcı ilgisini artırmak için çok önemlidir. Yeni girişimler hakkında belirsizlik ve bilgi eksikliği olduğu için, ilk halka arz değerlemesi analistler için ek bir zorluk oluşturmaktadır.

Çalışmanın bu kısmında ilk halka arzlarda kullanılan fiyat tespit yöntemleri iskonto edilmiş nakit akımları, piyasa göstergeleri ve karma yöntemler başlıkları altında açıklanmıştır.

1.7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi Irving Fisher tarafından 1930 yılında ilk defa ortaya konmuştur. Paranın zaman değerini temel alan bu fiyat tespit yönteminde, şirketin gelecekte ortaya koyacağı tahmin edilen nakit akımları belirli bir indirim oranını üzerinden, fiyat tespit tarihi itibari ile bugünkü değere indirgenir.”¹⁰⁵ “Bu yönteme göre firma değerlemesinin temel mantığı, şirketin değerini, sonsuza dek beklenen nakit akımlarının şirketin bugünkü değerini oluşturduğu varsayımına dayanır. Anılan yöntemin temelinde paranın zaman değeridir ve bu yöntem şirketin piyasa değerini en iyi ortaya koyan yöntem olduğu ileri sürülmektedir.”¹⁰⁶ İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde genellikle beş veya on yıllık uzun vadeli projeksiyonlar ortaya konur ve kâr rakamlarının

¹⁰³ L. J. Gitman, Principles of Managerial Finance, Pearson Prentice Hall, Twelfth Edition, 2009, s.299.

¹⁰⁴ J. R. Hitchner, Financial Valuation: Applications and Models, John Wiley & Sons, Inc., Second Edition, 2006, s.2.

¹⁰⁵ M. K. Ercan, B. Öztürk, K. Demirgüneş, Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Ankara: Gazi Kitabevi, 2003, s.5.

¹⁰⁶ M.K. Ercan ve Ü. Ban, Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi, 2005, s.340.

yerine nakit akışlarının esas alındığı görülür. Buna bağlı olarak anılan yöntemde aşağıda gösterilen formül kullanılmaktadır;¹⁰⁷

$$İNA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \frac{A_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} \quad (1)$$

A_t : t' inci yıla ait aşırı nakit akımı

n : Nakit akımları tahmini için kullanılan süre

i : İskonto Oranı

Yukarıdaki formül ile şirketin toplam değeri tespit edilerek, hisse senedi sayısına bölünmesi ile bir hissenin fiyatı tespit edilmiş olur.¹⁰⁸

1.7.2. Piyasa Göstergeleri Yöntemi

“Piyasa göstergeleri yöntemi, halka arz fiyatının belirlenmesinde şirketin değeriyle, aynı ya da benzer piyasalarda faaliyet gösteren diğer şirketlerin değerlerinin birbirleri açısından ifade etmekte olduğu anlamdan yola çıkılarak fiyat tespiti yapılır. Anılan yöntemde aynı ya da benzer sektörlerde faaliyetleri bulunan şirketlerin muhtelif rasyolarından faydalanmak suretiyle bir şirketin değeri hesaplanır ve tespit edilen katsayılar yardımı ile ilgili şirketin hisselerinin halka arz fiyatı tespit edilir. Anılan yöntemin icra edilmesinde katsayı yöntemi ve kıyaslanabilir şirketlerin doğru bir biçimde tespit edilmesi kayda değer öneme sahiptir.”¹⁰⁹

Piyasa göstergeleri yöntemi, uygulama açısından oldukça kolaydır ve diğer taraftan piyasa verilerini temel olarak alması nedeniyle gayet objektif bir yaklaşımdır. Piyasa çarpanları dikkate alınarak hisse senedinin ihraç fiyatı tespit etmenin birtakım dezavantajlarının meydana gelebileceği ifade edilebilir. Piyasa çarpanlarının, muhasebe büyüklüklerini temel alan bir yöntem olması nedeniyle halka arz edilecek şirketin kendisine has ekonomik gerçeklikleri tam manasıyla yansıtmayabildiği görülebilmektedir. Aynı ya da benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin piyasa

¹⁰⁷ G. Küçükkocaoğlu, Finansal Pazarlamada Şirket Değerleme, Eğitim Notları. 2005, s.7, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc>, adresinden 12.03.2021 tarihinde erişilmiştir.

¹⁰⁸ B. Elmas, İlk Halka Arz Teori ve Uygulama, Ankara: Gazi Kitabevi, 2021, s.71.

¹⁰⁹ C. Toraman ve M. Körpi, “Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama”. Muhasebe ve Finansman Dergisi. (66), 2015, s.43.

çarpanlarının kullanılmasında emsal olarak alınan şirketin ekonomik verileri açısından benzer özellikleri taşıdığı varsayımına gidilir. Ancak bahse konu varsayım genellikle gerçekçi olmayabilmekte ve hisse senedinin ihraç fiyatına referans olabilecek aynı ya da benzer şirketlerin bulunması her zaman mümkün olmayabilmektedir.¹¹⁰

1.7.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı yönteminde şirketin her bir TL'lik hisse senedine düşen aşırı kârı karşısında yatırımcının, bahse konu hisse senedine yönelik ne kadar ödemeye razı olduğu ortaya konur. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı yönteminde, hisse başına aşırı kârla hisse senedinin fiyatı arasında uygun değerde bir çarpan katsayısının tespiti yapılır. “Anılan yöntemde şirketin değeri ve hisse senedinin fiyatlaması aşağıdaki formüller esas alınarak yapılır;”¹¹¹

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Aşırı Kâr}$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K} * \text{Firma Aşırı Kârı}$$

$$\text{Hisse Senedinin Fiyatı} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalaması F / K Oranı} * \text{Hisse Başına Aşırı Kâr}$$

1.7.2.2. Fiyat / Nakit Akımı Oranı

Yukarıda ifade edilmiş olan F/K oranı yönteminde, şirketin kazancıyla piyasa değeri arasında var olan ilişkiden faydalanılarak şirketin değeri hesaplanmakta iken, Fiyat / Nakit Akımı Oranı (F/NA) oranı yönteminde ise, şirketin piyasa değeriyle nakit akımlarının arasındaki ilişki tespit edilerek şirket hisselerinin tahmini değeri ortaya konmaktadır. Şirketlerin uygulamakta oldukları amortisman oranlarında farklılıklar bulunmasından ötürü, şirketlerin kazancının yerine nakit akımlarının kullanılmasının daha gerçekçi sonuçların elde edilmesini sağlayacaktır. “Anılan yöntemde benzer şirketlerin sahip olduğu fiyatıyla nakit akımları oranı tespit edilir ve halka arz fiyatı tespit edilecek şirketin nakit akımıyla elde edilen oranın çarpımıyla birlikte şirketin değeri tespit edilir. Bahse konu yöntemde, nakit akımı olarak aşırı kârla amortisman toplamı alınır ve

¹¹⁰ TSPAKB, 2012, s.118.

¹¹¹ C. Toraman ve M. Körpi, 2015, s.43.

şirketin değeri ve hisse senetlerinin fiyatları aşağıda gösterilen formüllerde olduğu gibi hesaplanır;”¹¹²

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Aşırı Kâr + Amortisman)}$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama F/NA Oranı} * \text{Şirket Nakit Akımı}$$

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalaması F / NA Oranı} * \text{Hisse Başına Nakit Akımı}$$

1.7.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

“Enflasyonun yüksek olması şirket değerinin ortaya konmasına etki edebilmektedir. Çünkü enflasyonun yükseldiği dönemleri kapsayan kâr rakamları gerçekçi verileri ve kazançları yansıtmayabilmektedir. Bundan dolayı da şirket değerinin hesaplanmasında F/K oranının haricinde yeni bir çözüm arayışı sonucunda Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD/DD) yöntemine başvurulmuştur.”¹¹³

“Bahse konu yöntemde, şirketlerin PD/DD oranının, aynı ya da yakın sektörlerde faaliyet göstermekte olan şirketler açısından benzer olduğu varsayımından hareket ile şirket değerinin tespit edildiği görülmektedir. PD/DD oranının, şirket değerinin elde edilebilmesi açısından, şirket hisselerine ait nominal değer ile değil, şirket hisselerinin başına düşen defter değeriyle (öz sermaye) çarpılmasının gerektiği bilinmektedir. Anılan yöntemde şirket değerinin tespiti ve hisse senedinin fiyatı aşağıda ifade edilen formüllerde olduğu gibi hesaplanır;”¹¹⁴

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri}$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı} * \text{Şirketin Defter Değeri (Öz Sermaye)}$$

¹¹² M. Ş. Tekbaş, vd. (2014). Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., 2014, s.215, http://serpam.org/wp-content/uploads/Temel_Finans_Matematigi.pdf, adresinden 03.03.2021 tarihinde erişilmiştir.

¹¹³ M. Ş. Tekbaş, vd. 2014, s.215.

¹¹⁴ G. Küçükkocaoğlu, 2005, s.20.

Hisse Senedi Fiyatı = Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalaması PD / DD Oranı * Hisse
Başına Defter Değeri

PD/DD oranı yönteminin, indirgenmiş nakit akımları gibi yöntemlerin uygulanmasında zorlukların bulunduğu finansal sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde sıklıkla kullanıldığı görülmektedir.¹¹⁵

1.7.3. Diğer Yöntemler

Finans literatüründe bazı değerlendirme yaklaşımları şimdiye kadar anlatılan yaklaşımlar arasında sınıflandırılmamış, ancak pratikte ve akademik araştırmalarda mevcuttur. Bunlardan en önemlileri ekonomik kar odaklı ekonomik katma değer (EKD) (Economic value added-EVA) ve nakit akışı yatırım getirisi (NAYG) (Cash flow return on investment -CFROI) modelleridir. Bu iki yöntem, bazı durumlarda diğer yöntemlere alternatif bir yöntem olarak tercih edilmektedir.

1.7.3.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Ekonomik katma değer yöntemi, firma performansını ölçmek için en sık kullanılan tekniklerden biridir. Ekonomik katma değer yöntemi kısaltması (EVA olarak kısaltılır), Amerikan danışmanlık firması Stern Stewart & Company'nin ticari markasıdır. Geleneksel aşırı gelir hesaplamasında, sadece ödenen faizi işletme gelirinden çıkarılan bir gider kalemi olarak kabul edilir. Muhasebe aşırı geliri hesaplanırken ödenen temettüleri ve öz kaynakların fırsat maliyeti dikkate alınmaz. Böyle bir raporlama, bir şirket için yanlış performans değerlendirme sonuçlarına yol açar. Ekonomi Katma Değeri, geleneksel aşırı gelire bir alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Ekonomik katma değer yöntemi, tüm sermayenin (borç ve öz sermaye) uygun maliyetinin vergi sonrası kardan çıkarılmasıyla belirlenir. Bir firma tüm sermayenin maliyetinden- borç ve öz sermaye- daha fazla kar elde etmedikçe, negatif ekonomik katma değere sahiptir. Ayrıca bazı durumlarda işletme zararına rağmen firma hala vergilendirilebilir gelir bildirmekte ve vergi ödemektedir. Bununla birlikte, sermaye maliyeti diğer maliyetler olarak değerlendirildikten sonra doğru kara ulaşılabilir. Ekonomik katma değer yöntemi, bu bağlamda doğru kâr miktarının bir ölçüsüdür. Bu işlemin sonucuna iktisatçılar tarafından ekonomik kâr denir.¹¹⁶

¹¹⁵ TSPAKB, 2012, s.120.

¹¹⁶ A. Ehrbar, EVA: The real key to creating wealth. John Wiley & Sons, 1998, s.3.

Ekonomik katma değer yöntemi, ekonomik kar kavramına dayanmaktadır. Bu nedenle EKD aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanır:¹¹⁷

$$\text{EKD} = \text{VSNİK} - \%S (\text{TS}) \quad (2)$$

EKD: Ekonomik Katma Değer

VSNİK: Vergi Sonrası İşletme Karı

% S: Sermaye Maliyeti

TS: Toplam Sermaye

Değerlemede kullanılan diğer bir kavram da Piyasa Katma Değeri (PKD)'dir. (Market Value Added-MVA) doğrudan EKD ile ilgilidir ve gelecekteki EKD'den PKD türetilbilir. Piyasa katma değeri, şirketin piyasa değeri ile bu şirketin toplam öz sermayesinin defter değeri arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Yatırılan sermayenin getirisi sermaye maliyetini aştığında piyasa katma değeri artar. Piyasa katma değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:¹¹⁸

$$\text{Piyasa Katma Değeri} = \text{Şirketin Piyasa Değeri} - \text{Öz sermayenin Defter Değeri}$$

Cari yılın piyasa değeri, gelecekte beklenen ekonomik katma değer in iskonto edilmiş değeri olarak da tanımlanabilir. EKD ile PKD arasındaki ilişki şu şekilde tanımlanabilir:

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Defter Değeri} + \text{Mevcut EKD}$$

1.7.3.2. Nakit Akışı Yatırım Getirisi Yöntemi

Nakit akışı yatırım getirisi (NAYG), HOLT Value Associates danışmanlık firması tarafından ekonomik katma değer kavramına alternatif olacak şekilde geliştirilmiştir. Bu kavrama göre, paranın satın alma gücündeki değişiklikler dikkate alınarak gerçekleşen nakit yatırım getirisi ayarlanarak ekonomik performans ölçülebilir. Yatırım getirisi, aşırı nakit girişlerini proje maliyetine eşitleyen iç getiri oranıdır. Nakit akışı yatırım getirisi, enflasyona göre ayarlanmış yatırım getirisinin kesitsel bir ölçümüdür. Başka bir deyişle,

¹¹⁷ A. Ehrbar ,1998,s.3.

¹¹⁸ S. D. Young & S. F. O'Byrne, EVA and Value Based Management – A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, 2001, s. 35

Nakit akışı yatırım getirisi, gerçek nakit akışlarına göre hesaplanan mevcut yatırımların iç getiri oranıdır.¹¹⁹

Nakit akışı yatırım getirisini hesaplamak için dört temel nakit akışı verisinin bilinmesi gerekir. Bunlar:¹²⁰ i. Brüt yatırım, ii. Brüt nakit akışları, iii. Sabit varlıkların beklenen ömrü ve iv. Sabit varlıkların beklenen hurda değeridir.

Nakit akışı yatırım getirisi ile firma değeri arasındaki ilişki, sabit büyüme dönemi ile firmaya serbest nakit akışları yöntemi ile açıklanabilir. Sabit büyüme varsayımı ile nakit akışı yatırım getirisi kavramı kullanılarak firma değeri hesaplanabilir, firma değeri aşağıdaki gibi formüle edilebilir:¹²¹

$$\text{Şirket Değeri}_t = \frac{[(NAYG_{t+1} \times BY_{t+1} - DA_{t+1})(1 - VO_{t+1}) - (SH_{t+1} - DA_{t+1}) - \Delta WS_{t+1}]}{(k_c - g_n)} \quad (3)$$

NAYG : Yatırımın nakit akışı getirisi

BY : Brüt Yatırım

DA : Değer azalması ve amortisman

T : Vergi oranı

SH : Sermaye Harcamaları

ΔWS : İşletme sermayesinde değişim.

1.8. İlk Halka Arz Fiyatlama Teorileri

İlk halka arzlarda düşük halka arz fiyatlandırması, halka açılan şirketler için önemli bir olaydır. Konunun boyutuna göre düşük fiyatlandırma ölçeği, literatürde (Money Left on the Table) 'masada kalan para' olarak anılmaktadır.¹²² İhraççı için bu, dolaylı maliyetler, yani potansiyel olarak daha yüksek bir ihraç fiyatı belirleyerek elde

¹¹⁹ B.J. Madden, CFROI Valuation A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, 1999, p. 15

¹²⁰ A. Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, New York: John Wiley & Sons, Inc., Second Edition, 2002., s. 878.

¹²¹ A. Damodaran, 2002, s. 878.

¹²² Perera, W. (2015). Why do IPO money on the table for investors on the first day of trading? A theoretical review. International Journal of Accounting & Business Finance, 1(1), 25–41. Retrieved from: http://www.maco.jfn.ac.lk/ijabf/wp-content/uploads/2017/11/vol1_issue1_3.pdf

edilebilecek fonlar anlamına gelir. Çoğu durumda, masada kalan para halka açılmanın maliyetinden çok daha fazladır.¹²³

İlk halka arz düşük fiyatlandırması, dünya çapında her yerde gözlemlenmesine rağmen, zamana veya mekâna eşit bir şekilde yayılmamaktadır. Birçok çalışma bu olguyu açıklamaya ve ölçeğini etkileyen faktörleri belirlemeye çalışmaktadır. Bu konudaki teoriler aşağıda kısaca açıklanmıştır:

Ljungqvist¹²⁴, ilk halka arzlarda pay değerlerinin düşük fiyatlandırmasını etkileyen dört temel faktör kategorisinin ana hatlarını çizmektedir: Bunlar, 1. Bilgi asimetrisi, 2. Davranışsal faktörler 3. Kurumsal faktörler ve 4. Şirketin kontrol teorisi¹²⁵

1.8.1.1. Bilgi Asimetrisi Teorisi

Bilgi asimetrisiyle ilgili faktörler grubunda, halka arzın düşük fiyatlandırmasının üç nedenini ayırt edebiliriz. Birincisi, hisselerin teklif edildiği farklı yatırımcı türleri arasındaki bilgi asimetrisidir. Rock, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan daha iyi bilgilendirildiğini öne sürüyor.¹²⁶ Sonuç olarak, bireysel yatırımcılar değerlerine çok da bakılmaksızın hisse satın almaya karar verirken, büyük finans kurumları fonlarını yalnızca yüksek kârlılık ihtimali olan bir teklife yatırmaya karar vereceklerdir. Burada, düşük fiyatlandırma etkisi, sermaye kaynaklarını kullanmak için bir tür ödüdür. Cazip bir teklif, daha büyük bir ilgili taraf grubuna ulaşılmayı mümkün kılar ve potansiyel olarak daha fazla fonun toplanmasına izin verir.

Baron, ihraççı ile aracı kuruluş arasındaki bilgi asimetrisi üzerine bir teori sunmaktadır.¹²⁷ Daha deneyimli ve daha bilgili taraf olarak, halka arzın yürütülmesinden sorumlu kuruluş sermaye piyasasındaki talebi daha iyi değerlendirebilir ve böylelikle ihraççının hisselerinin değerini daha doğru bir şekilde değerlendirebilir. Nihai ihraç fiyatı ile ilgili karar aracı kuruluşu aittir. Baron'un konsepti, ihraççının karar sürecinin belirsizliği ile teklif edilen hisseler için potansiyel talep arasında pozitif bir korelasyon olduğunu varsayar.

¹²³ Paweł Małachowski, Dominika Gadowska-dos Santos, What Determines the Success of an IPO? Analysis of IPO Underpricing on the Warsaw Stock Exchange Central European Economic Journal 2021

¹²⁴ Ljungqvist, A. (2004). IPO underpricing: empirical corporate finance. NYU Press, New York.

¹²⁵ Paweł Małachowski, Dominika Gadowska-dos Santos, age. s.5

¹²⁶ Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. Journal of Financial Economics, 15(1–2), 187–212.

¹²⁷ Baron, D. (1982). A model of demand for investment banking advising and distribution services for new issues. Journal of Finance, 37(4), 955–976.

Welch ihraççı ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi ilişkisini araştırmıştır.¹²⁸ Bu kavram, pay ihraç eden şirketin, hisseleri almaya istekli yatırımcılara göre gerçek firma değeri hakkında daha iyi bilgi sahibi olduğunu ima etmektedir. Hissedarları ile iyi ilişkiler kurmaya çalışan şirket, hisselerini indirimli bir fiyatla sunmaktadır ve bu, ihraççının bakış açısından gelecekte çok daha uygun fiyatlarla daha fazla ihraca yol açabilecektir.

1.8.1.2. Davranışsal Finans Teorileri

Davranışsal finans teorileri, piyasa verimsizliğini ve yatırımcı kararlarının mantıksızlığını varsayar. Ljungqvist ve Wilhelm, yatırımcıların akılcı olmayan iyimserliğinin bilgi teknolojisi (BT) endüstrisinden ve ilgili sektörlerden şirketlerin yeniden değerlendirilmesine yol açtığı 2000 yılında İnternet balonu sırasında açıkça yüksek seviyede bir düşük fiyatlandırma örneği sunmaktadır.¹²⁹ Ljungqvist, A, Singh ve Nanda, sermaye piyasalarında genel iyimserlik ile menkul kıymet talebi arasında bir korelasyon olduğu hipotezini doğruladılar.¹³⁰ Borsada uzun vadeli bir yükselme sırasında, yatırımcılar yatırımlarının analizine piyasadaki düşüş ve durgunluk dönemlerinde olduğu kadar fazla ilgi göstermezler. Yatırımcıların olumlu duyguları, yeni işlem gören şirketlerin ilk getiri oranlarında gözle görülür bir artışa yol açar. Ayrıca, iyimser bir piyasa tarafından şirketin avantajlı bir değerlemesini elde etmek için, ihraççıların, hisse fiyatlarında uzun vadeli artışlar sırasında, bir halka arz gerçekleştirme olasılığı daha yüksektir.

1.8.1.3. Sahiplik ve Kontrol Teorileri

Bir işletmenin sahiplik ve kontrol teorileri, şirketin hisselerini borsa alım satımına sokmanın en önemli maliyetine atıfta bulunur: şirket üzerindeki kontrolün devri. 1990'ların sonunda araştırmacılar tarafından sunulan iki teori, zıt etkiler ortaya koysa da hisse senetlerinin ihraç fiyatının kasıtlı olarak düşürüldüğünü belgeliyor. Brennan, halka arz hisselerinin kasıtlı olarak düşük fiyatlandırılmasının şirket sahiplerinin kontrolü elinde tutmasına izin verdiğini kanıtlıyor.¹³¹ Bunun nedeni, düşük fiyatlandırma seviyesi

¹²⁸ Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.

¹²⁹ Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. (2008). IPO pricing in the dot-com bubble. NYU Working Paper. doi: 10.2139/ssrn.295662

¹³⁰ Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667–1702.

¹³¹ Brennan, M. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. *Journal of Financial Economics*, 4(3), 391–413.

ile yatırımcılardan gelen talep arasındaki pozitif korelasyondur. Düşük teklif fiyatı nedeniyle, tek bir işletme tarafından önemli sayıda hissenin satın alınmasını önlemek için geniş bir yatırımcı grubuna daha küçük miktarlarda hisse tahsis edilebilir. Bu nedenle, dağıtık hissedarlık, şirket yöneticilerinin kontrolü elinde tutması için bir araçtır. Stoughton farklı bir teori ortaya koymaktadır. Ona göre, düşük fiyatlandırma aracılık maliyetlerini düşürür.¹³² Daha düşük bir ihraç fiyatı, bir yatırımcının büyük oranlı hisse senedi almasına izin verebilir ve sonuç olarak firma üzerindeki denetimin artmasına yardımcı olabilir ve bu da şirketin uzun vadeli kalkınma planlarının uygulanmasını olumlu yönde etkileyebilir.

1.8.1.4. Kurumsal Teoriler

İhraççılar bazen, şirket ilk halka arzında fiyatlardaki önemli düşüşlerden kaynaklanan olası davalardan kaçınmak için daha düşük bir açılış fiyatı belirlemeyi tercih ederler.¹³³ Bununla birlikte, bu uygulama esas olarak ilk halka arzlarla ilgili davaların dünyanın diğer bölgelerine kıyasla çok daha yaygın olduğu ABD pazarı ile sınırlıdır.

İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın son kurumsal açıklaması, Rydqvist tarafından yapılan bir çalışmaya dayanmaktadır. İsveç pazarını analiz ettikten sonra, 1990'dan önce, gelir vergilendirmesinin sermaye kazancı vergisinden çok daha yüksek olduğu zamanlarda, şirketlerin halka arzlarını düşük fiyatlandırdıklarını ve ardından çalışanlarına şirketteki hisseleri ile ödeme yapmayı teklif ettiklerini gösteriyor.¹³⁴ Vergi avantajları, payların düşük fiyatlandırmasının maliyetinden çok daha ağır bastığı için tercih edilmiştir.

1.8.1.5. İhraççı- Satış Acentesi Maliyet Teorileri

Akademik literatürdeki, ilk halka arzda düşük fiyatlamının baskın açıklanmalarından biri ihraççının satış acentesi olarak davranan aracı kuruluşun düşük fiyatlamayı ihraççı açısından bir maliyet unsuru haline getirmesidir. Bu teorilerde, üçüncü taraf yatırımcılar aracı kuruluşlara yan ödemeler yaparak düşük fiyatlı hisse senedi

¹³² Stoughton, Z. (1998). IPO mechanism, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 45–78.

¹³³ R. Bbotson, (1975). Price performance of common stock new issue. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235–272.

¹³⁴ Rydqvist, K. (1997). IPO underpricing as tax-efficient compensation. *Journal of Banking & Finance*, 21(3), 295–313

arzlarını toplarlar.¹³⁵ Yatırımcılar, aracı kuruluşlara ilgisiz işlemler üzerinden yan ödemeler yaparak alım satım komisyonu öderler.¹³⁶ Başka bir varyasyonda, yatırım firmalarındaki yöneticiler, aracı kuruluşlara gelecekteki işlemlere dair sözler verir.¹³⁷ Yapılan ampirik çalışmalar düşük fiyatlı halka arzlarda aracı kuruluşların bazı halka arzlarda sağladıkları yan kazançlar nedeniyle tahsisatlar yaptığını göstermektedir.¹³⁸ Bu ihraççı ajans maliyet teorileri aracı kuruluşların neden halka arzları düşük fiyatlandırmaya çalıştıklarını açıklayabilecek makul bir yaklaşım sağlayabilir.

Ancak, ilk halka arzın düşük fiyatlandırmasının bu açıklama modelleri eksiktir. Akılcı ve sofistike ihraççılar, acente maliyetlerine karşı kendilerini sözleşme yoluyla koruyabilirler.¹³⁹

1.8.1.6. Kazananın Laneti Teorisi

Halka arzların düşük fiyatlamasında kazananın laneti (the winner's curse) klasik bir açıklamadır.¹⁴⁰ Bir halka arz işleminin kilit tarafları, ihraç eden firma, yüklenici (aracı kuruluş) ve yatırımcıdır. Düşük fiyatlandırmanın asimetrik bilgi modelleri bu partilerin diğerlerinden daha fazlasını biliyor olduğunu varsayar. Bilgilerin asimetrisi potansiyel halka arz yatırımcıları arasındadır. Bu, bir kazananın laneti modelidir. Bazı yatırımcılar diğerlerinden daha üstün bilgiye sahiptir ve bu durum teklif edecekleri fiyatlara yansır. Bilgilendirilmiş yatırımcılar yalnızca cazip fiyatlı halka arzlar için teklif verirken, bilgisiz yatırımcılar nerdeyse tüm hisseler için teklif verir. Bunun sonucunda bilgisiz yatırımcılar, hisseler cazip olmadığında, teklif ettikleri tüm hisseleri alırlar. Bu durum, bilgili yatırımcılar arasında düşük fiyatlı hisselerin tahsisine neden olur bilgisiz yatırımcılar arasında da yüksek fiyatlı hisseler. Böylece bilgili yatırımcılar pozitif getiri elde ederler.

¹³⁵ Jay R. Ritter, Equilibrium in the Initial Public Offerings Market, 3 ANN. REV. FIN. ECON. 347, 348 (2011) (arguing that agency cost theories of IPO underpricing are of first-order importance)

¹³⁶ Christine Hurt, Moral Hazard and the Initial Public Offering, 25 CARDOZO L. REV. 711 (2005) (

¹³⁷ Griffith, Spinning and Underpricing: A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings, 69 BROOK. L. REV. 583, 598 (2004)

¹³⁸ Tim Jenkinson et al., Quid Pro Quo? What Factors Influence IPO Allocations to Investors?, 73 J. FIN. 2303, 2303–05 (2018)

¹³⁹ Patrick M. Corrigan., The Sellers Curse and the Underwriters Pricing Pivot: A Behavioral Theory of IPO Pricing, Virginia Law & Business Review Volume 13 Summer 2019 Number 2

¹⁴⁰ Kevin Rock, Why New Issues Are Underpriced, 15 J. FIN ECON. 187 (1986)

1.8.1.7. Talep Toplama ve Yönlendirme Teorisi

Talep Toplama ve Yönlendirme Teorisi (Bookbuilding and Information Revelation), düşük fiyatlandırmanın aracı kuruluşların müşterilerini ödüllendirme paketinin bir parçası olduğunu belirtir. Aracı kuruluşlar, ihraççının hisse senedine olan talebi, yatırımcılara gerçeğe uygun özel bilgiler vererek yönlendirir.¹⁴¹ Teori aynı zamanda aracı kuruluşların yeteneklerini de vurgular. Bir grup olarak, ihraççılar arasında değeri yeniden dağıtarak sosyal bir rol oynarlar, çünkü yatırımcıları “iyi” halka arzlarında düşük fiyatlandırmanın yarattığı fazlalığın bir kısmına karşı, "kötü" halka arzları ellerinden almaya teşvik edebilirler.

1.8.1.8. Telafi Etme Teorisi

Akademik literatürdeki çeşitli teoriler, düşük fiyatlandırmayı, telafi etmeye (Compensation) hizmet ettiği için arzu edilen veya değeri maksimize eden bir durum olarak açıklamaktadır. Yönetici, hissedar veya devam eden halka arz sonrası analist sağlayan aracı kuruluşların çeşitli maliyet veya risklerini telafi etmeleri için düşük fiyatlama istenebilmektedir.¹⁴²

Bu teori halka arzlarında düşük fiyatlandırmanın düzeyinin ne olması gerektiği konusuna yeterli açıklık getirmemektedir.¹⁴³

1.8.1.8. Underwriting (Yüklenim) Riskine Sigorta Teorisi

Bu görüşe göre, aracı kuruluşlar, ihraççılardan satın alınan hisse senetlerini yatırımcılara satamama riskine karşı düşük fiyatlandırma ile, piyasa riskini bertaraf ederler. Bununla birlikte, ilk halka arz düşük fiyatlandırması yüklenim riskini telafi etmenin etkili bir yolu değildir. Daha da önemlisi, standart halka arz işlem yapısı aslında ihraççılara anlamlı bir fiyat sağlar ve aracı kuruluşlar telafi edilmesi gereken bir piyasa riskini üstlenmemelidir. Zaten, normal bir halka arz süreci kapsamında, bir aracı kuruluş, halka arzdan önceki geceye kadar ihraççının hisselerini satın alma taahhüdünde bulunmaz. Talep toplama ve satın alma taahhütlerini alma süreci sonrasında kâğıt üstünde

¹⁴¹ Lawrence M. Benveniste & Paul A. Spindt, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocations of New Issues, 24 J. FIN. ECON. 343, 344 (1989).

¹⁴² e Rajesh K. Aggarwal et al., Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling, 66 J. FIN. ECON. 105 (2002)

¹⁴³ Jay R. Ritter, Initial Public Offerings: Underwriting Statistics Through 2016, tbl.11 (Apr. 24, 2017), <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/05/IPOs2016Underwriting.pdf>.

kalan bir taahhüdü ihraççıya verir. Dolayısıyla normalde üstlendiği bir risk yoktur. Satış süreci en iyi gayret aracılığı niteliğindedir ve bu nedenle bu teorinin de gerçekliği zayıftır.

1.8.1.9. Beklenti Teorisi

Beklenti (prospect) teorisi, bireylerin kazanç ve kayıpları önceden belirlenmiş bir referans noktasına göre hesapladıklarını söylemektedir. Profesörler Loughran ve Ritter, düşük fiyatlandırmanın, bir yöneticinin servetinde beklenmedik artışlar ile birlikte bir paket olarak geldiğinde, o yöneticinin kayıtsız ve masaya para bırakmaya razı olduğunu teorileştirmişlerdir.¹⁴⁴ Ayrıca bu teori kapsamında başlangıçta oluşturulan fiyat aralığı beklentisinin düşük olması durumuna işaret edilmekte ve ABD’de yapılmış bir çalışmaya referans etmektedir. Bu çalışmaya göre ortalama düşük fiyatlandırma, SEC’e ilk başvuru aralığının altında fiyatlandırılan halka arzlarda yalnızca %3’tür, ancak ortalama düşük fiyatlandırma, ilk başvurunun üzerinde fiyatlandırılan halka arzlarda %49’dur. Beklenti teorisi, düşük fiyatlandırmanın yöneticileri neden üzmediğini açıklamakta kullanışlıdır.

İlk halka arzlarda ortalama düşük fiyatlandırma gerçekten bir anomalidir. Ancak akademik literatür ilk halka arz pazarında ortalama düşük fiyatlandırmanın mekanizmalarını anlamayı henüz başaramamıştır.¹⁴⁵ Hukuk ve ekonomi teorisi ders kitaplarında öngörülen rasyonel ve sofistike ihraççılar, son fiyatın belirleneceği gece bu özellikleri ile o masada olamıyorlar. Gerekirse, olumsuz seçime karşı savunmasız kalmadan önce ilk halka arzları öngörülebilir erteleme ve istenen fiyatta direktme şansları olmuyor.

¹⁴⁴ Jay R. Ritter, Equilibrium in the Initial Public Offerings Market, 3 ANN. REV. FIN. ECON. 347, 348 (2011) Loughran & Ritter, supra note 24, at 424.

¹⁴⁵ Patrick M. Corrigan., 2019. s.372

II. BÖLÜM LİTERATÜR İNCELEMESİ

Şirketlerin halka arza gitme konusunda birtakım motivasyonlara sahip olduğu ancak bunun yanında birtakım çekinceleri de taşıdıkları görülmektedir. Bunlara bağlı olarak ilk halka arz kararının verildiği gözlenmektedir. Çalışmanın 2.1. ve 2.2. kısımlarında ilk halka arz motivasyonları ve çekincelerine yönelik yapılmış olan ampirik çalışmaların taraması yapılmıştır.

2.1. İlk Halka Arzda Temel Motivasyon Kaynakları Literatürü

İlk halka arzlarda temel motivasyon kaynakları:¹⁴⁶

2.1.1. Sermaye Maliyetini Düşürmek / Optimum Sermaye Yapısına Ulaşmak.

Teorik bir optimal sermaye yapısına ilişkin görüşlerdeki gelişim, yöneticilerin halka açılma kararını nasıl vermesi gerektiği üzerine yoğunlaşmıştır. Optimum sermaye yapısı literatürü (örneğin, Kraus ve Litzenberger ve Kim), finans yöneticilerinin ağırlıklı sermaye maliyetinin en aza ineceği dönemde ilk halka arzı yapacaklarını ve böylece firmanın değerini maksimize edeceklerini söylemektedir.

Williamson, mevcut ortaklar dışından alınacak öz sermayenin bazı durumlarda en ucuz olabileceğini savunarak bu literatürü genişletmiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum yapılması argümanı, yöneticilerin ilk halka arz gelirleri ile genel şirket sermaye maliyetini düşürmesi ve böylece firma değerini maksimize etmesi temel motivasyon kaynağıdır.¹⁴⁷

2.1.2. Borçlanma Kısıtlamalarını Aşmak / Bankalarla Pazarlık Gücünü Artırmak

Pagano vd., bankalar veya risk sermayesi dışında bir finans kaynağına erişim elde etmeyi, muhtemelen, halka açılmanın en çok dile getirilen faydası olarak tanımlamışlardır. Bu açık veya zımni olarak çoğu modelde mevcuttur. Basile, Pagano vd. göre halka açılma kredi maliyetini düşürebilir. Pagano vd. göre, halka açılma ile artan pazarlık gücü, firmaların borç maliyetlerini düşürmelerine de yardımcı olabilir. Firmalar,

¹⁴⁶

James C. Brau, PhD, CFA, Why Do Firms Go Public? Article · July 2010

¹⁴⁷

James C. Brau, PhD, CFA, Why Do Firms Go Public? Article · July 2010, s.5

halka açılma yoluyla hisse senedi piyasalarına erişim sağlayarak, borç piyasasındaki pazarlık güçlerini artırabilirler.¹⁴⁸

Pagano vd., sektörel piyasa değeri defter değeri oranının, firmaların operasyonel giderlerinin düşüklüğünün, büyüme oranlarının ve firma büyüklüğünün halka açılma olasılığını olumlu etkilediğini tespit etmiştir.¹⁴⁹

Latham ve Braun şirketlerin halka açılma motivasyonlarını incelemiş ve özellikle şirket CEO'larının ortaklık oranı azaldıkça halka açılma kararının daha fazla alınabildiğini tespit etmişlerdir. Diğer taraftan şirketin borçlarının fazla olmasının da ilk halka arz kararı alınmasında olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.¹⁵⁰

2.1.3. Asimetrik Bilgi / Finansman Sıralaması

Myers ve Majluf, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiye ve olası hisse senedi fiyatının yanlış değerlendirilmesine dayanarak, finansman hiyerarşisini tanımlamışlardır: Buna göre firma önce iç sermaye, sonra borç finansmanı ve ardından dış sermayeye başvurmaktadır. Bu mantık çizgisi, dış yatırımcıların, dış sermaye ihracını (halka açılma) olumsuz bir sinyal olarak aldıklarını, yönetimin böyle hissettiğini ileri sürer. Yatırımcının olumsuz duyarlılığını öngören yönetim, firmayı önce dahili öz sermaye (dağıtılmayan kârlar), ardından borç ve son çare olarak dış öz sermaye ile büyötmek için elinden gelenin en iyisini yapacaktır.

Finansman sıralaması, yöneticilerin ancak dağıtılmamış kârları ve borç kapasitesini tükettikten sonra halka açılacakları hipotezini sunar. Bu teörinin doğal varsayımı, firmaların sürekli ve daha fazla finansmana ihtiyacı olduğudur. Sinyalizasyon literatürü (örneğin, Leland ve Pyle) ve piyasa zamanlaması literatürü (örneğin, Schultz ve Altı), finansman sıralamasının asimetrik bilgi temelleri için geçerliliğini kabul etmektedirler. Bununla birlikte, halka arzın düşük fiyatlandırmasına ilişkin literatür (örneğin, Stoll ve Curley, Logue), halka arzların genellikle yüksek talep gördüğünü dolayısıyla dış yatırımcının aşırı değerlemeye inanmadığını ve halka arzın uzun vadeli performans literatürü ise (örneğin, Ritter) genellikle hisse senetlerinin uzun vadede aşırı değerlendirildiğini öne sürer. Bu gözlemlerin her ikisi de finansman sıralaması mantığının

¹⁴⁸ James C. Brau, 2010, s.5

¹⁴⁹ M. Pagano, F. Paaşırta ve L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, 53 (1), 1998, s.27.

¹⁵⁰ S. Latham ve M. R. Braun, "To IPO or not to IPO: Risks, uncertainty and the decision to go public". *British Journal of Management*, 21(3), 2010, s.666.

altında yatan sıralama düzenine aykırıdır. Kuşkusuz, diğer literatür dizilerinden yapılan bu çıkarımlar, finansman sıralaması hipotezinin doğrudan testleri değildir; ancak, burada doğrudan anket dışı ampirik testler yapmak çok zordur.¹⁵¹

Mun ve Jang, yüksek finansman maliyetlerine rağmen restoran işletmelerinin neden halka açıldığını ve hangi faktörlerin bir halka arzdan sonra firmaları uzun vadede halka açık tuttuğunu belirlemeyi amaçlamıştır. Araştırmacılar ilk olarak, finansal yapıların yeniden dengelenmesinin halka arzların en önemli nedeni olduğunu tespit etmiştir. Diğer taraftan gelecekteki büyümeyi finanse etmenin küçük bir motivasyon kaynağı olduğu gözlenmiştir.¹⁵²

Lerner, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki özel girişim destekli biyoteknoloji firmalarının halka açılma zamanını araştırmış ve biyoteknoloji firmalarının öz sermaye değerlemeleri yüksek olduğunda halka açılmaya karar verdiğini belirlemiştir.¹⁵³

2.1.4. Sonraki Hisse Satışları İçin Bir Piyasa Fiyatı Belirlemek

Şirket ortaklarının ve girişim sermayesi sağlayıcılarının yatırımlarını nakde dönme isteği, firmaların halka açılma gerekçelerini araştıran literatürü bu doğrultuda harekete geçirmiştir. Bu literatür, halka arza başvuran kişilerin, herhangi bir şirketteki pozisyonlarını nakde dönme isteğinin ilk adımı olarak, firmaları için bir piyasa fiyatı belirlemek üzere halka açılmakla ilgilendiklerini savunmaktadır. İkinci adım ise bir satış-firmayı daha yüksek bir piyasa değerinden doğrudan satmak olacaktır. Bu yaklaşım esas olarak Zingales ve Mello ve Parsons'dan kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşım, halka arz firmalarının hedef haline geleceği veya içeriden kişilerin halka açıldıktan sonra kontrolü oldukça hızlı bir şekilde devredeceği hipotezini sunmaktadır. Hedef hipotez, bir piyasa fiyatı oluşturduktan kısa bir süre sonra firmayı satmaya teşvik eden riskten kaçınan ortakların varlığına dayanmaktadır. Brau, Couch ve Sutton, 1985-2003 yılları arasında 4,795 ABD halka arzını incelediklerinde, firmalardan sadece 45'inin (%3) bir yıl içinde hedef haline geldiğini bulmuştur. Dolayısıyla, örneklemin %97'si için bu hipotez desteklenmemektedir (en azından halka açık olduğu ilk yıl için).¹⁵⁴

¹⁵¹ James C. Brau, 2010, s.6

¹⁵² S.G. Mun ve S. Jang, "Restaurant firms' IPO motivations and post-IPO performances: Staying public, being delisted or merged?", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 31 (9), 2019, s.3484.

¹⁵³ J. Lerner, "Venture Capitalists and the Decision to Go Public", *Journal of Financial Economics*, 35 (3), 1994, s.293.

¹⁵⁴ James C. Brau, 2010, s.8

Buna karşın, İtalyan verilerini kullanarak, Pagano vd, halka açılan şirketlerin yaklaşık %14'ünün, halka arzdan sonraki üç yıl içinde kontrol hissesini bir yabancıya sattığını bulmuşlardır. Aynı şekilde, Pagano, Panetta ve Zingales 1996 yılında daha geniş bir örneklem kullanarak, halka arzların %16,4'ünün halka arzdan sonraki üç yıl içinde kontrol hisselerini sattığını göstermiştir. Elbette, %3, %14 ve %16'lık örneklerdeki girişimcilerin halka arz sırasında elden çıkarmayı mı planladıklarını yoksa halka arzdan sonraki bir veya üç yıl içinde elden çıkarmaya mı karar verdiklerini tespit edememektedir. Bununla birlikte bu örnekler, halka arzın, toplam satışın (veya en azından kontrolün devrinin) ilk adımı olabileceğine dair dolaylı kanıt sağlamaktadır. Örneklerindeki İtalyan firmalarının diğer %84'ü ve ABD firmalarının %97'si için, diğer hipotezlerden biri, büyük olasılıkla, halka arz kararını yönlendirmiştir.¹⁵⁵

2.1.5. Nakde Çevirme / Ortakların Likidite İhtiyacını Gidermek

Black ve Gilson, ilk halka arz fikrini, girişim sermayedarlarının yatırımlarından çıkış için çekici bir strateji olarak görmüşlerdir. Risk sermayedarları gibi profesyonel özel sermaye yatırımcıları, yatırımcıları için belirli dönemlerde getiri elde etmek isterler. Brau, Francis ve Kohers ve Brau'da tartışıldığı gibi, ve Sutton ve Hatch'a göre ilk halka arz, profesyonel yatırımcılar için böyle bir nakit imkânı sağlayabilir. Risk sermayedarları, şirket kurucuları ve diğer ortaklar ilk halka arzı, yatırımlarını en azından kısmen nakde çevirmek için kullanabilirler. Nakde çevirme teorisi, risk sermayedarlarının ve diğer ortakların halka arzda kişisel olarak sahip olunan hisseleri düzenli olarak satma imkanını inceler. Bu hipotez, 1980'lerde Avrupa halka arzlarının büyük bir kısmı için kesinlikle tutarlıdır.

Jenkinson ve Ljungqvist, 2001 yılında yaptıkları çalışmada Almanya'daki halka arzların %23'ünün ortak satışı niteliğinde olduğunu saptamışlardır. Ayrıca, Portekiz'deki halka arzların da tam 2/3'ü yalnızca ortak satışı hisselerini içeriyordu. Ortak satışı niteliğindeki Portekiz halka arzlarının 2/3'ü için amaç, mevcut ortakların yatırımlarını (en azından kısmen) nakde çevirmesine izin vermektir.¹⁵⁶

Sosnowski, şirketlerin halka açılma nedenleri ile yeni hisse senedi şirketlerinin piyasa değeri ve verimliliğindeki değişiklikler arasındaki bağlantıları ampirik olarak

¹⁵⁵ James C. Brau, 2010, s.9

¹⁵⁶ James C. Brau, 2010, s.11

araştırmıştır. 2005 ve 2012 yılları arasında Varşova Menkul Kıymetler Borsası'ndan 200 firmalık bir örneği kullanarak yaptığı araştırmada, ilk halka arzın temel amacının şirket tarafından öz kaynak artırmak olduğunu tespit etmiştir. Aynı şekilde, ilk hissedarların hisselerini elden çıkarma gerekçelerinin de önemli bir motivasyon kaynağı olduğunu saptamıştır.¹⁵⁷

2.1.6. Sahipliğin Daha Fazla Dağılmasına İzin Vermek

Chemmanur ve Fulghieri, ilk halka arzların firmanın sahiplik tabanını genişlettiğini iddia etmektedir. Modellerinde, bir halka arzın faydaları, özel mülkiyette olmanın daha düşük bilgi üretim maliyetleri ile karşılaştırılmaktadır. Pagano vd., halka açık olmanın artan likiditesinin mevcut ortaklık için bir değer yarattığını iddia etmektedir. Benninga, Helmantel ve Sarig ve Pastor, Taylor ve Veronesi, ilk halka arz kararının çeşitlendirme faydaları ile özel faydaların bir dengesi olduğu modeller sunmaktadır. Bodnaruk, Kandel, Massa ve Simonov, daha az karmaşık ortaklık yapısındaki firmaların halka açılma olasılıklarının daha yüksek olduğunu gösteren bu modeller için ampirik destek bulmaktadır.¹⁵⁸

Bodnaruk vd. İsveç'te 1995-2001 yılları arasında ilk halka arzları incelediği çalışmalarında halka arza gitme ile ilgili aşağıdaki sonuçlara ulaşmıştır:¹⁵⁹

- i. Daha az çeşitlendirilmiş hâkim hissedarların elinde bulunan özel şirketlerin halka açılma olasılığı daha yüksektir;
- ii. Daha az çeşitlendirilmiş bireysel hissedarlar hisselerinin çoğunu halka arzda satış yaparlar,
- iii. Sahiplerin çeşitlendirmesinin kapsamı, ilk halka arzın düşük fiyatlandırmasıyla ilgilidir.

2.1.7. Tanıtım / İlk Hareket Avantajı

¹⁵⁷ T. Sosnowski, "Motives and effects of the initial public offerings on the Warsaw Stock Exchange. Equilibrium". Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, 10(2), 2015, s.207.

¹⁵⁸ James C. Brau, 2010, s.9

¹⁵⁹ A. Bodnaruk, E. Kandel, M. Massa, & A. Simonov, "Shareholder Diversification and the Decision to Go Public". Review of Financial Studies, 21(6), 2008, s.2779.

Maksimovic ve Pichler, firmaların ilk hareket eden avantajını elde etmek ve firmanın tanıtımını veya itibarını artırmak amacıyla halka arz gerçekleştirdiklerini modellemektedir. Fikirleri, halka arzın kendisinin iş dünyasında ses getirmeye, firmanın itibarını artırmaya ve halka arz nişinde ilk hamle avantajı yaratmaya hizmet edebileceğidir. Ayrıca, Demers ve Lewellen, halka arzın düşük fiyatlandırılmasının firmada ilgi yaratmaya hizmet edebileceğini iddia etmektedir. Böylece, halka arzlar stratejik hamleler olarak hizmet edebilirler. Pagan vd., bir halka arzın, firmanın, yatırımcılar nezdinde tanınmasını artırabileceğini ve büyük bir borsada listelenmenin portföy yöneticilerinin dikkatini çekebileceğini savunuyor. Aggarwal, Krigman ve Womack aşırı düşük fiyatlandırmanın medyanın daha fazla ilgisini çektiğini ve halka arz firması için tanıtım yarattığını iddia ediyor. Bu teoriler dizisi, halka arzların isim tanınma/itibarında veya diğer bazı durumlarda bir artış yaşanacağı hipotezini ileri sürmektedirler.¹⁶⁰

2.1.8. Satın Alma Para Birimi Teorisi

Brau, Francis ve Kohers ilk halka arzların önemli olduğunu çünkü bu yolla oluşan hisse senetleri ile başka şirketlerin satın alınmasında kullanılabilecek bir para birimi yaratıldığını söylemektedirler. Bu teoriye göre halka arzdan sonra satın alma/birleşme aktivitelerinin devam etmesi gerekmektedir. Ancak bu teorinin gerçek olması için halka açılan şirketlerin satın alma hedefi değil satın alan şirket konumunda olması gerektiği iddia edilmektedir. (Brau, Francis, and Kohers)¹⁶¹

2.1.9. Takip Eden Bir Analist Oluşturmak / İzlenmeyi Artırmak

Ortaya çıkan hipotez şudur, firmalar analist incelemesi başlatmak ve izlemeyi artırmak için halka açılabilir. Bradley, Jordan ve Ritter, takip eden bir analiste sahip olmanın, bir firmanın itibarı ve hissedar değeri yaratma konusunda olumlu olduğunu söylemektedir. Ancak yöneticilerin bu motivasyonla olumlu karar almak için, halka açılma kararını verirken a) bir analist alacaklarını biliyor olmaları ardından, b) derecelendirmelerinin olumlu olacağından emin olmaları ve c) olumlu analistçe takip edilmenin firma (ve onlar) için değer yaratacağından bilgilerinin olması gerektiği açıktır.¹⁶²

¹⁶⁰ James C. Brau, 2010, s.12

¹⁶¹ James C. Brau, 2010, s.14

¹⁶² James C. Brau, 2010, s.15

2.1.10. Fırsat Pencerelelerinden Yararlanılması

Zaman zaman, halka arz piyasası “köpüklü” hale gelir ve güçlü yatırımcı talebi, halka arz hisselerinin fiyatını aşırı şişirebilir. Ritter, Loughran ve Ritter, Pagano vd., Baker ve Wurgler ve Lowry ve Schwert, bu tür fırsat pencerelerinin var olduğunu ve halka arz yapan firma ve aracı kuruluşların aşırı fiyatlı hisse ihraç etmek için bunlardan yararlandığını iddia etmişlerdir. Lucas ve McDonald, fırsat pencerelerinin bilgi asimetrisi tarafından yönlendirildiğini ve firmaların bu tür dönemleri bekleyerek, daha düşük değerli fiyatlarla hisse satmadıklarını ileri sürmektedir. Bu tür pencereler mevcutsa, test edilebilir hipotez, bu pencereler sırasında ihraç edilen halka arzların halka arzdan sonra risk uyumlu bir kıyaslamada düşük performans göstermesi gerektiğidir. Yani, piyasa sonunda yeni halka açılan şirketin aşırı değerli olduğunu anlayacak ve fiyat onun ifşasını yansıtacak şekilde aşağı doğru ayarlanacaktır. ¹⁶³

Ritter, halka arzların uzun vadeli performansına ilişkin ufuk açıcı makalesinde halka arzların, riske göre ayarlanmış uzun vadeli ortalama negatif, getirileri olduğunu gösteren ilk kişilerden biridir. Ritter, a) halka arz firmalarının gerçekten düşük performans gösterip göstermediğini ve b) düşük performans gösteriyorlarsa nedenlerini sorgulamıştır. Uzun vadeli halka arz getirilerinin düşük kalmasının birincil açıklamalarından biri olarak, firmaların (yatırım bankacıları ve risk sermayesi yöneticilerinin de yardımıyla) fırsat pencerelerinden yararlanarak aşırı değerlendirilmiş fiyatlarla satış yapabilmelerini göstermiştir. ¹⁶⁴

Pagano vd. İtalya pazarında halka açılmanın belirleyicilerini 66 halka arz şirketinin örnekleminde incelemiştir. Çalışma sonucunda firmaların halka açılmasının baskın bir nedeni olmadığı gözlenmiştir. Halka açılma olasılığını etkileyen ana faktörün sektörel piyasa değeri defter değeri oranı olduğu tespit edilmiştir. Bu oranın yüksekliği şirketlerin halka açılmasını teşvik edici niteliktedir. Bu sonuç, belki de daha yüksek yatırım fırsatlarına ve dolayısıyla daha yüksek yatırım gereksinimlerine sahip endüstrilerdeki firmaların sermaye piyasasından yararlanma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, aşırı değerli sektörlerdeki firmaların halka açık hisse senedi piyasalarına gitmeye karar verenler olduğu da öne sürülmüştür. Bu firmaların halka arzdan sonraki yıllarda performansını inceleyen Pagano vd. hem

¹⁶³ James C. Brau, 2010, s.16

¹⁶⁴ James C. Brau, 2010, s.17

yatırımlarının hem de karlılıklarının düştüğünü bulmuşlar, buna da daha muhtemel açıklama olarak aşırı değerlemeyi öne sürmüşlerdir.¹⁶⁵

2.1.11. Prim Sistemi İçin Hisse Oluşturulması

Holmstrom ve Tirole ve Schipper ve Smith, halka açık hisse senetlerinin verimli prim sistemlerine izin verdiğini savunuyorlar. Bu hipotez, firmaların halka arzdan sonra daha fazla hisse bazlı prim sistemleri oluşturabileceğini, bunun da halka açılmanın gerekçelerinden olabileceğini savunmaktadır. Halka arz öncesi prim verilerinin elde edilmesi çok zor olduğundan, bu hipotezin anket dışı verilerle doğrudan test edilmesi neredeyse imkansızdır.¹⁶⁶ Bununla birlikte, Graham ve Harvey, yaptıkları anketlerinde, halka açılmanın çalışan ikramiye/hisse senedi opsiyon planlarına hisse sağlamak için motivasyon unsuru olup olmadığını araştırmışlardır.¹⁶⁷ Çalışma, şirketlerin çalışan ücret planlarını oluştururken yeni hisse ihraçlarından kaçındıklarını göstermiştir.

2.1.12. Aynı Sektördeki Diğer Firmaların Halka Açılıyor Olması

Aynı sektörde faaliyet gösteren diğer firmaların halka açılmaları, örnek olmaları. Sürü psikolojisi yaratarak halka açılmaları teşvik edebilir. (Ibbotson ve Jaffe, Ritter ve Lowry ve Schwert) Ancak sürü psikolojisinin arkasındaki motivasyon belirsizdir. Piyasa aşırı değerlendirildiği için mi? Ortalama bir firma için normalden daha fazla büyüme fırsatı olduğu için mi? Kredi piyasaları daraldığı ve ortalama bir firma daha fazla borç finansmanı sağlayamadığı için mi?¹⁶⁸ Finansal anlamda ihtiyaç olmamasına rağmen rekabette geri kalmama isteği mi? Bu sürü psikolojisine neden olmaktadır, bilinmemektedir.

Al-Barrak Suudi Arabistan'da halka açılma motivasyonlarını ampirik olarak belirlemeyi ve Suudi Krallık'ta halka açılmanın önündeki engelleri bulmayı, halka arzların şirketlerin performansı üzerindeki etkilerini araştırmayı amaçlamıştır. Suudi Arabistan'daki 7 farklı iş sektöründen 145 firma yöneticisi ile görüşme yapılmıştır. Çalışma sonucunda Suudi Arabistan'daki şirketlerin daha fazla büyüme ve büyüme için toplanan parayı daha rekabetçi olmak için halka açmaya motive oldukları tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Suudi Krallık'ta halka açılmanın önündeki en önemli engellerle ilgili

¹⁶⁵ M. Pagano, F. Paaşırta & L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis". The Journal of Finance, 53(1), 1998, s.27.

¹⁶⁶ James C. Brau, 2010, s.17

¹⁶⁷ J.R. Graham, C.R. Harvey / Journal of Financial Economics 60 (2001) 187}243

¹⁶⁸ James C. Brau, 2010, s.18

olarak, Suudi Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen birçok anonim şirketin kar elde edememesi, olası kontrol kaybı ve halka açılma konusundaki uzun prosedür nedeniyle halka açılma konusunda isteksiz olduğu gözlenmiştir.¹⁶⁹

Brau vd. ilk halka arzlarla ilgili dört konuyu 438 finansal yönetici (CFO) ile anket yaparak incelemiştir. Firmaların neden halka açıldığı çalışma kapsamında ele alınmıştır. Çalışma sonucunda halka arzların başlıca nedenleri olarak büyüme ve likidite için fon sağlama tespit edilmiştir. Yöneticiler, aracılık ücretleri gibi halka açılmanın doğrudan maliyetleri ve dolaylı maliyetler nedeniyle açılma konusunda endişe taşıdıkları da anlaşılmıştır.¹⁷⁰

Marinković vd., içeriden bir bakış açısıyla, halka açılmanın lehinde ve aleyhinde olan nedenleri araştırmıştır. CEO/kontrol eden sahipler tarafından algılanan avantajları ve dezavantajları analiz etmek için özel olarak hazırlanmış, yapılandırılmış anket yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, çoğu şirketin halka açılma motivasyonlarının, finansal yeniden yapılandırmanın potansiyel olarak faydalı bir strateji olarak görülmesi, işini stratejik ittifaklarla verimli bir şekilde birleştirme imkanının elde edilmesi, şirketin elden çıkarılma olasılığının sağlanması, görünürlüğün artması ve imajın yükselmesi olduğu tespit edilmiştir. Genel olumlu izlenim, bazı dezavantajlarla dengelenmiştir: Halka açılanlara yüklenen maliyetler ve risklerin ise motivasyonu düşürdüğü tespit edilmiştir.¹⁷¹

2.2. İlk Halka Arzlarda Temel Çekince Nedenleri

2.2.1. Ek Yasal Gereksinimler ve Açıklamalar

Özel şirketlerin aksine, halka açık şirketlerin mali tablolarını her yıl Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul'a sunmaları gerekir. Bu mali tablolar, Uluslararası Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkelerine uygun olarak hazırlanmalı ve sertifikalı bir muhasebe firması tarafından denetlenmelidir. Bu düzenlemeler hem külfetli hem de maliyetlidir. Bir şirketin mali durumunu kamuya açık olarak bildirmek, şirketin daha sıkı mali kontroller kurmasını, bir mali raporlama ekibi ve denetim komitesi oluşturmasını,

¹⁶⁹ A. M. Al-Barrak, Initial public offerings in Saudi Arabia: motivations, barriers and effects Doctoral dissertation, Newcastle University, Department of Accounting and Finance Business School, 2005, s.3.

¹⁷⁰ J. C. Brau, Ryan, P. A., & I. DeGraw, "Initial public offerings: CFO perceptions". **Financial Review**, 41(4), 2006, s.483.

¹⁷¹ S. Marinković, I. Ljumović & D. Stojković, "Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies". *Industrija*, 40(2), 2012, s.125.

üç aylık ve yıllık mali kapanış süreçlerini uygulamasını, bir denetim firmasını tutmasını ve onlarca başka görevi tamamlamasını gerektirebilir. Bu sorumluluklar, halka açık şirketler için mali ve çalışma zamanı anlamında ciddi maliyettir.

Campbell, belirli şirketlerin halka açılmama kararlarının en önemli gerekçesini açıklamıştır. Çünkü şirketler, politikalarının ve faaliyetlerinin gizliliğini kaybedebilir.¹⁷² Halka açılma, bir şirketi belirli özel bilgileri ifşa etmeye zorlayabilir, özellikle rakiplerin sahip olmadığı teknolojik bilginin ifşası rekabet avantajının kaybolmasına neden olabilir.

2.2.2. Piyasa Baskıları

Şirket için en iyi olduğunu düşündüklerini yapmaya alışkın olan şirket liderleri için piyasa baskıları çok zor olabilir. Kurucular, şirketlerinin bugünden yıllar sonra nasıl görüneceğine ve bunun dünyayı nasıl etkileyeceğine dair uzun vadeli bir görüşe sahip olma eğilimindedir. Borsada ise çok kısa vadeli, kâr odaklı bir bakış açısı var. Bir şirket halka açıldığında, her hareketi piyasa katılımcıları tarafından incelenir ve bunlar genellikle şu soruyla ilgilenir: "Bu şirket üç aylık kazanç hedefine ulaşacak mı?" Bir şirket hedefine ulaşırsa, hisse senedi fiyatı normalde artacaktır; değilse, hisse senedi fiyatı normalde düşecektir. Liderlik uzun vadede şirket için en iyisini yapıyor olsa bile, halkın kısa vadeli hedeflerine ulaşamamak şirketin değer kaybetmesine neden olabilir. Kısa vadeli kamu hedefleriyle kısıtlanma fikrinden hoşlanmayan kurucular, halka açılma konusunda dikkatlice düşünmelidir.

2.2.3. Olası Kontrol Kaybı

Halka arzın önemli bir dezavantajı, kurucuların şirketlerinin kontrolünü kaybedebilmeleridir. Kurucuların şirketteki karar alma gücünün çoğunluğunu elinde tutmasını sağlamanın yolları olsa da bir şirket halka açıldığında, diğer hissedarların oy kullanma yetkisi olmasa bile yönetimin yatırımcıları mutlu etmesi gerekir. Halka açık olmak, piyasa hissedarlarından önemli miktarda para almak anlamına gelir. Hissedarlar şirkete bu kadar çok para verdikleri için, kurucuların beğenmediği bir yöne gitmek anlamına gelse bile, şirketin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini beklerler. Hissedarlar, şirketin para kazanmalarına yardımcı olacak şekilde faaliyet göstermediğini

¹⁷² Campbell, Tim (1979) "Optimal investment financing decisions and the value of confidanti. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 14, 913-924.

hissederlerse, hissedar oyları veya kamuoyu eleştirisiyle şirketi yeni bir yönetim atamaya zorlayabileceklerdir.

Halka arzdan sonra bir firmanın mülkiyet yapısı büyük ölçüde değişir. Genel olarak yöneticiler bir firmanın hisse senetlerinin daha küçük bir kısmına sahip olur ve sahiplik daha dağınık olur. Jensen ve Meckling'e göre bu dağılımın sonucu, halka arzdan önceki döneme kıyasla yönetimin daha az teşviki olacak ve bu, bir firmanın daha düşük performans göstermesine neden olacaktır.¹⁷³

2.2.4. İşlem Maliyetleri

İlk halka arzlar pahalıdır. Halka açık şirketin mevzuat uyumluluğunun yinelenen masraflarının ötesinde, ilk halka arz işlem süreci ağır bir maliyet doğurur. Halka arzın en büyük maliyeti aracı kuruluş ücretleridir. Aracı kuruluşlar genellikle brüt gelirin % 1,5 ila %5'si arasında ücret alırlar. Aracı kuruluş ücretlerinin yanı sıra, denetçi ücretleri, yasal izinler için ücretler, reklam ve tanıtım giderleri gibi maliyet unsurları olacaktır. Ritter, halka açılmanın ölçülebilir iki maliyet bileşenine ilişkin kanıtlar sunmuştur¹⁷⁴. İlk bileşen sabit maliyetlerdir, bu sabit maliyetler doğrudan maliyetlerdir Ritter tarafından halka açılmanın bahsettiği diğer maliyetler, düşük fiyatlandırma maliyetleridir.

Chemmanur ve Fulghieri, daha genç ve / veya daha küçük şirketlerin daha düşük fiyatlandırma nedeniyle halka açılma olasılığının az olduğunu söylemektedirler. Çünkü bir şirketin küçük olması ve / veya genç olması, şirket hakkında daha az bilgi olduğu anlamına gelir ve bu fiyatlamaya olumsuz yansır. Bu nedenle genç ve / veya küçük şirketlerin halka arz edilmesi daha az caziptir.¹⁷⁵

2.2.5. Artan Yasal Sorumluluk

Şirketin halka açılması, şirketin, ve yöneticilerinin kötü yönetim konusundaki olası sorumluluğunu artırır. Halka açık şirket, hissedarlarına karşı hissedar karını maksimize etme ve operasyonel bilgileri açıklama yükümlülüğüne girer. Şirket ve yöneticileri, halka açılma sonrasında artan sorumlulukları doğrultusunda, içeriden

¹⁷³ Jensen, M., and Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Structure," Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.)

¹⁷⁴ Ritter, Jay R. (1987) "The cost of going public" Working Paper #487, University of Michigan

¹⁷⁵ Chemmanur T., P. Fulghieri (1995), "Information production, private equity financing, and the Going public decision", Working paper, Columbia University

öğrenenlerin ticaretini yapmakla, hissedarlara önemli bilgileri yanlış vermekle veya diğer yasaların açıklanmasını zorunlu tuttuğu bilgileri açıklamaktan imtina etmekle suçlanabilir ve dava edilebilirler.

2.3. İlk Halka Arzlarda Vazgeçme Gerekçeleri

Şirketlerin halka arza gitme konusunda çekince yaşayabildikleri görülmektedir. Bu bağlamda ilk halka arz veya ikincil halka arza gitme kararından vazgeçtikleri görülebilmektedir. Çekilme kararı halka arzdan bütünüyle vazgeçme şeklinde olabildiği gibi belirli bir zaman için erteleme şeklinde de olabilmektedir. Şirketlerin ilk halka arzlarda temel çekince nedenleri ise aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁷⁶

- i. Olumsuz ekonomik şartlar,
- ii. Piyasa koşulları ve uygun olmayan zamanlama,
- iii. Beklenen talebin oluşmaması,
- iv. Hisse fiyatlamasının düşük bir düzeyde değerlendirilmesi,
- v. Erteleme sonucunda daha başarılı olma olasılığı,
- vi. İhraç maliyetlerinin yüksek olması,
- vii. Birleşme ve devir olasılığı.

Halka arz literatürünü inceleyen Ritter ve Welch, şirketlerin ilk halka arz kararlarında çekince yaşamalarının temel nedenlerinin piyasa koşullarının kötüleşmesi, ekonominin durgunlaşması ve ekonomik göstergelerin olumsuz seyretmesi olduğunu ifade etmiştir.¹⁷⁷

Şirketlerin halka arzdan çekilmelerinin önemli bir nedeni de şirketin değerinin düşük olarak fiyatlanması riskidir. Şirketler, piyasa araştırması sonucunda veya büyük yatırımcılar ile görüşmeler neticesinde kendilerinin biçmiş oldukları değer piyasa karşılığını bulamadığında halka arzdan geri çekildikleri görülmektedirler. Busaba vd., şirketin kendisi için belirlemiş olduğu hisse fiyatının, yatırımcılar tarafından yapılmış

¹⁷⁶ İ.E. Karaa ve G. Akakçe. "Türkiye'de Firmaların Halka Arzdan Çekilme Nedenleri ve Sonuçları". *Journal of Business Research Turk*, 9(3), 2017, s.376.

¹⁷⁷ J. R. Ritter ve I. Welch, "A review of IPO activity, pricing, and allocations". *The Journal of Finance*, 57(4), 2002, s.1795.

olan fiyatlamanın çok üstünde olması halinde, halka arzda çekince yaşandığı ve geri çekilmeler görüldüğünü ifade etmektedir.¹⁷⁸ Şirketlerin fiyat değerlemesi esnasında yaptıkları müzakereler ve pazarlıklarda vazgeçtikleri miktara “masa üzerinde bırakılan para” (money left on the table) adı verilmektedir.¹⁷⁹ Şirketler bu miktarın mümkün olduğunca en düşük düzeyde kalmasını hedefler. Hissenin düşük değerlendirilmesi olgusu, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak değişebilmekte, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha düşük düzeyde fiyatlanabildiği görülebilmektedir.¹⁸⁰ Ancak şirketin teklif ettiği fiyatın çok yüksek olması durumunda satışın zorlaştığı görülmekte, teklif edilen tutarlar arttıkça halka arzdan çekilme ihtimali yükselmektedir. Busaba vd., yatırımcıların şirketlerin halka arz kararından vazgeçeceklerinin yüksek ihtimale sahip olması halinde, düşük fiyatlama olgusunun daha az olduğunu tespit etmişlerdir. Fakat bu ihtimali değerlendiren şirketlerin, yatırımcıların alakalarını kaybedeceklerini de ayrıca düşünmeleri gereklidir.¹⁸¹

Dunbar ve Foerster, yapmış oldukları çalışmada ilk halka arzlarda geri çekilmeleri incelemeyi amaçlamıştır. Araştırmacılar, 1985 ile 2000 arasında ABD'deki 7.442 halka arz şirketi verilerini incelemiştir. Araştırmalar, prestijli aracı kuruluşlar ve risk sermayesi yatırımcıları gibi finansal aracılıkların varlığının ve daha iyi piyasa koşullarının, başarılı bir getiri olasılığını artırdığını tespit etmişlerdir. Bu nedenle bahse konu şartların olumsuz olmasının ilk halka arzlarda geri çekilme nedeni olarak öne çıktığı değerlendirilmiştir.¹⁸²

Esfahanipour vd. Tahran Borsasında halka arzın geri çekilmesi ve düşük fiyatlandırma olasılığı üzerindeki etkili faktörleri regresyon kullanarak incelemiştir. Araştırmacılar tarafından halka arzın geri çekilmesi ve düşük fiyatlandırma olasılığını tahmin etmek için yapay sinir ağı yöntemi kullanılmıştır. Uygulanan yöntemin performansını değerlendirmek için bulanık regresyon kullanılmış ve sinir ağı ile karşılaştırma yapılmıştır. Çalışma sonucunda, yapay sinir ağının bulanık regresyondan daha iyi doğruluk gösterdiği gözlenmiştir. Sonuçlar, düşük fiyatlandırma ile geri çekilme olasılığı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ve halka arzın geri çekilme olasılığının,

¹⁷⁸ W.Y. Busaba, L. M. Benveniste ve R.J. Guo. “The Option To Withdraw IPOs During The Premarket: Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 60(1), 2001, s.73.

¹⁷⁹ J. Madura, *Financial markets and institutions*. South-Western Cengage Learning, Nelson Education, Canada, 2014, s.235

¹⁸⁰ T. Loughran, J. R. Ritter, ve K. Rydqvist, “Initial public offerings: International insights”. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 1994, s.165.

¹⁸¹ W.Y. Busaba vd., 2001, s.73.

¹⁸² C. G. Dunbar & S. R. Foerster, “Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market”. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 2008, s.610.

düşük fiyatlandırmanın hassas bir şekilde değerlendirilmesinde önemli bir rol oynadığını göstermiştir.¹⁸³

Fan ve Yamada ilk halka arz hisselerinin kaynakları ve geri çekilme kararı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma sonucunda, sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarda, CEO'ların cayma kararı ile doğrudan bir ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Risk sermayesi şirketlerinin, sattığı hisse senetleri için, herhangi bir piyasa koşulunda geri çekilme kararını daha zor verdiği ve her koşulda satış yönünde tercih kullandığı görülmüştür. Bu sonuçlar, halka arzın geri çekilme kararının tercihinin hisse satıcısına göre farklılık gösterdiğini ve CEO'ların geri çekilme kararlarında satıcı ortaklarla ters yönde ilişki içinde olduklarını göstermiştir.¹⁸⁴

Helbing vd., Avrupa'nın büyük ülkeleri için, çok geniş bir hisse senedi halka arzları örneklemesi kullanarak, halka arzdan çekilme nedenlerini incelemiştir. Bu çalışmada 2001-2015 döneminde Batı Avrupa halka arz pazarının %80'i ele alınmıştır. Halka arzın geri çekilme olgusunun hisse senedi piyasalarının ortak bir özelliği olduğu araştırmacılar tarafından tespit edilmiş ve geri çekilme olasılığını etkileyen temel özellikleri belirlenmiştir. Temel bulgular, risk sermayesi veya özel sermaye katılımının, olumsuz haberlerin varlığının, CEO ikiliğinin veya borçlanma niyetinin halka arzın geri çekilme olasılığını artırdığı gözlenmiştir. Öte yandan, daha yüksek kurumsal yönetim veya ticaret hacmi, halka arzın geri çekilme olasılığını azalttığı gözlenmiştir.¹⁸⁵

Cioli vd., İtalya Borsasına listelenmeden önce ilk halka arzlarda geri çekilmelerinin firmaya özgü ve piyasaya özgü belirleyicilerini araştırmıştır. Bu kapsamda araştırmacılar İtalya Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı olan ve 2007-2016 döneminde 52 planlı ilk halka arzı (15 geri çekilme ve 37 başarılı IPO) veri seti olarak kullanmıştır. Araştırmada belirlenen her bir değişkenin ilk halka arz sürecinden çekilme olasılığı üzerindeki etkisini test etmek için regresyon kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, faiz oranlarının, piyasa duyarlılığının ve hükümet bütünlüğünün halka arzdan çekilme olasılığını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Şirketin aşırı karlılığı ve yaşı gibi iki ön

¹⁸³ A. Esfahanipour, M. Goodarzi, & R. Jahanbin, "Analysis and forecasting of IPO underpricing", *Neural Computing and Applications*, 27(3), 2016, s.651.

¹⁸⁴ P. Fan & K. Yamada, "Who Decides IPO Withdrawal and When?". Working Paper, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3033710>, 2017, s.1.

¹⁸⁵ P. Helbing, B. M. Lucey, & S. A. Vigne, "The determinants of IPO withdrawal—Evidence from Europe". *Journal of Corporate Finance*, 56, 2019, s.415.

değişken, çekilme olasılığı üzerinde sırasıyla olumsuz ve olumlu bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir.¹⁸⁶

Dimic vd., 2003-2019 döneminde Özel Amaçlı Satın Alma Şirketlerinin bir örneğini kullanarak halka arzın geri çekilmesinin belirleyicilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda hem yasal koşulların özelliklerinin hem de pazar özelliklerinin geri çekilme seçeneklerini belirlediği tespit edilmiştir. Geri çekilme olasılığı, halka arz / geri çekilme günündeki oynaklık seviyesi ile ve satın alma hedefinin özel sermaye alanında olup olmadığı ile doğrudan ilişkili olduğu gözlenmiştir. Özel Amaçlı Satın Alma Şirketlerinin, satın alma odaklarına sahiplerse, daha fazla sayıda aracı varsa ve hukuk müşavirleri bu şirketlerin piyasasında uzmanlaşmışsa, halka arzlarını geri çekme olasılıklarının düştüğü tespit edilmiştir. Ayrıca, Özel Amaçlı Satın Alma Şirketleri için halka arz hızının doğrudan pazarın seviyesi, halka arzın büyüklüğü ve CEO'nun daha önce diğer halka açık şirketlerin yöneticisi olup olmadığı ile ilgili olduğu gözlenmiştir.¹⁸⁷

2.4. İlk Halka Arzların Sayılarını ve Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenler

Laohakosol, Sharma, Sthapit¹⁸⁸ Nepal hisse senedi piyasası özelinde yaptığı çalışmada borsa endeksi, piyasaya yeni para girişi ve faiz oranlarının halka arz hareketlerini açıklayan en önemli makroekonomik değişkenler olduğunu göstermiştir.

İlk halka arzın zamanlamasıyla ilgili olarak, yani halka açılmada doğru zamanı seçmek için Ritter¹⁸⁹, 'Fırsatlar Penceresi Teorisi'ni geliştirmiştir. Kısaca teoriye göre, girişimciler, piyasa koşullarına göre halka açılma kararlarını verirken, fiyatların piyasada düştüğü dönemde daha az hisse senedi ihracı kararı vermektedir ve bunun tersi de geçerlidir.

Loughran, Ritter ve Rydqvist ve Rydqvist ve Hogholm¹⁹⁰ yıllar itibariyle yapılan ilk halka arz sayısı ile hisse senedi fiyatları arasında önemli pozitif ilişki bulmuşlardır.

¹⁸⁶ V. Cioli, R. Fargion, A. Giannozzi ve O. Roggi. "The Determinants of IPO Withdrawals in the Italian Stock Exchange," Banca Impresa Società, Società editrice il Mulino, 1, 2019, s.79.

¹⁸⁷ N. Dimic, E. R. Lawrence & M. Vulcanovic, "The Determinants of IPO Withdrawals: Evidence From SPACs". <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3538671> 3538671, 2020, s.1.

¹⁸⁸ Dr. Wilaiporn Laohakosol , Ayush Sharma , Arhan Sthapit (2018) Macroeconomic Factors and Their Influences on Initial Public Offering (IPO) in Nepal International Journal of Research 2018

¹⁸⁹ Ritter, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. The Journal of Finance, 46(1), 3-27.

¹⁹⁰ Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. Pacific Basin Finance Journal, 2(2). 165-200.

Almanya ve diğer 10 Avrupa ülkesinde yapılan bir çalışmada Ljungqvist¹⁹¹ halka arzların sayısının borsa endeksi seviyesi ve gayri safi milli hasıla (GSMH) büyüme oranıyla pozitif yönde ilişkili olduğunu bulmuştur. Benzer şekilde Rees¹⁹², Birleşik Krallık'taki hisse senedi piyasasının seviyesi ile İngiliz firmalarının halka arz sayısı ve hacminin önemli ölçüde pozitif bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir. Aynı şekilde halka arz sayısı gayri safi milli hasıla ile önemli ölçüde pozitif ilişkilidir. Breinlinger ve Glogova,¹⁹³ hisse senedi endeksi getirisinin ve tasarruf mevduatlarındaki değişimin ilk halka arzlar üzerindeki etkisini incelemiştir. GSYİH, faiz oranları ve hisse senedi endeksi, halka arz sayısı ve halka arz hacmi ile anlamlı pozitif ilişkiye sahiptir. Tran ve Jeon,¹⁹⁴ halka arz sayısı ile ABD borsa endeksi arasında önemli bir pozitif ilişki bulmuştur; Fed Faiz oranı ve 10 yıllık ABD Hazine tahvili getirisi ile toplam ilk halka arz sayısı önemli ölçüde ve olumsuz yönde ilişkilidir. Tüketici enflasyonu ile ilk halka arzlarda elde edilen ortalama gelirler ise önemli ve pozitif bir ilişkiye sahiptir.

Malezya'da yapılan bir çalışmada Ameer¹⁹⁵, bankaların nominal kredi faiz oranları ile halka arz sayısı önemli derecede ters yönlü ilişkiye sahipken, endüstriyel üretim oranı ve borsa endeksi ile ilk halka arz sayıları anlamlı pozitif ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Kovandova ve Zinecker,¹⁹⁶ Polonya'da, referans faiz oranının ilk halka arz sayısını etkilediğini bulmuştur. Sri Lanka'da Dayaratne ve Wijethunga¹⁹⁷ GSYİH, 91 günlük faiz oranı, enflasyon ve döviz kuru ile toplam halka arz gelirleri ve halka arzdan elde edilen ortalama hasılatın uzun dönemli denge ilişkisinde olduğu, ancak yalnızca döviz kuru ve faiz oranı ile toplam halka arz gelirleri arasında daha büyük bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir. Benzer şekilde, Hindistan'da, Rani ve Kaurmann¹⁹⁸, GSYİH'yı, ilk halka arz sayısının önemli bir öngörücüsü olarak belirlemiş ve piyasa faiz

¹⁹¹ Ljungqvist, A. P. (1995). When do firms go public? Poisson evidence from Germany. Working Paper, Oxford University

¹⁹² Reese, W. P. (1997). The arrival rate of initial public offers in the UK. *European Financial Management*, 3(1), 45-62.

¹⁹³ Breinlinger, L. & Glogova, E. (2002). Determinants of initial public offerings: a European time-series cross-section analysis. Working Paper, Financial Stability Report. Wien: Oesterreichische National Bank.

¹⁹⁴ Tran, A. L. & B. N. Jeon (2011). The Dynamic Impact of Macroeconomic Factors on Initial Public Offerings: Evidence from Time-Series Analysis. *Applied Economics*, 43(23), 3187-3201.

¹⁹⁵ Ameer, R. (2012). Macroeconomic factors and initial public offerings in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 41-67

¹⁹⁶ Kovandova S. & Zinecker M. (2015). Macroeconomic determinants of ipo activity in Poland between 1993 and 2013. *Trends Economics and Management*, 9(23), 24- 31.

¹⁹⁷ Dayaratne D. & Wijethunga A. (2015). The dynamic relationship between initial public offerings (ipos) and macroeconomic variables: Evidences from emerging stock market of Sri Lanka. *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 3(9), 76-83.

¹⁹⁸ Rani, P., & Kaurmann, V. (2017). Contagion effect of macroeconomic variables on IPO listing activity: a time series analysis in Indian context. *International Journal of Business Management and Research*, 7(4), 47-52.

oranı ile halka arz sayıları arasında bir nedensellik ilişkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Lowry, Ocer ve Schwert,¹⁹⁹ göre ilk halka arzlarda ilk gün getirileri zaman içinde önemli ölçüde dalgalanır ve "sıcak" halka arz piyasaları sırasında bu dalgalanma önemli ölçüde daha büyüktür. Açıklanan sebep, ilk halka arzlarda fiyatlandırma sorununun %50'sinin şirkete özgü ise %50'sinin de pazar genelindeki faktörlerle ilgili olduğunu göstermektedir (örneğin, pazar "sıcak" olabilir) ve bu karmaşıklık aracı kuruluşların halka arzları doğru bir şekilde değerlendirme kabiliyetini sınırlandırır. Firmaya özgü oynaklık, esas olarak bazı firmaların diğerlerine göre değerlendirilmesi daha zordur. Bu bilgi asimetrisi veya ilgili endüstrinin özelliği gibi nedenlere bağlı olabilir.²⁰⁰

Bazı araştırmacılar, düşük fiyatlandırmanın, halka açılan firma yöneticileri ve aracı kuruluşlar tarafından kasıtlı olarak yürütülen stratejik bir plan olduğunu iddia etmektedirler. Örneğin Hakenes ve Nevries²⁰¹ başlangıçta, daha fazla medya kapsamı ile düşük fiyatlı halka arzların nasıl üretebileceğini inceleyen bir model geliştirmiştir. Halka açılan şirket, düşük fiyatlama yaparak yeni müşterileri çekmek ve karşılığında talepteki artış sonucunda ellerindeki stokun gerçek değerinin yükselmesini sağlamayı amaçlıyor olabilir. Boehmer ve Fische²⁰² alternatif bir model geliştirerek için bu analize devam etmiştir. Aracı kuruluş tarafından, halka açılan bir şirketin stratejik olarak düşük fiyatlandırılması yoluyla daha yüksek işlem hacmi oluşturup oluşturmadığını analiz etmek için bir model oluşturmuşlardır. Halka arz edilen hisselerin çoğunluğunu elinde şirket sahiplerine ve aracı kuruluşlar açısından daha yüksek işlem hacmi çok faydalı olacağını savunmuşlardır. Aracı kuruluş temel bir piyasa yapıcı olduğundan, artan talep nedeniyle işlem hacmindeki artıştan yararlanabilecektir. Yine de bu model aracı kuruluş için sistematik düşük fiyatlandırmanın hiçbir faydasını göstermemiştir. Aggarwal, Krigman ve Womack,²⁰³ yönetsel hissedarlığın, ilk halka arzda düşük fiyatlandırmasını modellemiştir. Bu model, Hakenes ve Nevries tarafından sunulan modeli çürütmekte ve düşük ilk halka arz fiyatlandırmasının firmaya özünde zararlı olduğunu göstermektedir.

¹⁹⁹ Lowry, M., Ocer M. S., Schwert G. W. (2010). The Variability of IPO Initial Returns. The American Finance Association

²⁰⁰ Amar Galijasevic Josef Tegbaru, Can IPO first day returns be predicted? A multiple linear regression analysis Stocholm, Sverige 2019 Royal Institute of Technology

²⁰¹ Hakenes, H. and P. Nevries, 2000, "Underpricing initial public offerings due to the value increasing publicity effect," working paper, Westfälische WilhelmsUniversität Münster

²⁰² Boehmer, Ekkehart and Fische, 2004, "Underwriter short covering in the IPO aftermarket: A clinical study," Journal of Corporate Finance 10. 575-594

²⁰³ Aggarwal, R., L. Krigman, and K. Womack, 2002, "Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling," Journal of Financial Economics 66, 105-137.

İlk gün düşük fiyatlandırma ile yüksek oranlı hissedarlığı bulunan yöneticilik arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Logue,²⁰⁴ bilgi asimetrisinin bir sonucu olarak düşük fiyatlandırmayı modellemiştir. Bir firma ilk kez halka açıldığında, o firma hakkında piyasada yüksek miktarda belirsizlik vardır. Bu nedenle firmalar, halka açılma sürecinde prestijli bir yatırım bankacılığı şirketi arayabilirler. Prestijli bir bankaya sahip olarak pazara giren bir şirket piyasaya güven aşılayabileceğine inanıyor olabilir. Yatırımcılar daha sonra prestijli aracı kuruluşlara sahip halka arzların iyi bir yatırım olduğu ve daha yüksek fiyatlarla bu hisseler girilebileceğine inanmaya teşvik edilirler.

Titman ve Trueman,²⁰⁵ daha prestijli aracı kuruluşların, halka arzına aracılık ettikleri şirketler hakkındaki bilgileri analiz etmişlerdir. Analizleri, hisse senedi fiyatının belirlenmesinde değerlendirme ile ilgili bilgilerin önemli olduğunu, ancak halka arza prestijli bir aracı kuruluşun aracılık etmesinin daha büyük bir etki gösterdiğini ispatlamıştır. Üst düzey bir aracı kuruluşa sahip bir halka arz, pazara, daha dikkatli bir değerlendirme yapıldığı izlenimini vermektedir.. Carter ve Manaster²⁰⁶ aynı şekilde, prestijli aracı kuruluşun bir halka arz üzerindeki etkisine bakmışlardır. Bu halka arzlar, daha az riskli olarak görüldüğünden yatırımcılar halka arz ve fiyatı hakkında iyi bilgilendirildiklerini varsaymışlardır. Daha az algılanan risk ve daha "doğru" fiyatlandırmayla, ilk halka arzda daha az fiyat artışı olmakta ve böylece masada bırakılan para azalmaktadır.

Loughran ve Ritter,²⁰⁷ ilk halka arz düşük fiyatlandırmasının yüzyılın dönüm noktası zamanından beri nasıl büyüdüğünü incelemişlerdir. Düşük fiyatlandırma sorununun bir kısmının sorumlusu olarak, ilk halka arzlarda ana yüklenici konumunda olan prestijli ulusal yatırım bankacılığı firmalarını göstermişlerdir. Ancak asıl sorumlunun halka açılan şirketler olduğunu ileri sürmüşlerdir. 1999-2000 internet balonu sırasında, ilk gün getirileri %65 civarındaydı ve büyük miktarlarda düşük fiyatlandırma gösteriyordu. Aracı bankalar bu durumdan şikayetçi değildi ancak, masada kalan bu yüksek miktardaki paranın ana sorumlusunun, halka açılan firmalar olduğunu ileri sürüyorlardı. Teorilerine göre, bu yükseklikte paradan vazgeçen firmaların halka açılmaya devam etmeleri, sorumluluklarının göstergesiydi.

²⁰⁴ Logue, D., 1973, "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.

²⁰⁵ Titman, Sheridan, and Trueman, 1986, "Information Quality and the Valuation of New Issues," *Journal of Accounting and Economics* 8, 159-172.

²⁰⁶ Carter, R.B. and S. Manaster, 1990, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Finance* 45, 1045-1068.

²⁰⁷ Loughran, T. and J. Ritter, 2002, "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?," *Review of Financial Studies* 15, 413-443

Aracı kuruluşların düşük fiyatlama konusundaki sorumluluk düzeyinin saptanmasına yönelik yapılan çalışmalarda, daha saygın yatırım bankacılığı aracılığıyla halka arz yapmanın, dolaylı bir maliyet olarak masada bırakılan paranın yükselmesine neden olabildiği, aracı kuruluşlar arası rekabetin ise halka arz fiyat teklifini yükselttiği saptanmıştır. Corwin ve Schultz²⁰⁸, aracı kuruluşlar arasındaki rekabetin, halka arz teklif fiyatını her yeni yüklenici aracı kuruluş için teklif fiyatını %1 düzeyinde artırdığını bulmuşlardır.

Matthew Ahearn²⁰⁹ ise farklı sayı ve nitelikteki aracı kuruluş ile halka arzda ilk gün düşük fiyatlama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır.

2.5. Türkiye’de İlk Halka Arzlarda Fiyat Performansı

Çalışmanın bu kısmında Türkiye de ilk halk arzların fiyat performansı uzun ve kısa vade başlıkları altında incelenmiştir.

2.5.1. Türkiye’de Kısa Dönem Fiyat Performansı

Kıymaz, 1990-1995 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 39 finans kuruluşunun hisselerinin ilk gün getirilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda ilk gün aşırı getirinin %15,3 düzeyinde olduğu gözlenmiştir. İlk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunun en önemli nedeninin, hisse senetlerinin ilk halka arz fiyatının tespit edildiği tarihten, işlem görmeye başlamasına dek geçen sürede borsa endeksinde yaşanan artışlar ve hisse senetlerinin gelecekte göstereceği performansın belirsizliğini ölçmek amacıyla ortaya konulan standart sapma değişkeni olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan halka arzlardan sağlanan gelir ve aracı kuruluş tarafından hisselerin düşük düzeyde fiyatlanmasının, ilk gün düşük fiyatlamayı etkilediği gözlenmiştir.²¹⁰

Kıymaz, finansal kuruluşlar ve endüstri işletmeleri gibi farklı sektörlerden şirketlerin ilk halka arz performansı incelemiştir. 1990-1996 döneminde ilk kez arzı gerçekleştiren 163 şirketin ortalama ilk gün getirileri analiz edilmiştir. Çalışma

²⁰⁸ Corwin, S. and P. Schultz, 2005, “The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition,” *The Journal of Finance* 60, 443–486.

²⁰⁹ Matthew Ahearn, *The Underwriter Effect: How Underwriters Influence the Amount of Money Left on the Table for Initial Public Offerings*, 2019 University of Maine

²¹⁰ H. Kıymaz, “İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi”. *İMKB Dergisi*. 1 (2), 1997, s.69.

sonucunda tüm şirketlerin ilk gün getiri ortalaması %13,1 düzeyinde tespit edilmiştir. Düşük fiyatlama olgusu sektörel bazda incelendiğinde ise, endüstri işletmelerinin ilk gün getiri ortalamasının %11,7, finansal kuruluşların ilk gün getiri ortalamasının %15, diğer şirketlerin ilk gün getiri ortalamasının ise %17,6 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Sektörel bazda farklı getiri oranlarının ortaya çıkmasında işletmelerin büyüklüğünün ve piyasada meydana gelen yükselişin varlığına vurgu yapılmıştır.²¹¹

Türüdü, 1999- 2000 yılları arasında Türkiye’de halka arz edilen 21 şirketin verileri fiyat performans açısından incelemiştir. Araştırmacı tarafından hisselerin günlük, haftalık, aylık ve 6 aylık getirileri analiz edilmiştir. İncelenen hisselerin ortalama ilk gün getirisinin %17,57, ilk hafta getirisinin %21,56, ilk ay getirisinin %48,08 ve ilk 6 ay getirisinin %71,75 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ışığında Türkiye’de düşük fiyatlandırmanın meydana geldiği araştırmacı tarafından vurgulanmıştır.²¹²

Durukan, 1990-1997 dönemi için ilk halka arzı yapılmış olan 173 şirketin kısa dönem getirilerini analiz etmiş ve şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalamasını %14,61 düzeyinde tespit etmiştir. Diğer taraftan halka arzlar ile alakalı belirsizliği minimize eden unsurların daha düşük getiriye neden olduğu da tespit edilmiştir.²¹³

Durukan, 112 şirketin ilk halka arz kısa dönem fiyat performansını incelemiştir. Bu amaçla 1994 – 2003 yılları arasındaki halka arzların verileri analiz edilmiş ve şirketlerin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %7,5 olarak hesaplanmıştır.²¹⁴

Küçükkocaoğlu, ilk halka arzlarda kısa dönem fiyat performansını incelemiştir. Araştırmacı halka arz yöntemine göre sabit fiyat yöntemi ile gerçekleştirilen halka arzlarda ilk gün getiri ortalamasının %7,01 düzeyinde olduğunu, defter değeri yöntemiyle fiyatlanan halka arzlarda ise ilk gün getiri ortalamasının %11,47 düzeyinde olduğunu tespit etmiştir.²¹⁵

²¹¹ H. Kıymaz, "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 2000, s. 213.

²¹² E. Türüdü, "Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması". Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001, s.120.

²¹³ M. B. Durukan, "The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of Istanbul Stock Exchange". *Managerial Finance*. 28, 2002, s.18.

²¹⁴ M. B. Durukan, "The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance*, 28, 2002, s.18.

²¹⁵ G. Küçükkocaoğlu, "Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods", *International Research Journal of Finance and Economics*, 13, 2008, s.162.

Otlu ve Ölmez, Türkiye’de ilk halka arzlarda kısa dönem içinde düşük fiyatlandırma olgusunun varlığını araştırmıştır. Bu amaçla, Ocak–2006, Haziran–2011 arasında yapılmış olan 53 ilk halka arz verileri analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında, ilk halka arzı yapılan hisselerin ilk 21 günlük fiyat performansları incelenmiş ve bahse konu hisselerin ortalama aşırı getirileriyle birlikte birikimli aşırı getirileri hesap edilmiştir. Çalışma sonucunda bahse konu periyotta halka arz edilmiş olan hisselerin ilk gün aşırı getiri ortalamasının %6,99 düzeyinde olduğu tespit edilmiş ve bu oran düşük fiyatlandırmanın kanıtı olarak değerlendirilmiştir.²¹⁶

Kaya, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Ocak 2010 ile Haziran 2011 arasında yapılmış olan tüm halka arzların performanslarını incelemiştir. 32 halka arzın kısa vadeli performansının incelenmesinde günlük, hafta sonu, ay, 3 ay ve 6 aylık temel zaman aralıkları kullanılmıştır. Sonuçlar, halka arzların yalnızca işlemin üçüncü gününün sonunda pozitif aşırı getiri sağladığını ortaya koymuştur. Ayrıca, halka arzların kısa vadeli performansı ile halka arz şirketlerinin yaşı, faaliyet gösterdiği sektör, büyüklük ve yabancı yatırımcılara satılan hisseler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.²¹⁷

Elmas, 1995-2010 döneminde Borsa İstanbul’da ilk kez halka arzı yapılan 227 şirketin kısa dönemdeki (15 gün) performansını tüm şirketler bazında ve sektör ve alt sektör bazında analiz etmiştir. Yapılan analizler sonucunda 1. gün ortalama aşırı getirilerinin %8,8 oranında olduğu ve sonucun %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır. Sektör bazında yapılan inceleme sonucunda ise, finans sektörünün %10, bilişim sektörünün %6,7, sanayi sektörünün %8,8, diğer sektörlerin ise %5,9 düzeyinde ilk gün ortalama aşırı getirilerine sahip olduğu gözlenmiştir. Diğer taraftan 25 alt sektörden 23’ünün de yine pozitif bir ilk gün ortalama aşırı getiriye sahip olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada ilk gün sonrasında ortalama aşırı getirilerin zaman içerisinde piyasa ortalamasına yakınsadığı ve istatistiksel anlamlılığının giderek azaldığı tespit edilmiştir. Halka arzın 1. ve 2. günlerinde düşük seviyede de olsa aşırı getiri sağlama imkânı varken, 3. günden itibaren bu olasılığın zaman içerisinde azaldığı gözlenmiştir.²¹⁸

²¹⁶ F. Otlu ve S. Ölmez, 2011, s.14.

²¹⁷ T. Kaya “The short term performance of initial public offerings in Istanbul stock exchange: 2010-2011 application”. *Journal of Business Economics and Finance*, 1(1), 2012, s.64.

²¹⁸ B. Elmas, Borsa İstanbul’da halka açılan şirketlerde düşük fiyatlama anomalisine etki edebilen değişkenlerin analizi : 1995 – 2010 Dönemi, 2012, s.64.

Danişoğlu vd., tarafından yapılmış olan çalışmada da 1993-2011 dönemindeki ilk halka arzlarda ilk günün getirilerini etkileyen unsurlar halka arz edilmiş olan 234 firma verileriyle ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda ilk günlük getiri üzerinde aracı kuruluşun itibarının ve şirketin halka arz tarihinden önceki 15 günlük süredeki piyasa portföyündeki getirinin etkili olduğu tespit edilmiştir.²¹⁹

Altan ve Hotamış, 2000-2006 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin kısa dönem fiyat performansını analiz etmiştir. Araştırmacılar bahse konu dönemde halka açılan şirketlerin diğer ülkelerdeki halka arzlara göre genel olarak yüksek veya düşük fiyatlanmadığını tespit etmiştir. Halka arz edilen şirketlerin ilk gün getirisinin ortalaması %6,78, ilk hafta getirisinin ortalaması %1,49, ilk ay getirisinin ortalaması %6,64 ve ilk üç aylık dönemdeki getiri ortalaması ise %15,78 olarak tespit edilmiştir.²²⁰

Yıldırım ve Dursun, 2004-2014 döneminde Borsa İstanbul'da ilk defa halka arzı yapılan 110 firmanın ilk 15 günlük fiyat performansını incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda ilk gün aşırı getirisinin ortalaması %6 düzeyinde tespit edilmiştir. Halka arzın ikinci gününde de aşırı getiri azalsa da sürdüğü fakat devam eden süreçte bahse konu aşırı getirinin yok olduğu tespit edilmiştir. Araştırmacılar ayrıca örneklem olarak aldıkları, 110 firmayı halka arz şekilleri, sektör farklılıkları ve aracılık şekilleri açısından da analiz etmişlerdir. Bu bağlamda sektörel bazda yapılan inceleme sonucunda %8,2 oranıyla en yüksek ilk gün ortalama aşırı getiriye mali kuruluşlar sektörünün sahip olduğu gözlenmiştir. Halka arz yöntemleri açısından yapılan incelemede %6,9 oranıyla ilk gün ortalama aşırı getirilerinin arasında en yüksek getiriye ortak satışı ve sermaye artırımının sağladığı gözlenmiştir. Aracılık şekilleri bazında yapılan inceleme sonucunda ise %7,7 oranıyla en yüksek ilk gün ortalama aşırı getirisine kısmen bakiyeyi yüklenim aracılık şeklinin sahip olduğu gözlenmiştir.²²¹

Gökkaya ve Açıkgöz, ilk halka arzların ilk getirileri ile Türkiye halka arz piyasasındaki oynaklıkları arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. İlk getiriler, ilk halka arzın ilk günü ve ilk ayına göre hesaplanmıştır. 1998-2013 döneminde 173 halka arzın halka açıldığı ilk ayın verilerini incelediğinde, ilk halka arz getirileriyle bu

²¹⁹ S. N. Danişoğlu, N. Güner & Z. Önder "Bank Reputation And IPO Underpricing: Evidence From The Istanbul Stock Exchange", Aidea 2013 Conference Papers, 2013, s.20.

²²⁰ Y. Altan ve T. Hotamış. "Türkiye'de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi", Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 10 (1-2), 2014, s.43.

²²¹ D. Yıldırım & A. Dursun, "Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 30(1), 2016, s.189.

getirilerde gözlenen oynaklık arasında halka arzın yapıldığı ay içinde pozitif ve yüksek düzeyde bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca getiriler ve bu getirilerin oynaklığı arasındaki ilişkide (a) kurumsal yatırımcıların ve (b) dış yatırımcıların oranlarının (c) aracı kuruluşun bilinirliğinin etkisi olduğu tespit edilmiştir.²²²

Kurumahmutoglu, 2007-2018 yılları arasında ilk halka arzları yapılmış olan ve Borsa İstanbul'da işlem gören 137 şirketin ilk gün getirileri, düşük fiyatlama olgusunu incelemiştir. Çalışma sonucunda piyasa getirisine göre düzeltilmiş ilk gün kapanış getirisinin ortalaması %5,33 düzeyinde, ilk gün açılış getirisinin ortalaması ise %3,11 düzeyinde bulunmuştur. Bu rakamların Borsa İstanbul'da ilk gün kapanış ve açılışa düşük fiyatlandırma meydana geldiğini gösterdiği araştırmacı tarafından ifade edilmiştir.²²³

Tütüncü ve Acar, 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da yapılan 113 ilk halka arzın örnekleminde düşük fiyatlandırmayı ve kasıtlı indirimleri incelemiştir. Çalışma sonucunda, hisse fiyatlarının ilk gün yüzde fiyat indirimleri kadar toparlanmaması nedeniyle, teklif edilen indirimlerin değer tahminlerindeki iyimserlik derecesiyle orantılı olmadığı tespit edilmiştir. Testler sonucunda ayrıca iyimser değer tahminlerinin daha büyük fiyat indirimleriyle ilişkili olduğu ve fiyat indirimlerinin ilk getirilerle negatif olarak ilişkili olduğu gözlenmiştir.²²⁴

Tunçay, 2008 Küresel Finans Krizini müteakip dönemde Borsa İstanbul'da ilk halka arzları yapılan hisse senetlerinin fiyatlamasını ilk gün ve kısa vadeli düşük fiyatlama bağlamında incelemiştir. Bu bağlamda araştırmacı tarafından, 2010-2017 arasındaki dönemde ilk kez halka arzı gerçekleşmiş olan 109 şirketin hisse senetleri örneklem olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, bahse konu dönemde ilk kez halka arzı yapılan bütün şirketlerin ortalama ilk gün aşırı getirisinin %1,59 düzeyinde olduğu, 15. gün sonunda kümülatif aşırı getirisinin %4,59 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Her iki getirinin de istatistiksel açıdan olarak %1 düzeyinde anlamlı olduğu gözlenmiştir. Bu nedenle bahse konu yıllarda ilk kez halka arzı yapılmış olan hisse senetleri açısından

²²² S. Açıkgöz & V. Gökaya, "Türkiye'de İlk Halka Arz Getirilerinin Değişkenliği". Ege Academic Review, 17(1), 2017, s.33.

²²³ A. M. Kurumahmutoglu, İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırma: İlk gün açılış, kapanış ve gün içi performansı üzerine Bist'te bir araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019, s.99.

²²⁴ L. Tütüncü & E. Acar, "Deliberate Discounts and Underpricing of Turkish IPOs". Maliye ve Finans Yazıları, (112), 2019, s.225.

gerek ilk gün düşük fiyatlaması ve gerekse de kısa vadeli düşük fiyatlama olgusu tespit edilmiştir.²²⁵

2.5.2. Türkiye’de Uzun Dönem Fiyat Performansı

Kıymaz, 1990-1995 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren imalat sektöründe faaliyet gösteren 88 şirkete ait hisse senetlerinin uzun dönemdeki performanslarını ve bu performanslara etki eden değişkenleri incelemiştir. Çalışma sonucunda incelenen hisselerin tamamının birikimli aşırı getirilerinin 12. ayda %7,11, 24. ayda %37,99 ve 36. ayda %41,33 olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir. Uzun dönem performansları üzerinde etkili olan etkenler incelendiğinde ise, aracı kuruluşlarca hisse senetlerinin gelecekte göstereceği performansın belirsizliğini tespit etmek amacıyla ortaya konan standart sapmanın yüksek olduğu şirketlerin uzun dönemde daha yüksek getiri elde edeceği tespit edilmiştir.²²⁶

Merey, 1990-1996 döneminde başlatılan 137 Türk halka arzını analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, Türkiye halka arz piyasasında uluslararası düzeyde yaygın olan uzun vadeli düşük performansı tespit edilmemiştir. Türkiye’deki halka arzlar uzun vadede piyasanın üzerinde performans gösterdiği saptanmıştır.²²⁷

Ewing ve Öztufan, 1990-1999 döneminde Türkiye’de yapılan 189 halka arzın uzun vadeli getirilerini Markov Zincir Modeli ile analiz etmiştir. 1990-1999 döneminde yapılan bu halka arzlarda, doğrusal olmayan tahmin sonuçları, Tesadüfî Yürüyüş Teorisi (Random Walk Theory) esaslarının geçerli olmadığını, ancak bunun yerine birinci dereceden Markov Zinciri sürecinin takip edilebileceğini göstermiştir. Bir önceki dönemdeki getirilerin gözlenmesi ile ilgili dönemdeki fazla getirinin tahmin edilmesi mümkündür sonucuna ulaşmışlardır.²²⁸

Bildik ve Yılmaz, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin performanslarını uzun dönemli olarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Araştırmacılar 1990-2000 yılları arasında halka arz edilmiş olan 234 şirketin verilerini

²²⁵ E. Tunçay, Borsada ilk halka arzların değerlendirilmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019, s.114.

²²⁶ H. Kıymaz, “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”. İMKB Dergisi. 1 (3), 1997, s.47.

²²⁷ M. Merey, “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings: The Case of Istanbul Stock Exchange”. Yüksek Lisans Tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1997, s.112.

²²⁸ B. Ewing & Ö. Öztufan. “The Performance of Initial Public Offerings in an Emerging Market: The Case of the Istanbul Stock Exchange”, International Journal of Business, 8(2), 2003, s.150.

analiz etmiştir. Çalışmada, düşük fiyatlandırmanın büyüklüğü önemli ölçüde düşük, düşük performansın ise diğer çalışmalardakinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada, İMKB'de pozitif başlangıç fazla getiri (%5,94) ve üç yıllık elde tutma süresine (-%84,5) varan uzun vadeli düşük performans ile düşük fiyatlandırmanın varlığını tespit edilmiştir. Sonuç olarak ilk halka arzlarda gözlenen düşük fiyatlandırmanın düşük düzeyde olduğu, ancak uzun dönemdeki düşük performansın boyutunun ise yüksek düzeyde olduğu tespit edilmiştir.²²⁹

Kırkkulak, tarafından yapılan çalışmada 1995-2004 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşmiş olan şirketlerin performansının analiz edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma olgusunun varlığı araştırılmıştır. Çalışmada getirilerin sektörlere bağlı olarak dağılımı yapılmış ve en yüksek ortalama ilk gün getirisinin elektrik ve finans sektörlerinde olduğu gözlenmiştir. Diğer taraftan sektörler arasındaki getirilerin farkı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Çalışma kapsamında uzun dönemde hisse getirilerini analiz etmek amacıyla al-ve-tut getiriler yönteminden istifade edilmiştir. Bu bağlamda ilk gün getirisinin yüksek olduğu hisse senetlerinin uzun dönemdeki getirilerinin de yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Araştırmacı tarafından, İMKB'de bilhassa ilk halka arzlarda yatırımcılarda aşırı iyimserlik olgusunun gözlenmediği vurgulanmıştır. Ayrıca büyük şirketlerin hisse senedi getirilerinin yatırımcılara uzun vadede diğer şirketlere nazaran yüksek getiri sağladığı sonucu elde edilmiştir.²³⁰

Erdoğan, Türkiye'deki ilk halka arzların uzun dönemli hisse senedi fiyatı davranışını incelemiştir. Bu bağlamda 1995 ile 2000 arasındaki dönem için 126 ilk halka arz örneklem olarak alınmıştır. Halka arzların göreceli performansını, listelemeden sonra beş yıla kadar analiz etmek için dört farklı metodoloji kullanılmıştır. Örneklem, uzun vadeli performansın bir ölçütü olarak varlık göreceli portföy metodu kullanıldığında düşük performansın kanıtını göstermiştir. Eşit ağırlıklı al-ve-tut yöntemi aşırı bir performans ölçüsü olarak kullanıldığında, halka arzların iki yıl sonra, üç yıl sonra ve beş yıl sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi'nden önemli ölçüde düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. Değer ağırlıklı al-ve-tut yöntemi için iki yıl sonra ve beş yıl sonra önemli düzeyde düşük performans bulunmuştur. Örneklem, kümülatif

²²⁹ R. Bildik & M. K. Yılmaz, "The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 2(2), 2008, s.49.

²³⁰ B. Kırkkulak, "Uzun Dönemli Al-Ve-Tut Getirileri: İMKB'de Halka Açık Şirketler Üzerine Bir Uygulama", Ege Akademik Bakış, 10 (2), 2010, s.465.

aşırı getiriler kullanıldığında düşük performans veya aşırı performans olmadığına dair kanıtlar göstermiştir. Takvim zamanı analizi, düşük performans veya aşırı performansa dair hiçbir kanıt sağlamamıştır. Sonuç olarak, çalışma Türkiye'deki halka arzların performansının kullanılan getiri ölçüm yöntemine bağlı olduğunu göstermiştir.²³¹

Kaderli, 2010-2014 döneminde Borsa İstanbul'da halka arzı yapılan 67 şirketin orta (60 iş günü) ve uzun vadelerdeki fiyat performansını (200 iş günü) araştırmıştır. Yapılan analizler neticesinde 2010 yılında halka arz edilmiş olan şirketlerin kısa bir süre içerisinde pozitif performansa sahip olsa da orta ve uzun vadelerde performanslarının düştüğü tespit edilmiştir. Diğer taraftan 2011 ve 2013 yıllarında ilk halka arzı gerçekleştirilen işletmelerin orta vadede pozitif performansa sahip olmalarına karşın uzun vadede anılan pozitif performanstan düştüğü gözlenmiştir. 2012 ve 2014 yıllarında ilk halka arzı gerçekleşen şirketlerin ise gerek orta vadede ve gerekse de uzun vadede negatif performansa sahip oldukları gözlenmiştir. Özet olarak, örneklem olarak alınan şirketlerin 5 yıl sonunda uzun vadede negatif bir performansa sahip olduğu ortaya konmuştur.²³²

Kaya, 2002-2006 döneminde Borsa İstanbul'da ilk kez halka arzı gerçekleştirilen 38 şirketin uzun dönemdeki fiyat performansını analiz etmiştir. Çalışma kapsamında olay etüdü yöntemi, al-ve-tut yöntemi ve aşırı getiri hesabında CAPM yönteminden istifade edilmiştir. Al-ve-tut yöntemine göre, ilk yılın sonunda 38 hisse senedinden 27'sinin negatif getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda ilk yıl sonunda gerçekleşen aşırı getiri ortalaması -%13 olarak gözlenmiştir. 3.yıl sonunda oluşan aşırı getiri %19 olarak, 5.yıl sonunda oluşan aşırı getiri %79 olarak saptanmıştır. 1. yılın sonunda oluşan yüksek fiyatlamayla 3.yılın sonunda oluşan düşük fiyatlama istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamış, 5.yılın sonunda oluşan düşük fiyatlamasının istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır. Kısaca, 2002-2006 döneminde ilk kez halka arzı yapılan hisse senetlerini alan yatırımcıların 5 yıllık süre ile yatırım yapması durumunda, hisse senetleri yatırımcılara olağanüstü getiri sağlayacağı sonucuna varılmıştır.²³³Karaoğlan, 2002-2015 döneminde ilk defa halka arz edilen 118 firmaya ait hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarının belirleyicilerini, piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal

²³¹ A. Erdoğan, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Case of Turkey (December 18, 2013)". European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences Issue 26 (2010), 2010, s.57.

²³² Y. Kaderli, "Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul'da Yapılan Halka Arzların Orta Ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma". Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (11), 2016, s.103.

²³³ T. Kaya, "Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların Uzun Dönem Performans Analizi: Normalüstü Getiri Mümkün Mü?" Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi, 2(1), 2017, s.6.

getirilerini ve birikimli anormal getirileri, panel veri analiziyle incelenmiştir. Uzun dönem fiyat performansı analizinde; hisse senetlerinin ilk ayda önemli ölçüde negatif getiriye sahip olduğu, bu nedenle şirketler için genel olarak yüksek değerlendirildiği görülmüştür. 2002-2008 döneminde ilk defa halka arz edilen firmalara ait hisse senetlerini alıp, elinde otuz altı ay bekleten yatırımcıların ortalama %43, 2010-2015 döneminde ilk defa halka arz edilen firmalara ait hisse senetlerini alıp, elinde otuz altı ay bekleten yatırımcıların ise piyasaya göre %33,3 daha az getiri elde ettiği belirlenmiştir. Hisse senetlerinin halka arzını takip eden ilk otuz altı aylık dönemde piyasa getirilerine göre düzeltilmiş anormal getirilerin en önemli belirleyicilerinin; borsa bileşik getiri endeksi, fiyat oynaklığı, yurtiçi kredi hacmi ve sanayi üretim endeksi olduğu görülmüştür. Birikimli anormal getirilerin en önemli belirleyicilerinin ise; borsa bileşik getiri endeksi, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi ve sanayi üretim endeksi olduğu görülmüştür. Uzun dönemde fiyat performansının en önemli belirleyicisinin, yurtiçi kredi hacmindeki değişimler olduğu belirlenmiştir.²³⁴

Özyeşil, Borsa İstanbul'da 2010 – 2015 döneminde dönemsel halka arzı gerçekleştirmiş firmaların hisse senetlerinin halka arz sonrası kısa ve uzun dönem fiyat performansını tespit etmek ve söz konusu performans üzerinde başta şirket büyüklüğü ve halka arz yöntemi olmak üzere etkili olan diğer belirleyici faktörlerin analizini gerçekleştirmiştir. Uzun dönem düşük performans anomalisi inceleme dönemindeki tüm yıllar ve sektör bazında teyit edilmiştir. Çalışmada, dönemsel halka arzın gerçekleştiği tarihte hisse senedini alıp, arzdan sonraki ilk 36 ay boyunca elinde tutan bir yatırımcının getirisi; piyasanın (Bist100 Ulusal Endeksi) ve benzer firmaların (şirket büyüklüğü ile PD / DD çarpanına göre örneklemdeki firmalarla eşleşen dönemsel halka arzı gerçekleştirmemiş firmalar) hisse senedi getirileriyle kıyaslandığında çok daha düşük kaldığı tespit edilmiştir. Hatta uzun dönem için yapılan analizlerde yatırımcının ham, anormal ve kümülatif anormal getirilerinin sürekli negatif çıktığı tespit edilmiştir.²³⁵

²³⁴ Sadık Karaoğlan, “Halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performansını belirlemeye yönelik ekonometrik bir analiz” Doktora Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, 2018

²³⁵ Mustafa Özyeşil, “Dönemsel halka arzlarda şirket büyüklüğü ve halka arz yönteminin kısa ve uzun dönem hisse senedi fiyat performansına etkisi: Borsa İstanbul uygulaması” Doktora Tezi, İstanbul Aydın Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, 2018

2.6. Dünyada İlk Halka Arzlarda Fiyat Performansı

2.6.1. Dünyada İlk Halka Arzlarda Kısa Dönem Fiyat Performansı

McDonald ve Fisher ilk halka arzlarda fiyat hareketlerini ele almıştır. Çalışma sonucunda yatırımcıların kısa dönemde anlamlı miktarlarda yüksek getiri elde ettikleri tespit edilmiştir. Araştırmacılar ilk halka arzı gerçekleşen hisselerin fiyatlarının kısa dönemde ani düzeltmelere uğramasını etkin piyasalar fikrine bağlamıştır.²³⁶

McGuinness, 1980-90 dönemi boyunca yapılmış olan 80 Hong Kong halka arzının performansını incelemiştir. Halka arzların listeleme sonrası getirileri incelenmiş, alım satımın ilk gününde önemli pozitif getirilerin gerçekleştiği ve daha sonra bu getirilerin azaldığı tespit edilmiştir. Bu konularla ilgili başlangıçtaki aşırı piyasa getirilerinin analizi, inceleme dönemi boyunca ortalama olarak yaklaşık yüzde 18 oranında düşük fiyatlandırmayı ortaya koymuştur.²³⁷

Wasserfallen ve Wittleder, ilk halka arzların fiyatlandırılmasına ilişkin Almanya örneğinde inceleme yapmıştır. 1961–1987 yılları arasında halka arz edilen 92 şirketten oluşan bir veri seti analiz edilmiştir. Ortalama olarak, piyasa hareketlerine göre ayarlanmış teklif fiyatından ilk alım satım gününe kadar olan ilk getirinin %15'ten fazla olduğu tespit edilmiştir. Yapılan testler sonucunda, düşük fiyatlandırmanın hisselerin değerine ilişkin ön belirsizlikle ilişkili olduğu saptanmıştır.²³⁸

Carter ve Manaster, 1979-1983 döneminde ilk halka arzı yapılmış olan 501 şirketin hisse sentlerinin kısa dönem performansı ele almıştır. Çalışma sonucunda örneklemdaki hisse senetlerine ait kısa vadeli getiri oranları ortalamalarının %16,79 düzeyinde olduğu gözlenmiştir. Araştırmacılar bu bulgular sonucunda ilk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunun varlığına vurgu yapmışlardır.²³⁹

²³⁶ J. G. McDonald & A. K. Fisher, "New-Issue Stock Price Behavior", The Journal of Finance, 27 (1), 1972, s.97.

²³⁷ P. McGuinness, "An Examination Of The Under-pricing of Initial Public Offerings in Hong Kong: 1980-90", Journal of Business Finance & Accounting, 19 (2), 1992, s.165.

²³⁸ W. Wasserfallen & C. Wittleder, "Pricing initial public offerings: Evidence from Germany". European Economic Review, 38(7), 1994, s.1505.

²³⁹ R. Carter & S. Manaster, "Initial public offerings and underwriter reputation". The Journal of Finance, 45(4), 1990, s.1045.

Lee vd., 1976-1989 döneminde Avustralya’da ilk halka arzı yapılan 266 şirketin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını analiz etmiştir. Çalışma sonucunda ilk gün aşırı getirinin ortalamasının %11,9, düzeyinde olduğu gözlenmiştir.²⁴⁰

Ljungqvist, 1970-1993 yılları arasında Almanya’da yapılan ilk halka arzların düşük fiyatlama varlığını, uzun ve kısa dönem performansını 180 şirket örnekleminde incelemiştir. Çalışma sonucunda ilk gün getiri ortalamasının %9,2 düzeyinde gerçekleştiğini tespit etmiştir.²⁴¹

Houge ve Loughran, 1983-1991 yılları arasında Amerikan hisse senedi piyasalarında ilk halka arzları gerçekleştirilen 393 adet bankaya ait hisse senetlerinin 5 yıllık dönemdeki performansları değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, halka arzın ilk gün ortalama getirilerinin %6,4 düzeyinde olduğu gözlenmiştir. Diğer taraftan, incelenen hisselerin beş yıl boyunca muhafaza edilmesi durumunda getirilerin -%21,4 düzeyinde düşüş gösterdiği sonucuna varılmıştır.²⁴²

Sullivan ve Unite, Filipinli bir şirketin ilk halka arzını satın alan yatırımcıların ilk günlük getirilerini diğer ülkelerdeki ilk halka arzlar ile karşılaştırmıştır. Çalışmada getirilerin halka arzların düşük fiyatlandırmasını kanıtladığı ileri sürülmüştür. Ancak tespit edilen %22,69’luk ilk getirilerin ABD halka arzları için belgelenenlerden daha fazla olduğu gözlenmiştir. Bu bulgu, sermaye piyasası daha az gelişmiş olan küçük ülkelerdeki yatırımcıların daha büyük risklere maruz kalacağı görüşünü doğruladığı ifade edilmiştir. Bununla birlikte, Filipin halka arzlarının bu düşük fiyatlandırması, diğer gelişmekte olan piyasa ülkeleri için belgelenen düşük fiyatlandırmadan önemli ölçüde daha az sert olduğu ve diğer Pasifik-Kıyı ülkelerinden daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Bu farklılıkların olası nedenleri olarak:²⁴³

- i. Piyasanın serbestleştirilme aşaması,
- ii. Borsanın gelişimi,

²⁴⁰ P. J. Lee, S. L. Taylor & T.S. Walter, “Australian IPO Underpricing In The Short and Long Run”. *Journal of Banking and Finance*. 20, 1996, s.1189.

²⁴¹ A. P. Ljungqvist, "Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence From Germany". *European Economic Review*. 41, 1997, s.1309.

²⁴² T. Houge & T. Loughran, “Growth fixation and the performance of bank initial public offerings, 1983–1991”. *Journal of Banking & Finance*, 23(8), 1999, s.1277.

²⁴³ M. J. Sullivan & A. A. Unite, “The Under-pricing of Initial Public Offerings in the Philippines from 1987 to 1997”, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2 (3), 1999, s.285.

- iii. Hisse senedi piyasası düzenlemeleri,
- iv. Bilginin açıklanması ve doğruluğu ve
- v. Belirli firma özellikleri gibi unsurlar ileri sürülmüştür.

Ritter ve Welch, tarafından Amerika Birleşik Devletleri'nde 1980-2001 yılları arasında ilk halka arzı yapılan hisse senetlerinin, ilk gün ve üç yıl sonunda elde edilen getirilerin analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, bahse konu dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 6.249 şirketin hisse senetlerinin ilk gün getirisi ortalamasının %18,8 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir.²⁴⁴

Chi ve Padgett, Çin piyasasında 1996-2000 döneminde ilk halka arzı yapılmış olan 668 şirketin hisse senetlerinin kısa dönem performansını analiz etmiştir. Çalışma sonucunda ilk halka arzın ilk işlem günü, beşinci, onuncu ve yirminci işlem gününde hesaplanmış olan getirilerin ortalaması tüm günler için pozitif olarak tespit edilmiştir.²⁴⁵

Yu ve Tse, Çin'de 1995-1998 döneminde 343 şirketin ilk halka arzlarını kısa dönem açısından incelemeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda ilk gün getirilerinin ortalamasını %123,59 olarak, 10 günlük getiri ortalamasını %119,27 olarak ve 100 günlük getiri ortalamasını ise %123,79 olarak tespit etmişlerdir. Diğer taraftan bahse konu oranın 1990'larda aynı piyasada yapılmış olan diğer çalışmalarda elde edilen sonuçlara göre daha düşük düzeyde kaldığı gözlenmiştir.²⁴⁶

Goergena vd., tarafından yapılmış olan araştırmada, Avrupa'nın en büyük hacimli iki borsası konumunda olan Almanya ve Fransa borsalarındaki düşük fiyatlandırmanın varlığını incelemiştir. Çalışma kapsamında Almanya borsasında 1997-2000 arasında ilk halka arzı yapılan 325 şirket ile Fransa borsasında 1996- 2000 arasında ilk halka arzı yapılan 158 işletmenin verileri analiz edilmiştir. Almanya'daki hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasının %52,89 düzeyinde, Fransa'daki hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasının %21,06 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir.²⁴⁷

²⁴⁴ J. R. Ritter & I. Welch, "A review of IPO activity, pricing, and allocations". The Journal of Finance, 57(4), 2002, s.1795.

²⁴⁵ J. Chi & C. Padgett, "Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) markets", Research In International Buiness and Finance. 19(1), 2005, s.71.

²⁴⁶ T. Yu & Y. K. Tse, "An empirical examination of IPO underpricing in the Chinese A-share market". China Economic Review. 17, (4), 2006, 363.

²⁴⁷ M.Goergen, A. Khurshed & L. Renneboog, "Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets". International Review of Law and Economics, 29(3), 2009, s.260.

Merikas vd., 1984–2007 dönemi boyunca listelenen 143 küresel nakliye şirketlerinin ilk halka arzlarının kısa ve uzun vadeli fiyat performansını analiz etmiştir. Halka arzlar için ortalama düşük fiyatlandırmanın %17,69 oranında olduğu tespit edilmiştir. Düşük fiyatlandırmanın, firmanın yaşı, kotasyona ulaştıkları borsanın itibarı ve halka açıldıkları dönemin piyasa durumu ile pozitif yönde ve (yüklenicilerin) underwriter'ların itibarı ile negatif yönde ilişkili olduğu tespit edilmiştir.²⁴⁸

Jewartowski ve Lizińska, Polonya'da Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda 1998'den 2008'e kadar ilk halka arzların kısa ve uzun vadeli performansını incelemiştir. Çalışma sonucunda kısa dönemde %13,95'lik pozitif başlangıç piyasa getirisi tespit edilmiştir. Satış sonrası erken dönemdeki oynaklığı, ihracının büyüklüğü, büyüme fırsatları ve tekliften önceki karlılığın belirlediği tespit edilmiştir.²⁴⁹

Shah ve Mehta, Hindistan'da Ulusal Borsada listelenen 113 halka arzın listeleme günü performansını incelemiştir. Araştırmacılar, halka arzların listeleme gününde önemli ölçüde olumlu bir getiri kaydettiğini tespit etmiştir. Halka arzların başlangıçta düşük fiyatlı olduğu gözlenmiştir. Düşük fiyatlandırma derecesinin tek kayda değer ilişkisinin, hisseye karşı aşırı talebin olduğu görülmüştür.²⁵⁰

Karanovic ve Karanovic, Balkan ülkelerinin pazarlarına odaklanarak, gelişmekte olan piyasalardaki ilk halka arzların uzun ve kısa vade performansını incelemiştir. Analiz edilen halka arzlar örnekleme devlete ait ve devlete ait olmayan şirketlerden oluşmuştur. Çalışma sonucunda şirket özelliklerinin, sinyal değişkenlerinin ve finansal değişkenlerin halka arzların kısa ve uzun vadeli performansı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. İlk gün ortalama ham getirisi %36,77 iken, kısa vadeli dönemin son günü olarak belirlenen yirmi birinci gün ortalama ham getirisi %26,6 olarak belirlenmiştir.²⁵¹

Yadav vd., Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası (NSE) ve Bombay Borsası'nda (BSE) gerçekleşen ilk halka arzların kısa vadeli getirilerini incelemiştir. Halka arzın değerlendirilmesi, veriliş günü, veriliş gününden 10 ve 30 gün sonra elde edilen getiriler esas alınarak yapılmıştır. Çalışma, 2013-2015 yılları arasında yayınlanan

²⁴⁸ A. Merikas, D. Gounopoulos ve C. Nounis, "Global shipping IPOs performance". *Maritime Policy & Management*, 36(6), 2009, 481.

²⁴⁹ T. Jewartowski ve J. Lizińska, "Short-and long-term performance of Polish IPOs". *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(2), 2012, s.59.

²⁵⁰ S. N. Shah & D. H. Mehta, "Initial Performances of IPOs in India: Evidence from 2010-14", *Samvad*, 9, 2015, s.2.

²⁵¹ G. Karanovic ve B. Karanovic, "IPOs performance analysis: evidence from emerging markets in the Balkans". *Scientific Annals of Economics and Business*, 63(3), 2016, s.386.

28 halka arzın bir örneğini içermiştir. Çalışma sonucunda ilk halka arz gününde, yayınlanma gününden 10 ve 30 gün sonra ortalama performans yüzdesinin NSE için sırasıyla %9, %10 ve %10 olduğu, BSE için ise sırasıyla %8, %9 ve %14 olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda kısa vadede hisse senedi ihraç tarihinden itibaren 30 gün içinde önemli getiri sağladığı gözlenmiştir.²⁵²

Killins, Kanada'da ilk halka arz pazarının kısa vadeli getiri performansını araştırmıştır. Araştırmacı 2010'dan 2017'ye kadar olan son halka arzların verilerini kullanmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Kanada halka arz piyasasının dünyadaki en düşük fiyatlı halka arz piyasalarından biri olmaya devam ettiğini doğrulamıştır. Ortalama (medyan) ilk gün getirileri, Kanada halka arzlarının örnekleme döneminde yalnızca %1,45 (%0,24) ile marjinal olarak düşük fiyatlandığını göstermiştir. Ek kısa vadeli getiri önlemleri, Kanada halka arzlarının 1 aylık, 6 aylık ve 12 aylık elde tutma dönemlerinde piyasanın altında performans gösterdiği gözlenmiştir.²⁵³

2021 yılında yapılmış olan toplam 22 ülkeyi ve 10,212 adet halka arzı kapsayan bir araştırmanın ²⁵⁴ ilk gün getirilere ilişkin saptamalarının özet tablosu Tablo1'dedir.

²⁵² N. R. Yadav, H. Dasgupta & R. Moray, "Short term performance analysis of IPOs in India". Asian Journal of Empirical Research, 8(11), 2018, s.392.

²⁵³ R. N. Killins, "An investigation of the short-term performance of the Canadian IPO market". Research in International Business and Finance, 47, 2019, s.102.

²⁵⁴ Fouad Jamaani a, , Abdullahi D. Ahmed Modifier effects of country-level transparency on global underpricing difference: New hierarchical evidence International Review of Financial Analysis · January 2021

Tablo 1

1992-2016 Dünya İlk Halka Arzları Özet Tablo

	İlk Halka Arz Şirket Sayısı	İlk Gün Getiri %
Toplam Ortalama	10.212	0,38
Toplam Medyan		0,14
Maksimum		16,80
Minimum		-0,89
Gelişmiş Ülkeler Ortalama	7.191	0,32
Gelişmiş Ülkeler Medyan		0,10
Gelişmiş Ülkeler Maksimum		13,50
Gelişmiş Ülkeler Minimum		-0,89
Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama	3.021	0,51
Gelişmekte Olan Ülkeler Medyan		0,32
Gelişmekte Olan Ülkeler Maksimum		16,80
Gelişmekte Olan Ülkeler Minimum		-0,88
Avustralya	1.138	0,18
Brezilya	88	0,06
Kanada	193	0,21
Çin	1.533	0,57
Danimarka	26	0,02
Fransa	95	0,04
Almanya	35	0,02
Yunanistan	28	0,16
Hindistan	363	0,29
Endonezya	103	0,34
İtalya	63	0,18
Japonya	1.913	0,60
Meksika	28	0,03
Polonya	64	0,35
Rusya	31	0,56
Suudi Arabistan	102	2,13
Güney Afrika	29	0,17
Güney Kore	689	0,37
İsveç	57	0,06
Türkiye	24	0,06
Birleşik Krallık	404	0,27
ABD	3.206	0,24

Kaynak: Modifier effects of country-level transparency on global underpricing difference: New hierarchical evidence Fouad Jamaani a, Abdullahi D. Ahmed Article in International Review of Financial Analysis, January 2021

Tablo 1’den görüldüğü üzere, 1992-2016 araştırma dönemindeki 22 ülkedeki toplam 10,212 halka arzda ortalama ilk gün ham getiri %38 olmuştur. Gelişmiş ülkelerde bu ortalama %32 olurken, gelişmekte olan ülkelerde ortalama günlük getiri %51 olmuştur. En düşük ilk gün, günlük getiri Meksika’da ve %3 iken, en yüksek ilk gün, günlük ortalama getiri Suudi Arabistan’da %213 olmuştur. Türkiye’den 24 halka açılmanın örnekleme dahil edildiği çalışmada ilk gün, ortalama günlük getiri %6 bulunmuştur.

2.6.2. Dünyada İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Fiyat Performansı

Ritter, yapmış olduğu çalışmada halka arz edilmemiş olan firmalar tarafından elde edilenlere kıyasla, ilk üç yılda halka arz yapan firmaların hisse senetlerinin uzun vadeli düşük getirilerinin meydana geldiğini tespit etmiştir. Halka açık ilk günün sonunda halka arzlara yatırım yapma ve bunları 3 yıl boyunca elde tutma stratejisi, yatırımcıya Amerikan ve New York'ta listelenen bir grup eşleşen şirkete yatırım yaptıktan her bir dolara göre yalnızca 83 sent getiri sağlayacağı gözlenmiştir.²⁵⁵

Ljungqvist, 1970-1993 yılları arasında Almanya'da gerçekleşen ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performansını incelediği çalışma sonucunda hisselerin 1 yıldan uzun sürede elde tutulması halinde kazanç sağlamadığı ve hisselerin 3 yıl sonrasında ise piyasa endeksine göre %12,1 oranında değerini yitirdiği tespit edilmiştir.²⁵⁶ Lee vd., 1976-1989 döneminde Avustralya'da ilk halka arzı yapılan 266 şirketin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını incelediği çalışmada halka arzı sonrasında 36.ayın sonunda -%51,26'lık kümülatif ortalama getiri sağlandığını tespit etmiştir.²⁵⁷

Allen vd., Tayland Menkul Kıymetler Borsası'ndaki ilk halka arzların uzun vadeli performansını analiz etmiştir. Araştırmacılar tarafından 1985 ile 1992 arasında Tayland Menkul Kıymetler Borsası Ana Pazarında listelenen 150 halka arzdan oluşan bir örneklem kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda ilk getiri ortalaması %63,49 olarak tespit edilmiştir. Üçüncü yılın sonunda kümülatif düzeltilmiş getiri % 10,02 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçların, gelişmiş pazarlarda uzun vadeli halka arz performansı üzerine yapılan çalışmaların çoğuyla çeliştiği araştırmacılar tarafından vurgulanmıştır.²⁵⁸

Brown, Birleşik Krallık hisse senedi piyasalarındaki ilk halka arzların uzun dönem performanslarını incelemiştir. Bu bağlamda 36 aylık hisse performansları analiz edilmiştir. Genel olarak uzun vadede ilk halka arz hisselerinin düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. Ayrıca elektronik ve bilgi teknolojisi halka arzlarının açık ara

²⁵⁵ J. Ritter, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings". The Journal of Finance, 46 (1), 1991, s.3.

²⁵⁶ A. P. Ljungqvist, 1997, s.1309.

²⁵⁷ P. J. Lee vd., 1996, s.1189.

²⁵⁸ D. E. Allen, N.J. Morkel-Kingsbury & W. Piboonthanakit, "The long-run performance of initial public offerings in Thailand". Applied Financial Economics, 9(3), 1999, s.215.

en yüksek ilk getirileri sağladığı ancak uzun vadeli aşırı performanslarının zayıf olduğu gözlenmiştir.²⁵⁹

Ritter ve Welch, tarafından ABD’de 1980-2001 yılları arasında ilk halka arzı yapılan hisse senetlerinin, ilk gün ve üç yıl sonunda elde edilen getirilerin analizinin yapıldığı çalışmada 3 yıl sonunda sağlanan getirinin ortalamasının %22,6 düzeyinde gerçekleştiği belirlenmiştir. Uzun dönemde meydana gelen bu getiri piyasaya göre düzenlenmiş getiri olarak hesap edildiğinde ise ortalamanın -%23,4 gibi yüksek düzeyde bir düşüşe ulaştığı tespit edilmiştir.²⁶⁰

Kooli ve Suret, ilk halka arzların uzun vadeli performansı Kanada örneğinde incelemiştir. Bu bağlamda 1991'den 1998'e kadar 445'ten fazla Kanadalı ilk halka arzın listelenmesinin ardından 5 yıla kadar olan performansı incelenmiştir. Örneklemin uzun vadede düşük performansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Kanada halka arzlarının ilk 5 yıldan sonra önemli ölçüde düşük performans gösterdiği gözlenmiştir. Örneklemin ilk işlem gününde ortalama ilk getirisinin %20,57 olduğu tespit edilmiştir.²⁶¹

Jaskiewicz vd., 1990 ve 2000 yılları arasında Alman ve İspanyol ilk halka arzlarının uzun vadeli borsa performansını incelemiştir. Ayrıca aile şirketleri ve aile şirketleri olmayan şirketlerin arasındaki performans farkı ele alınmıştır. Çalışma sonucunda, halka açıldıktan üç yıl sonra, yatırımcıların ortalama olarak Almanya için -%32,8 ve İspanya halka arzları için -%36,7 gibi aşırı bir getiri elde ettikleri tespit edilmiştir. Her iki ülkede de aile şirketi olmayan işletmelerin halka arzları düşük düzeyde de olsa daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir.²⁶²

Drobetz vd., İsviçre'nin ilk halka arzlarının düşük fiyatlandırma ve uzun vadeli performansını 1983'ten 2000'e kadar incelemiştir. Ortalama piyasa ayarlı ilk getirinin %34,97 düzeyinde olduğu görülmüştür. İsviçre halka arzlarının uzun vadeli performansını incelemek için, 120 aylık ikincil piyasa getirilerini kullanarak al-ve-tut aşırı getirileri, çarpıklığa göre ayarlanmış servet oranları ve kümülatif aşırı getirileri hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda halka arzların uzun vadeli performansının önemli ölçüde düşük olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, düşük performansın, yalnızca

²⁵⁹ E. Brown. Long-run performance analysis of a new sample of UK IPOs. University of Edinburgh. 1999, s.1.

²⁶⁰ J. R. Ritter ve I. Welch, 2002, s.1795.

²⁶¹ M. Kooli & J. M. Suret, “The aftermarket performance of initial public offerings in Canada”. Journal of multinational financial management, 14(1), 2004, s.64.

²⁶² P. Jaskiewicz, V. M. González, S. Menéndez, & D. Schiereck, “Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses”. Family Business Review, 18(3), 2005, s.179.

uzun vadede, yani dört yıllık ikincil piyasa dönemi sonrasında önemli olma eğiliminde olduğu gözlenmiştir. Bu gözlem araştırmacı tarafından, halka arz yatırımlarının, uzun vadede yatırımcıların refahı için tehlikeli olduğu şeklinde yorumlanmıştır.²⁶³

Bessler ve Thies, Almanya'daki ilk halka arzların 1977'den 1995'e kadar olan dönemdeki uzun vadeli performansını araştırmıştır. Araştırmada, neden bazı halka arz şirketlerinin önemli ölçüde olumlu ve diğerlerinin önemli ölçüde olumsuz uzun vadeli satın almalara sahip olduğu araştırılmıştır. Araştırmada, aşırı getiri modelleri halka açılma yılı, güvenlik tasarımı, toplanan para, piyasa değeri ve düşük fiyatlandırmanın büyüklüğüne bağlı olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, hisse senedi piyasasında müteakip finansman faaliyetinin bir halka arzın gelecekteki performansını belirlemek için en önemli faktör olduğu tespit edilmiştir. Bu değişken, düşük performans gösterenleri düşük performans gösterenlerden ayırmıştır.²⁶⁴

Sohail ve Nasr, 2000'den 2006'ya kadar Karaçi Borsası'nda (KSE) listelenen 50 ilk halka arzın kısa ve uzun vadeli performansını incelemiştir. Ortalama düşük fiyatlandırmanın %35,66 olarak tespit edilmiştir. Listeleden sonraki bir yıl boyunca ortalama piyasa ayarlı kümülatif aşırı getiri ortalaması -%19,67 ve al-ve-tut aşırı getiri ortalaması -%38,10 olarak tespit edilmiştir. Piyasa düzeltilmiş model kullanıldığında ise bu oranlar -%53,30 ve -%65,73 olarak tespit edilmiştir. Çalışmada düşük fiyatlandırma düzeyinin ön belirsizlik, teklif boyutu, piyasa değeri ve aşırı talep değişkenleri tarafından belirlendiği gözlenmiştir.²⁶⁵

Peng,²⁶⁶ 2000 ile 2002 yılları arasında Çin'in Şangay Borsalarında listelenen 166 halka arzın uzun vadeli performansı. Listeleden sonraki üç yıl boyunca ortalama piyasaya göre ayarlanmış kümülatif getiri ve satın al ve tut getirisinin -%32,02 ve -%20,88 olduğunu görüyoruz, her ikisi de önemli ölçüde olumsuzdur.

Merikas vd., 1984–2007 döneminde 143 küresel nakliye şirketlerinin ilk halka arzlarının kısa ve uzun vadeli fiyat performansını incelediği çalışmada uzun vadede, beş aylık bekletme süresinin ardından düşük performans meydana geldiğini tespit etmiştir. Uzun vadeli performans için bir ölçüt olarak özellikle al ve beklet getirilerini kullanarak,

²⁶³ W. Drobetz, M. Kammermann ve U. Wälchli, "Long-run performance of initial public offerings: The evidence for Switzerland". Schmalenbach Business Review, 57(3), 2005, s.272.

²⁶⁴ W. Bessler & S. Thies, "The long-run performance of initial public offerings in Germany", Managerial Finance, 33 (6), 2007, s.420.

²⁶⁵ M. K. Sohail & M. Nasr, "Performance of initial public offerings in Pakistan". International Review of Business Research Papers, 3(2), 2007, s.420.

²⁶⁶ Liang Peng Empirical Study on the Performance of Initial Public Offerings in China January 2008

listelemeyen hemen sonra satın alan ve hisse senetlerini üç yıl boyunca elinde tutan yatırımcıların %15,72 zarar ettiği araştırmacılar tarafından ortaya konmuştur.²⁶⁷

Jewartowski ve Lizińska, Polonya’da ilk halka arzların kısa ve uzun vadeli performansını incelediği çalışmada uzun dönemde -%22,62’lik önemli düşük performans meydana geldiğini tespit etmiştir.²⁶⁸

Karanovic ve Karanovic, Balkan ülkelerindeki halka arzların fiyat performansını uzun dönem açısından da incelemiştir. Bu bağlamda uzun vadede ortalama ham getiri, ilk yılda -%32,32 azalmış, ikinci yıl için -%51,68 ile daha da azalmış ve üçüncü yıldaki düşüşü -%54,4 ile dengelenmiştir. Sonuç olarak uzun vadede aşırı bir düşüş eğilimi gözlemlenmiştir. Buna karşılık, hisse senetlerinin ortalama fazla getirisi nispeten daha düşük kalmıştır. Fazla getiri ilk yıl için sadece -%10,63’e düşmüş, ikinci yıl için -10,02’ye düşmüş ve üçüncü yıl için aşırı bir yükseliş eğilimi göstererek %2,05’te tamamlamıştır.²⁶⁹

Dhamija ve Arora, 2005-2015 döneminde Hintli şirketler tarafından yapılan 377 ilk halka arzın uzun vadeli performansını incelemiştir. Araştırmacılar, Hindistan halka arzlarının uzun vadede geniş pazardan düşük performans gösterip göstermediğini veya daha iyi performans gösterip göstermediğini analiz etmek ve uzun vadeli performanslarının temel belirleyicilerini belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda, Hindistan halka arzlarının başlangıçta geniş pazardan daha iyi performans gösterdiği ve ardından uzun vadede önemli ölçüde düşük performans gösterdiği tespit edilmiştir. 2005–2015 döneminde gerçekleşen halka arzlar, yaklaşık yüzde 22’lik ortalama başlangıç fazla getirisi sağladığı gözlenmiştir. Ancak, halka arzların yüzde 37’si negatif başlangıç fazla getiri sağlamıştır. Halka arzların, listelendikten 36 ay sonra al ve tut aşırı getiri yöntemiyle -%57,33 oranında, geniş pazarın altında performans gösterdiği gözlenmiştir. 377 halka arzdan yalnızca 38’i (yüzde 10) 36 aylık elde tutma süresi boyunca gösterge endeksinden daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir. Hindistan’daki halka arzların uzun vadeli performansını etkileyen önemli konu özellikleri, ihraççı türü (devlete ait veya özel), lider yönetici prestij, destekleyici holding ve arzın boyutu olduğu gözlenmiştir.²⁷⁰

Gandolfi vd., tarafından Avrupa’da ilk halka arzları karakterize eden iki ana aşırılık, ilk düşük fiyatlandırma ve uzun dönem düşük performans, 1997-2011 dönemi

²⁶⁷ A. Merikas vd., 2009, 481.

²⁶⁸ T. Jewartowski ve J. Lizińska, 2012, s.59.

²⁶⁹ G. Karanovic ve B. Karanovic, 2016, s.386.

²⁷⁰ S. Dhamija & R. K. Arora, “Determinants of long-run performance of initial public offerings: evidence from India”. *Vision*, 21(1), 2017, s.35.

boyunca 437 halka arzdan oluşan bir örneklem kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırma üç Avrupa ülkesine (İtalya, Fransa ve Almanya) odaklanmıştır. Çalışma sonucunda üç ülkenin kısa vadeli aşırı getiride genel olarak benzer bir eğilime sahip olduğu, ancak uzun vadeli düşük performans açısından daha önemli farklılıklara sahip olduğu bulunmuştur. Endüstrinin, düşük fiyatlandırma veya uzun dönem performansının belirleyicisi olmadığı görülmüştür.²⁷¹

²⁷¹ G. Gandolfi, M. Regalli, M. G. Soana ve M. C. Arcuri. “Underpricing And Long-Term Performance Of Ipos: Evidence From European Intermediary-Oriented Markets”. *Economics, Management & Financial Markets*, 13(3), 2018, s.11.

III. TÜRKİYE’DE 1993- 2020 DÖNEMİNDE İLK HALKA ARZLARIN PERFORMANSININ ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Modeli

Bu bölümde, 1993-2020 yılları arasında İstanbul Borsasında yapılan ilk halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiş ve ilk halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarının, şirketlerin buldukları sektörlere göre farklılık gösterip göstermediği ve şirketlerin tercih ettikleri halka arz yapıları ile bu performansların ilişkili olup olmadığı analiz edilmiştir. Yapılan analizlere uygun olarak kullanılan veri seti, yöntem ve elde edilen bulgular ayrıntılı bir şekilde aşağıda ele alınmıştır.

3.1.1. Araştırmanın Amacı

İstanbul Borsası’ndaki inceleme dönemindeki ilk halka arz fiyat performanslarının, literatürde bir olgu halini almış kısa vadede düşük fiyatlama, uzun vadede ise düşük performansın varlığını teyit edip etmediği öncelikli araştırma konusu olacaktır. Bu araştırma, üç kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, ilk halka arzların çeşitli kıstaslara göre kısa ve uzun vade performansları incelenmiştir. İkinci kısımda halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performansları faaliyet gösterilen sektörler ve halka arzın temel tercihleri (satış yöntemi, halka açıklık oranı, sermaye arttırımı, ortak satışı oranları, bulunduğu pazar, halka arzın büyüklüğü gibi) dikkate alınarak ayrıntılı olarak değerlendirilmiştir.

3.1.2. Araştırmanın Kapsamı

Bu çalışmada yapılan araştırma, 1993-2020 döneminde, İstanbul Borsasında işlem görmek üzere yapılan ilk halka arzların incelenmesini kapsamaktadır. Bu araştırma kapsamına alınmış halka arzların toplamı 347 olup yıllar itibariyle dağılımı şöyledir:

Tablo 2

1993-2020 İlk Halka Arz Sayıları

Yıllar	Halka Arz	%	Yıllar	Halka Arz	%
1993	15	4,32%	2007	9	2,59%
1994	16	4,61%	2008	2	0,58%
1995	16	4,61%	2009	1	0,29%
1996	23	6,63%	2010	21	6,05%
1997	27	7,78%	2011	26	7,49%
1998	17	4,90%	2012	26	7,49%
1999	9	2,59%	2013	19	5,48%
2000	34	9,80%	2014	13	3,75%
2001	0	0,00%	2015	6	1,73%
2002	4	1,15%	2016	1	0,29%
2003	2	0,58%	2017	3	0,86%
2004	11	3,17%	2018	9	2,59%
2005	9	2,59%	2019	6	1,73%
2006	14	4,03%	2020	8	2,31%
			Toplam	347	100,00%

Söz konusu şirketler, halka arzlarına ilişkin bu inceleme kapsamında ihtiyaç duyulan verilere ulaşabilme kriterine göre seçilmiştir. Bu kriterler: Düzeltilmiş Halka Arz Fiyatı, Toplam Halka Arz Hasılatı, Sermaye Artırımı/Ortak Satışı Rakamları, Ek Satış Tutarları (Varsa), Yurtiçi/Yurt Dışı Tahsis Oranları, Halka Açılma Oranları, Halen İşlem Gördüğü Pazar, Sektörü ve Halka Arzda Tercih Ettiği Satış Yöntemidir. Bu dönem içinde ilk halka arzını gerçekleştirdikten ve 36 aylık uzun dönem inceleme dönemi bittikten sonra borsa kotundan çıkan ve çıkartılan, tasfiye edilen, bir başka şirketle birleşen veya bir başka şirkete dönüşen şirketler de araştırma kapsamının içinde tutulmuştur.

3.1.3. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Araştırmamızda kullanılan temel veriler;

- Kısa ve uzun vadeli fiyat performans ölçümünde; araştırma kümesine alınan şirketlerin pay senetlerinin, düzeltilmiş ilk halka arz fiyatları ile borsada ilk işlem gördükleri günü takip eden 1. Ay, 12. Ay, 24. Ay ve 36. Ay için yine sermaye artırımları ve temettü ödemeleri doğrultusunda düzeltilmiş kapanış fiyatları,
- Karşılaştırma kriteri olarak aynı dönemlere denk gelen düzeltilmiş BİST100 endeksi değerleri, (her şirket için halka arz tarihi ve izleyen 1., 12., 24., ve 36. Ay endeks değerleri ayrı ayrı düzeltilmiş olarak kullanılmıştır.)
- Araştırma kümesine alınan şirketlerin inceleme kapsamındaki bilgileri, ilk halka arz yılı, ilgili yıldaki ilk halka arz sayısı, ilk halka arz oranı, ilk halka arz hasılatı,

ilk halka arz hasılatının sermaye artırımını, ortak satışı ve ek satış olarak dağılımı, ilk halka arzda satış yöntemi, ilk halka arzda yurtiçi yurt dışı yatırımcı tahsisleri, ilk halka arz edilen şirketin sektörü, ilk halka arzı gerçekleştiren şirketin halen işlem gördüğü pazar veya şirketin hukuki durumu hakkında bilgi olarak belirlenmiştir.

- Araştırmada fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin ve halka arz teşviklerinin etkisi dikkate alınmamıştır.

Çalışmada kullanılan düzeltilmiş ilk halka arz şirket fiyat verileri ile karşılaştırma ölçütü BİST 100 Endeksine ilişkin düzeltilmiş endeks değerleri Rasyonet Firmasından ²⁷² temin edilmiştir. Diğer veriler ise İstanbul Borsası, Sermaye Piyasası Kurulu web sitelerinden, ilgili şirketlerin web sitelerinden ve halka açık diğer veri kaynaklarından elde edilmiştir.

3.1.4. Araştırmada Esas Alınan Yaklaşımlar

Araştırmada, 1993-2020 inceleme döneminde paylarının ilk halka arzını gerçekleştirmiş toplam 347 şirket araştırma kümesi olarak seçilmiştir. İlk halka arzlarda düşük fiyatlamamanın varlığı ve bu hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansının ölçümünde, pay senedinin ilk işlem günü ile ilk ay artı getirileri dikkate alınmıştır. Uzun dönem fiyat performans ölçümünde olay zamanı çalışması yaklaşımı kullanılmıştır. Ölçümde, Ritter, Chan, Wei ve Wang, Kıymaz, Ayaz ve Ertaş takip edilerek, araştırmamızda borsada ilk işlem görülen günü Ay 0 (Sıfır) olarak, takip eden Ay 1 (Bir) ise borsada ikinci işlem gününden başlayarak birbirini takip eden 21 işlem günü olarak kabul edilmiştir. Çalışmada literatürde sıkça karşılaşılan piyasaya göre düzeltilmiş aşırı getiriler yöntemi kullanılmış, piyasaya göre düzeltilmiş aşırı getiri hesaplaması seçildiğinde iki temel varsayım kabul ²⁷³ edilmiştir. Bunlar, potansiyel bir yatırımcının ilk halka arzdan hisse senedi alması ve bu yatırımcının alternatifinin ise borsa bileşik endeksi olması ile satın alınan hisse senetlerinin riskinin piyasa riskine eşit olduğudur. Çalışmada uzun dönem fiyat performansının ölçümü için “Satın Al ve Tut Getirisi” (SAvT) ve Göreli Refah Katsayısı (GRK) yöntemi kullanılmıştır. Bu araştırmada, örnekleme yer alan tüm şirketlere eşit ağırlıklı yatırım yapıldığı varsayılmıştır. Kısa dönem olarak halka arz günü kapanış ve aylık performans esas alınırken, uzun dönem

²⁷² <https://rasyonet.com.tr/tr>

²⁷³ Kıymaz, 1995, s.52-53; Ertaş, 2012 s.115 vd.; Ayaz, 2006.s. 36., Ritter, 1991, s.7.

fiyat performansı, 12, 24 ve 36 aylık ölçüm değerleri esas alınarak oluşturulmuştur. İlk halka arz tarihinden itibaren yeterli değerlendirme süresi geçmemiş olan halka arzlar ise sadece bu kriterler (12, 24 veya 36 ay) bazında ölçüm dışında tutulmuştur.

3.1.5. Araştırmada Kullanılan Yöntemler

Araştırma da ilk halka arzların kısa ve uzun dönem fiyat performansı ölçümlerinde kullanılan yöntemler şöyledir:

Kısa Dönem: Kısa dönem fiyat performans ölçümünde kullanılan ilk gün ve ilk ay getirileri iki farklı biçimde hesaplanmıştır. Bunlardan ilki ham getiri (Initial raw return) diğeri BİST100 Endeksine göre düzeltilmiş aşırı getiridir (Initial abnormal return). Başlangıç ham getirisi, ilk halka arz edilmiş pay senetlerinin düzeltilmiş halka arz fiyatı ile borsada işlem gördüğü ilk günün ve ilk ayın düzeltilmiş kapanış fiyatları arasındaki yüzdesel farktır.

Çalışmada başlangıç ham getirisi aşağıdaki eşitlik ile hesaplanmıştır.

Hisse Senetlerinin Günlük Ham Getirilerinin Hesaplanması:

$$G_{i,t} = (F_{i,t} / F_{i,t-1}) - 1 \quad (4)$$

$G_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki ham getirisi

$F_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki düzeltilmiş kapanış fiyatı

$F_{i,t-1}$ = Hisse senedinin “t-1” günündeki düzeltilmiş kapanış fiyatı

Başlangıç ham getirilerden elde edilen sonuç, aynı dönemdeki BİST100 endeksinin getirileri ile düzeltilildiğinde hesaplanan getiri aşırı getiridir.

Kısa dönem aşırı getirilerinin hesaplanmasında öncelikle karşılaştırma ölçütü olan BİST100 Endeks Getirisi her şirketin t ilk halka arz günü ve ilk ayı için yukarıdaki eşitlik ile paralel olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Getirisinin Hesaplanması :

$$G_{m,t} = (P_{m,t} / P_{m,t-1}) - 1 \quad (5)$$

$G_{m,t}$ = BİST100 endeksinin “t” günündeki getirisi

$P_{m,t}$ = BİST100 endeksinin “t” günündeki düzeltilmiş kapanış fiyatı

$P_{m,t-1}$ = BİST100 endeksinin “t-1” günündeki düzeltilmiş kapanış fiyatı

Aşırı Getirinin Hesaplanması:

Aşırı getiri ($AG_{i,t}$), bir hisse senedinin getirisinin piyasa getirisinden ne kadar farklılaştığını yani piyasa getirisinin ne kadar üzerinde veya altında getiri sağladığını gösterir. Dolayısıyla bir hisse senedinin herhangi bir gündeki ham getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark aşırı getiriye verir.

$$AG_{i,t} = G_{i,t} - G_{m,t} \quad (6)$$

$G_{i,t}$ = Hisse senedinin “t” günündeki düzeltilmiş getirisi,

$G_{m,t}$ = BİST100 endeksinin “t” günündeki düzeltilmiş getirisi

Herhangi bir t gününde ise n tane hisse senedinin aşırı getirisini bulmak için aşağıdaki formül kullanılır;

$$\overline{AG}_t = \frac{\sum_{i=1}^n AG_{i,t}}{n} \quad (7)$$

\overline{AG}_t = n adet hisse senedinin t zamanındaki düzeltilmiş getirilerinin ortalaması

$\sum_{i=1}^n AG_{i,t}$ = n adet hisse senedinin t zamanındaki düzeltilmiş getirilerinin toplamı

Bu hesaplamalar sonrasında örneği aşağıda belirtilmiş hipotezler test edilecektir.

H_0 : İlk halka arzlara yatırım yaparak ilk işlem günü aşırı kapanış getirisi elde etmek mümkün değildir.

H_1 : İlk halka arzlara yatırım yaparak ilk işlem gününde aşırı kapanış getirisi elde etmek mümkündür.

Hipotezler istatistiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$H_0: \overline{AG} = 0$$

$$H_1: \overline{AG} \neq 0$$

Ortalama düzeltilmiş ilk gün getirisi istatistiksel yöntemlerle analiz edilerek hipotezler test edilecektir. Öncelikle düzeltilmiş ilk gün ham ve aşırı getirisine normalite testleri uygulanacak ve verilerin dağılımı incelenecektir. Normalite testinde

“Kolmogorov-Smirnov” testi kullanılacaktır.²⁷⁴ Normalite testinin sonucuna göre veriler normal dağılıyorsa parametrik bir test olan “Tek Örneklem T-Testi”, veriler normal dağılmıyorsa ve nonparametrik bir test olan “Shapiro Wilk Testi” veya “Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi” uygulanacaktır.²⁷⁵ Ancak araştırma döneminin uzunluğu ve gözlem sayısının yüksekliği nedeniyle merkezi limit teoremi uyarınca parametrik testlere her koşulda öncelik verilecektir.

Uzun Dönem: Satın Al ve Tut Ham/Aşırı Getiri yöntemi ile, belirli bir inceleme dönemi içinde, belirli nitelikte bir yatırım aracı veya portföyün, pasif portföy stratejisi ile yönetilmesi suretiyle elde edilen aşırı getiri ölçülmektedir.²⁷⁶ Çalışmamızda bu getiri, ilk halka arzda söz konusu hisse senedinin satın alınarak inceleme periyodlarına kadar elde tutulması ile elde edilen getiriyi ölçmek amacı ile kullanılacaktır. Satın Al ve Tut Aşırı Getirisi hesaplanmasında, öncelikle her bir halka arzda satın alınan her pay senedi için 12, 24 ve 36 aylık satın al ve tut ham getirileri hesaplanmış, daha sonra bu getiriler düzeltilmiş BİST100 endeks getirilerinden arındırılmıştır.²⁷⁷

$$SAvT_{i,t} = (\prod_{t=1}^n (1 + r_{i,t}) - 1) \quad (8)$$

Eşitlikte;

SAvT_{i,t} : i hisse senedinin t dönemi satın al ve tut ham getirisini,

r_{i,t} : i hisse senedinin t dönemi getirisini,

n : elde tutma süresini göstermektedir.

$$SAvTBIST100,t = (\prod_{t=1}^n (1 + rBIST100t - 1))$$

SAvTBIST100,t, BIST100 Getiri Endeksinin t dönemi al ve tut getirisini,

rBIST100,t BIST100 Getiri Endeksinin t dönemi getirisini,

n elde tutma süresini göstermektedir.

²⁷⁴ Ergül Demir, Özkan Saatçioğlu, Fatih İmrol, "Uluslararası Dergilerde Yayımlanan Eğitim Araştırmalarının Normallik Varsayımları Açısından İncelenmesi", Current Research in Education, c. 2, s. 3 (2016): 134.

²⁷⁵ Ahmet Mert Kurumahmutoğlu, İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma: İlk Gün Açılış, Kapanış ve Gün İçi Performansı Üzerine BİST’te Bir Araştırma, 2019, s.73

²⁷⁶ Volkan Bayram, Türkiye’de ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performansı, Doktora Tezi, s.169

²⁷⁷ V. Ertaş 2012. s.118

$$SAvT_{i,t} = [\prod_{t=1}^n (1 + r_{i,t}) - 1] - [\prod_{t=1}^n (1 + r_{BIST100t} - 1)] \quad (9)$$

$SAvT_{i,t}$, i hisse senedinin (t) dönemi elde tutma artık getirisini;

$r_{i,t}$, i hisse senedinin (t) dönemi ham getirisini,

$r_{BIST100t}$: BIST100 Getiri Endeksinin (t) dönemi ham getirisini göstermektedir.

İlgili yılda yapılan tüm halka arzların dönemsel satın al ve tut ortalama getirileri ise şu şekilde hesaplanmıştır:

$$SAvT_t = 1/n \sum_{i=1}^n SAvT_{i,t} \quad (10)$$

$SAvT_t$; (t) döneminde ilk halka arz şirketlerinin BIST100 endeksine göre düzeltilmiş ortalama satın al ve tut getirisidir.

Bu yöntem ile yapılan ölçüm sonucu ulaşılan pozitif $SAvT$ değeri, şirketin pay senedinin, elde tutma dönemi sonunda, piyasa getirisinin (BİST100 endeks getirisi) üstünde bir getiri sağladığını; negatif $SAvT$ değeri ise şirketin pay senedi getirisinin piyasa getirisinin (BİST100 endeks getirisi) altında kaldığını göstermektedir.²⁷⁸

3.1.6. Göreceli Refah Katsayısı (Wealth Relative) Yöntemi

Göreceli Refah Katsayısı (GRK) uzun vadeli göreceli performansa ilişkin genel bir göstergedir. Göreceli Refah Katsayısı, şirketin pay senedini halka arzdan satın alan bir yatırımcının, elde tutma dönemi sonundaki getirisinin, karşılaştırma ölçütünün aynı dönemdeki getirisine bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır²⁷⁹.

$$GRK = \frac{(1 + \text{Hisse Senetlerinin t Dönemi Ortalama Getirisi})}{(1 + \text{BİST100 t Dönemi Ortalama Getirisi})} \quad (11)$$

Göreceli refah katsayısı yönteminde; $SAvT$ yönteminde gördüğümüz, şirket hisselerinin birleşik getirisinin, karşılaştırma ölçütünün getirisine oranlanması yoluyla portföyün inceleme dönemi sonu itibarıyla değer artışı ve azalışı ölçülmektedir. Bu yöntemde ölçüm sonucu bulunan oranın birden büyük olması hisse senedinin ya da portföyün performansının karşılaştırma ölçütünün performansından daha yüksek olduğunu, oranın birden küçük olması ise pay senedinin ya da portföyün performansının

²⁷⁸ V. Bayram, 2015, s.170

²⁷⁹ V. Bayram, 2015 .s 171

karşılaştırma ölçütünün performansının altında kaldığını göstermektedir.²⁸⁰ Çalışmada 12, 24 ve 36 aylık zaman dilimleri için göreceli refah katsayısı bu zaman dilimlerinde elde edilen getirilerin toplamı olarak aşağıdaki eşitlik kullanılarak hesaplanmıştır.

$$GRK_i = \prod_{t=1}^n (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^n (1 + r_{BIST100,t}) \quad (12)$$

Eşitlikte;

GRK_i; i hisse senedinin dönem sonundaki göreceli refah katsayısını,

$r_{i,t}$: i hisse senedinin t dönemindeki SAvT getirisini;

$r_{BIST100,t}$ ise, t döneminde BIST₁₀₀ endeksinin SAvT getirisini ifade etmektedir.

Araştırma kümesi için ölçüm dönemlerinde ortalama göreceli refah katsayısı ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.²⁸¹

$$GRK_{ort} = 1/n \sum_{i=1}^n WR_i \quad (13)$$

3.1.7. Araştırma Grupları

Araştırma kapsamına alınan şirketlerin kısa ve uzun dönem getiri analizlerinde kullanılacak gruplar ve analiz kapsamına giren örneklem sayıları Tablo 3 ile verilmiştir.

²⁸⁰ V. Ertaş, 2012.,s.119 V. Bayram, 2015.s.171

²⁸¹ V. Bayram, age. s.171

Tablo 3

Araştırma Analiz Grupları Tablosu

Halka Arz Büyüklüğü Toplam	Kriter	Veri Sayısı	Tarih Aralığı	Kriter	Veri Sayısı
1993-2020	Tüm Büyüklükler			1993-2004 Halka Arzları	174
	50 Milyon \$ ve Üstü	58		2005-2020 Halka Arzları	173
	10 Milyon \$ 49,9 milyon \$ arası	97			347
	9,9 Milyon \$ Altı	192	Mali Durumuna Göre	Kriter	
		347	1993-2020	Mali Durumu Sorunsuz Şirketler	266
Halka Arz Yöntemi	Kriter			Mali Durumu Bozulan Şirketler	81
1993-2020	Sadece Sermaye Artırımı	177			347
	Sadece Ortak Satışı	90	Sektörel Analiz	Kriter	
	Karma Yöntem	80	1993-2020	Sanayi Sektörü	130
		347		Hizmet Sektörü	85
Yatırımcı Tahsisleri	Kriter			Mali Sektör	118
1993-2020				Teknoloji Sektörü	14
Yurtdışı	%50 ve Üstü	62			347
Yurtdışı	%10,1 ile %49,9 Arası	61	Sektörel Analiz	Kriter	
Yurtdışı	%10 ve Altı	224	1993-2004	Sanayi Sektörü	72
		347		Hizmet Sektörü	35
Halka Açıklık Oranı	Kriter			Mali Sektör	61
1993-2020				Teknoloji Sektörü	6
	%19,9 ve Altı	99			174
	%20 - %49,9	223	Sektörel Analiz	Kriter	
	%50 Üstü	25	2005-2020	Sanayi Sektörü	58
		347		Hizmet Sektörü	50
Satış Yöntemi	Kriter			Mali Sektör	57
1993-2020	Sabit Fiyatla Talep Toplama	173		Teknoloji Sektörü	8
	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	112			173
	Borsada Satış	62			
		347			
Bulunduğu Pazar	Kriter				
1993-2020	Yıldız Pazar	80			
	Ana Pazar	125			
	Alt Pazar	35			
	Diğer	107			
		347			

Analiz için toplam 11 alt bölüm hazırlanmıştır. İlk gün ve ilk ay kısa dönem olarak alınırken, 12, 24 ve 36. aylardaki satın al ve tut getirileri uzun dönem olarak değerlendirmeye alınmıştır. Halka Arz Büyüklüğü, Halka Arz Yöntemi, Yatırımcı Tahsisleri, Halka Açıklık Oranı, Satış Yöntemi, Bulunduğu Pazar, Tarih Aralığı, Mali

Durumu, Sektörel Analiz, temel inceleme alt alanlarını oluşturmuştur. Her alt analiz bölümü kendi içinde gruplanmış ve her bir grup için ayrı ayrı test edilecek hipotezler belirlenmiştir. Analiz edilecek olan her bir alt bölüme ilişkin ayrıntılar şöyledir:

3.1.7.1. Halka Arz Büyüklüğü (1993-2020) kriteri, kendi içinde Tüm Büyüklükler, 50 Milyon US dolar ve Üstü Büyüklükler, 10 Milyon US dolar ile 49,9 US dolar Arasındaki Büyüklükler ve 9,9 Milyon US dolar Altı Büyüklükler olmak üzere üç alt bölüme ayrılmış ve her bir bölüm ayrı ayrı kısa dönem ve uzun dönem için oluşturulan hipotezler doğrultusunda analiz edilmiştir.

1993-2020 döneminde inceleme kapsamına alınan ilk halka arzların adet olarak %17'si, 50 milyon US dolar ve üstü, %28'i 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar arasında ve %55'i 9,9 milyon US doların altındadır. Her bir inceleme alt bölümündeki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir.

3.1.7.2. Halka Arz Yöntemi (1993-2020) kriteri, kendi içinde Sadece Sermaye Artırımı, Sadece Ortak Satışı ve Karma Yöntem olarak üç alt bölüme ayrılmış her bir bölüm ayrı ayrı kısa dönem ve uzun dönem için oluşturulan hipotezler doğrultusunda analiz edilmiştir. Her bir inceleme alt bölümün de ki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir. İlgili ayırım yapılırken varsa ek satışlar analize dahil edilmiştir.

1993-2020 inceleme döneminde toplam ilk halka arzların adet olarak %49,28'i sadece sermaye artırımı yöntemi ile, %25,94'ü sadece ortak satışı yöntemi ile ve %24,78'i karma yöntem ile yapılmıştır.

3.1.7.3. Yatırımcı Tahsisleri (1993-2020) kriteri, ilk halka arzlarda yatırımcı tahsisleri açısından temel farklılık yaratıcı değişken olarak yurtdışı kurumsal yatırımcı tahsisi dikkate alınmış ve Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı Tahsisleri toplam halka arzın %50 ve Üstü Olanlar, %10,1 ile %49,9 Arasında Olanlar ve %10'un Altında Olanlar olarak üç alt bölüme ayrılmıştır.

İnceleme dönemindeki ilk halka arzlarda adet olarak %64 ilk halka arzda yurtdışı tahsis %10 ve altında kalmıştır. Bunun nedeni muhtemelen halka arzın tutar olarak büyüklüğünün yeterli olmamasıdır. Her bir bölüm ayrı ayrı kısa dönem ve uzun dönem için oluşturulan hipotezler doğrultusunda analiz edilmiştir. Her bir inceleme alt bölümün de ki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir.

3.1.7.4. Halka Açıklık Oranı (1993-2020) kriteri, ilk halka arzın şirket sermayesinin yüzde kaçını ile yapıldığının halka arzın kısa ve uzun dönemli performansı için önemli olabileceği beklentisi ile bu kriter oluşturulmuş ve üç alt bölüme ayrılmıştır. Bunlar: halka açılma oranı %50 ve Üzeri Olanlar, %20 ile %49,9 Arasında Olanlar ve %19,9'un Altında Olanlardır.

İlk halka arzların %64'ü %20 ile %49,9 arasında açıklık oranını tercih ederken, %29'unun halka açıklık oranı %19,9'un altında kalmış, sadece %7'sinin halka açılma oranı %50 ve üzerinde gerçekleşmiştir. Yine her bir alt bölüm için kısa dönem ve uzun dönem hipotezler oluşturulmuş, analizler yapılmıştır. Her bir inceleme alt bölümünün de ki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir.

3.1.7.5. Satış Yöntemi (1993-2020) kriteri, ilk halka arzlarda inceleme döneminde tercih edilen Borsada Satış, Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Fiyat Aralığı ile Talep Toplama yöntemlerine göre ayırım yapılmıştır.

Her bir bölüm ayrı ayrı kısa dönem ve uzun dönem için oluşturulan hipotezler doğrultusunda analiz edilmiştir. Her bir inceleme alt bölümünün de ki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir. Sadece 1993 tarihinde kullanılan Direkt Satış Yöntemi analiz kolaylığı açısından Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi içine dahil edilmiştir.

3.1.7.6. Bulunduğu Pazar (1993-2020) kriteri, ilk halka arz edilen şirketin raporun yazıldığı tarih itibarıyla bulunduğu Pazar/konum itibarıyla analize tabii tutulması amacıyla oluşturulmuştur. Özellikle uzun dönemde mali başarısızlık nedeniyle borsa kotundan çıkartılan ve/veya izlemeye alınan şirketlerin ilk halka arz performanslarında diğer şirketlere göre farklılık olup olmadığını test etme amacı vardır. Bu doğrultuda şirketler Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Diğer Ayrımına tabii tutulmuştur

İlk 3 pazara girmeyen tüm şirketler diğer kapsamında değerlendirilmiştir. Borsa kotundan çıkan/çıkartılan, bir başka şirkete devredilerek tüzel kişiliği sonlanan, iflas eden, yakın izleme pazarına veya piyasa öncesi işlem platformuna alınan şirketler bu kapsamdadır. Daha sonra bu şirketler mali yönden başarı kriterine göre tekrar ayırma tabii tutulmuştur. Her bir bölüm yine ayrı ayrı kısa dönem ve uzun dönem için oluşturulan hipotezler doğrultusunda analiz edilmiştir. Her bir inceleme alt bölümünün de ki ilk halka arz şirket sayıları ayrı ayrı tabloda gösterilmiştir.

3.1.7.7. Tarih Aralığı kriteri, inceleme dönemi esas olarak iki ana bölüme ayrılarak her bir bölüm ayrı ayrı analiz edilmiştir. Bu bölümler 1993-2004 tarih aralığı ve 2005-2020 tarih aralığıdır. Her bir bölümde sırasıyla 174 ve 173 ilk halka arz vardır. Bölümleme 2001 ve 2008 finansal krizlerinin etkilerini yansıtacak şekil ve uzunlukta oluşturulmuştur. Her iki tarih aralığı içinde ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli hipotezler oluşturulmuş ve ilgili analizler yapılmıştır.

3.1.7.8. Mali Durum (1993-2020) kriteri, rapor tarihi itibariyle Mali Durumu Sorunsuz Olan şirketler ve Mali Durumu Bozulmuş Olan şirketler ayrımı oluşturulmuştur. Bu ayırmda halen aktif olarak alım satıma konu pazarlarda işlem gören şirketlerle, borsa kotundan çıkartılan ve/veya yakın izleme pazarına alınan şirketler ayırımına gidilmiştir. Her iki şirket grubu içinde ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli hipotezler oluşturulmuş, analizler yapılmıştır. Birinci grup şirketlerin, yani halen aktif olarak İstanbul Borsasında işlem görmeye devam eden, başka bir şirketle birleşen veya kendi isteği ile borsa kotundan ayrılan şirket, sayısı 266, ikinci grup şirketlerin, yani mali durumu nedeniyle borsa kotundan çıkartılan veya yakın izleme pazarına veya piyasa öncesi işlem platformuna alınan şirketlerin, sayısı ise 81dir. 1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan şirketlerin %23'ü daha sonra mali açıdan sorunlu gruba girmiştir.

İnceleme döneminde yapılan ilk halka arzlarda, halka arzdan itibaren en az 3 yıl geçtikten sonra, mali durumları bozulan şirketler, toplam ilk halka arz şirketlerinin %23'ünü oluştururken, %77'sinin mali durumunda herhangi bir kötüleşme olmamıştır.

3.1.7.9. Sektörel Analiz (1993-2020) inceleme dönemindeki 347 şirket 4 ana sektöre ayrılmış ve her bir sektörel grup için ayrı ayrı hipotezler oluşturularak analizler yapılmıştır. Bu gruplar, Sanayi Sektöründe 130 Şirket, %37, Hizmet Sektöründe 85 Şirket, %25, Mali Sektörde 118 Şirket %34 ve Teknoloji Sektöründe 14 Şirketten %4 oluşmaktadır.

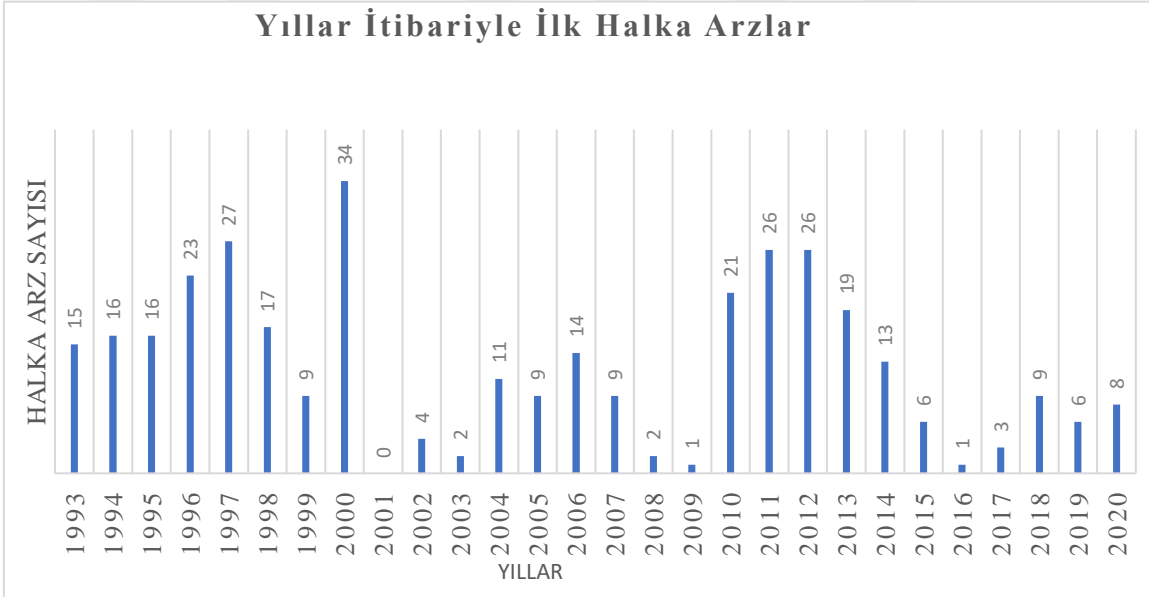
2001 ve 2008 finansal krizlerinin ilk halka arz şirketlerinin özellikle uzun dönemli performanslarına etkilerini gözlemlemek için ayrıca iki alt tarih aralığında bu kriter ayrı ayrı teste tabi tutulmuştur. Bu alt bölümler şöyledir:

Sektörel Analiz (1993-2004) bu tarih aralığında ilk halka arzı yapılan toplam 174 şirket, alt sektörler bazında analize tabi tutulmuştur.

Sektörel Analiz (2005-2020) bu tarih aralığında ilk halka arzı yapılan toplam 173 şirket, alt sektörler bazında analize tabi tutulmuştur.

3.1.8. Araştırma Verileri

3.1.8.1. Halka Arz Sayıları. 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılan şirketlerin yıllar itibariyle halka arz sayıları ile halka arzların sadece sermaye artırımını, sadece ortak satışı ve karma yöntemle yapılma sayılarına ilişkin veriler Grafik 1’de verilmiştir. Grafiğe göre inceleme döneminde toplam 347 halka arz vardır. En yoğun halka arzın yapıldığı yıl 34 halka arzla 2000 yılıdır. 2000 yılını 27 halka arzla 1997 takip etmiştir. Buna karşın 2001 yılında hiç halka arz yokken, 2009 ve 2016 yıllarında inceleme kapsamına giren sadece birer halka arz olmuştur.



Grafik 1 Yıllar İtibariyle İlk Halka Arzlar Adet

Bu halka arzların 171 adeti, sadece sermaye artırımını yoluyla yapılırken, 90 halka arz, sadece ortak satışı ile yapılmıştır. Karma yöntem ile yapılan halka arz sayısı ise 86’dır.

Dönemsel olarak incelendiğinde 2001-2009 arasında ilk halka arz sayıları minimum rakamlardadır. Bu tarih aralığı 2001 ve 2008 global krizlerin yaşandığı dönemlere denk gelmektedir. Belirsizliğin üst düzeyde olduğu dönemlerde beklendiği üzere halka arzlar da azalmıştır. Bunun temel iki nedeni vardır. Bir taraftan yatırımcılar belirsizliği fiyatlayamazken, firma sahipleri de piyasada gösterge olan fiyatları yeterli bulmamaktadırlar.

3.1.8.2. Halka Arz Tutarı

1993-2020 araştırma döneminde yıllar itibariyle ilk halka arz hasılat tutarları ve bu tutarların sermaye artırımını ortak satışı ayrımı tablo 4’te verilmiştir. Bu dönemde toplam 19,032 milyon US dolarlık ilk halka arz yapılmıştır.

Tablo 4

İlk Halka Arz Sermaye Artırımı – Ortak Satışı Tutarları US dolar

Yıllar	Halka Arz Tutarı		Sermaye artırımını		Ortak Satışı	
	Us \$		Us \$		Us \$	
1993	150.052.891	0,79%	32.872.982	21,91%	117.179.909	78,09%
1994	174.622.460	0,92%	83.272.489	47,69%	91.349.971	52,31%
1995	137.387.716	0,72%	66.159.152	48,16%	71.228.564	51,84%
1996	145.491.058	0,76%	68.908.605	47,36%	76.582.453	52,64%
1997	416.085.989	2,19%	341.973.308	82,19%	74.112.681	17,81%
1998	356.451.839	1,87%	235.344.782	66,02%	121.107.057	33,98%
1999	88.867.925	0,47%	48.029.984	54,05%	40.837.941	45,95%
2000	2.783.963.050	14,63%	634.342.675	22,79%	2.149.620.375	77,21%
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2002	56.749.814	0,30%	37.684.025	66,40%	19.065.789	33,60%
2003	11.252.272	0,06%	11.252.272	100,00%	0	0,00%
2004	481.114.190	2,53%	138.729.840	28,84%	342.384.350	71,16%
2005	1.738.968.359	9,14%	1.149.086.794	66,08%	589.881.565	33,92%
2006	926.330.872	4,87%	468.642.463	50,59%	457.688.409	49,41%
2007	3.298.986.675	17,33%	1.097.582.458	33,27%	2.201.404.217	66,73%
2008	1.874.957.484	9,85%	4.459.459	0,24%	1.870.498.025	99,76%
2009	6.865.111	0,04%	6.865.111	100,00%	0	0,00%
2010	2.064.646.908	10,85%	1.414.231.133	68,50%	650.415.775	31,50%
2011	833.219.698	4,38%	456.708.116	54,81%	376.511.582	45,19%
2012	347.014.126	1,82%	203.436.543	58,62%	143.577.583	41,38%
2013	800.235.327	4,20%	651.743.007	81,44%	148.492.320	18,56%
2014	323.657.868	1,70%	75.417.349	23,30%	248.240.519	76,70%
2015	45.040.718	0,24%	25.572.692	56,78%	19.468.026	43,22%
2016	12.716.526	0,07%	6.358.263	50,00%	6.358.263	50,00%
2017	400.339.342	2,10%	4.804.129	1,20%	395.535.213	98,80%
2018	1.364.910.923	7,17%	698.519.835	51,18%	666.391.088	48,82%
2019	45.590.561	0,24%	35.182.306	77,17%	10.408.255	22,83%
2020	146.632.499	0,77%	88.748.183	60,52%	57.884.316	39,48%
Toplam	19.032.152.202	100%	8.085.927.955	42%	10.946.224.247	58%

1993-2020 dönemindeki ilk halka arzlar ile ilişkin tablo incelendiğinde en yüksek tutarlı ilk halka arzın 2007 yılında 3,298 milyon US dolar ile yapıldığını görmekteyiz. Bu yılı 2,798 milyon US dolar ile 2000 yılı ve 2,064 milyon US dolar ile 2010 yılı izlemiştir. 2001 yılında araştırma kapsamına alınan hiç ilk halka arz yokken, 2009 yılında sadece 6,865 bin US dolarlık ilk halka arz olmuştur. 2001 finansal krizi sonrası halka arz piyasasının açılması yaklaşık 3 yıl sürerken, 2008 krizi Türk Telekom özelleştirmesi hariç tutulursa sadece 2 yıl sürmüştür. Diğer ilginç bir gözlem ise kriz öncesi dönemlerde ilk

halka arzların yükselmiş olmasıdır. Nitekim 2001 krizi öncesi halka arzlar hem sayı hem tutar olarak rekor kırarken, yine 2008 krizi öncesi 2004-2007 yılları tutar olarak halka arzların arttığı yıllardır.

Toplam ilk halka arzların 8.085 milyon US dolarlık (%42,49) kısmı sermaye artırımını yoluyla, 10,946 milyon US dolarlık (%57,51) kısmı ise ortak satışı yoluyla yapılmıştır. Bu dönem içinde yapılan büyük tutarlı özelleştirmeler ilk halka arzların ortak satışı yönünde ağırlık kazanmasına neden olmuştur.

3.1.8.3. Satış Yöntemi

1993-2020 araştırma döneminde yapılan halka arzların adet olarak hangi satış yöntemi ile yapıldığı Tablo 5'te gösterilmiştir. Buna göre 1993-2020 döneminde yapılan halka arzların %49,86'sı yani 173 adet halka arz sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile %32,86'sı yani 112 adet halka arz borsada satış yöntemiyle ve sadece 62 adet halka arz %17,87'si fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle yapılmıştır. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi daha çok 1993-2000 dönemlerinde tercih edilirken, borsada satış yöntemi 2011'den sonra daha yoğun olarak kullanılmıştır. İstanbul Borsasının gerek teknolojik olarak ve gerekse büyüklük olarak yeterli olmadığı 1993-2000 dönemlerinde halka arzların yoğun şekilde direk satış veya sabit fiyatla talep toplama şeklinde yapıldığını görüyoruz.

Tablo 5

İlk Halka Arz Satış Yöntemleri Adet

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Aralığı İle Satış		Toplam
1993	0	0,00%	15	100,00%	0	0,00%	15
1994	1	6,25%	5	31,25%	10	62,50%	16
1995	2	12,50%	11	68,75%	3	18,75%	16
1996	1	4,35%	22	95,65%	0	0,00%	23
1997	0	0,00%	27	100,00%	0	0,00%	27
1998	0	0,00%	17	100,00%	0	0,00%	17
1999	2	22,22%	7	77,78%	0	0,00%	9
2000	1	2,94%	30	88,24%	3	8,82%	34
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2002	1	25,00%	3	75,00%	0	0,00%	4
2003	2	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	2
2004	2	18,18%	7	63,64%	2	18,18%	11

(Devam ediyor)

Tablo 5 Devam

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Aralığı İle Satış		Toplam
2005	4	44,44%	1	11,11%	4	44,44%	9
2006	7	50,00%	3	21,43%	4	28,57%	14
2007	1	11,11%	1	11,11%	7	77,78%	9
2008	1	50,00%	0	0,00%	1	50,00%	2
2009	1	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	1
2010	7	33,33%	5	23,81%	9	42,86%	21
2011	18	69,23%	0	0,00%	8	30,77%	26
2012	20	76,92%	5	19,23%	1	3,85%	26
2013	12	63,16%	5	26,32%	2	10,53%	19
2014	10	76,92%	1	7,69%	2	15,38%	13
2015	4	66,67%	2	33,33%	0	0,00%	6
2016	0	0,00%	1	100,00%	0	0,00%	1
2017	1	33,33%	1	33,33%	1	33,33%	3
2018	4	44,44%	2	22,22%	3	33,33%	9
2019	5	83,33%	1	16,67%	0	0,00%	6
2020	5	62,50%	1	12,50%	2	25,00%	8
Toplam	112	32%	173	50%	62	18%	347

1993-2020 araştırma döneminde yapılan halka arzların tutar olarak hangi satış yöntemi ile yapıldığı ise Tablo 6'da gösterilmiştir. İlk halka arzlar tutar olarak bakıldığında bir önceki tablodan çok farklı bir resim karşımıza çıkmaktadır. 19,032 milyon US dolarlık toplam halka arzın %74,4'ü yani 14,160 milyon US dolarlık kısmı fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle yapılırken, 3,176 milyon US dolarlık kısmı (%16,69) sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yapılmıştır.

Küçük tutarlı ve sayıca fazla olan halka arzlar borsada satış veya sabit fiyatla talep toplama yöntemini tercih ederken, özelleştirmeler dahil büyük tutarlı halka arzlar fiyat aralığı ile talep toplama yönteminin tercih edildiğini görüyoruz. Özellikle 2005-2008 dönemindeki, yurt dışı kurumsal tahsisi yüksek ilk halka arzlar ağırlıklı olarak bu fiyat toplama yöntemini kullanmıştır.

Tablo 6.

İlk Halka Arz Satış Yöntemleri US dolar

Yıllar	Borsada Satış	%	Sabit Fiyatla Satış	%	Fiyat Aralığı İle Satış	%	Toplam
1993	0	0,00	150.052.891	100,00	0	0,00	150.052.891
1994	3.715.993	2,13	39.661.499	22,71	131.244.969	75,16	174.622.460
1995	3.754.517	2,73	31.897.447	23,22	101.735.753	74,05	137.387.716
1996	3.436.446	2,36	142.054.612	97,64	0	0,00	145.491.058
1997	0	0,00	416.085.991	100,00	0	0,00	416.085.991
1998	0	0,00	356.451.839	100,00	0	0,00	356.451.839
1999	1.090.945	1,23	87.776.980	98,77	0	0,00	88.867.925
2000	9.270.809	0,33	822.596.796	29,55	1.952.095.445	70,12	2.783.963.050
2001	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
2002	2.513.354	4,43	54.236.460	95,57	0	0,00	56.749.814
2003	11.252.272	100,0	0	0,00	0	0,00	11.252.272
2004	11.032.018	2,29	158.551.125	32,95	311.531.047	64,75	481.114.190
2005	10.098.556	0,58	25.104.415	1,44	1.703.765.388	97,98	1.738.968.358
2006	30.434.017	3,29	68.937.682	7,44	826.959.173	89,27	926.330.872
2007	2.229.323	0,07	5.789.474	0,18	3.290.967.878	99,76	3.298.986.675
2008	4.459.459	0,24	0	0,00	1.870.498.025	99,76	1.874.957.484
2009	6.865.111	100,0	0	0,00	0	0,00	6.865.111
2010	55.429.303	2,68	219.967.201	10,65	1.789.250.404	86,66	2.064.646.908
2011	170.267.030	20,43	0	0,00	662.952.668	79,57	833.219.698
2012	113.182.852	32,62	178.194.533	51,35	55.636.740	16,03	347.014.125
2013	119.425.135	14,92	275.584.557	34,44	405.225.635	50,64	800.235.327
2014	66.642.797	20,59	75.036.848	23,18	181.978.223	56,23	323.657.868
2015	35.526.442	78,88	9.514.276	21,12	0	0,00	45.040.718
2016	0	0,00	12.716.525	100,00	0	0,00	12.716.525
2017	7.206.193	1,80	15.156.012	3,79	377.977.137	94,41	400.339.342
2018	947.130.029	69,39	12.051.039	0,88	405.729.855	29,73	1.364.910.923
2019	33.566.365	73,63	12.024.196	26,37	0	0,00	45.590.561
2020	48.233.361	32,89	6.326.673	4,31	92.072.465	62,79	146.632.499
Toplam	1.696.762.328	8,92	3.175.769.071	17	14.159.620.805	74	19.032.152.204

Borsada satış yöntemi ise, ilk halka arz adedi olarak yüksek olsa da tutar olarak 1,697 milyon US dolar ile sadece %8,92'lik bir pay almıştır.

Bu sonuçlara göre adet olarak yüzde %49,86'lık bir paya sahip olan borsada satış yönteminin tutar olarak sadece %8,92'lik bir paya sahip olmasını küçük hacimli halka arzlarda bu yöntemin tercih edilmesi ile açıklayabiliriz. Buna karşın, fiyat aralığı ile talep toplama yönteminin ise büyük hacimli halka arzlarda tercih edildiğini söyleyebiliriz.

3.1.8.4. Mali Durumu Sorunsuz Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzını gerçekleştiren 347 şirketten 2021 yılı itibariyle aktif olarak İstanbul Borsasının Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazarında işlem görmeye devam eden veya kendi isteği ile borsa kotundan çıkan şirket sayısı 266'dır. Mali durumu sorunsuz görünen bu şirketlerin 1993-2020 döneminde yaptıkları ilk halka arzlarının adet olarak %43,98'i sadece sermaye artırımını ile, %28,95'i sadece ortak satışı ile yapılmışken, 23,31'i karma yöntemle yapılmıştır. (Tablo 7)

Tablo 7

Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Halka Arz Yöntemleri Adet

Yıllar	Halka Arz Sayısı		Sadece Sermaye Artırımı		Sadece Ortak Satışı		Karma	
1993	9	3,38%	2	22,22%	7	77,78%	0	0,00%
1994	11	4,14%	5	45,45%	6	54,55%	0	0,00%
1995	9	3,38%	5	55,56%	4	44,44%	0	0,00%
1996	19	7,14%	9	47,37%	9	47,37%	1	5,26%
1997	15	5,64%	10	66,67%	3	20,00%	2	13,33%
1998	12	4,51%	8	66,67%	0	0,00%	4	33,33%
1999	8	3,01%	4	50,00%	3	37,50%	1	12,50%
2000	27	10,15%	15	55,56%	5	18,52%	7	25,93%
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2002	4	1,50%	3	75,00%	1	25,00%	0	0,00%
2003	2	0,75%	2	100,0%	0	0,00%	0	0,00%
2004	10	3,76%	3	30,00%	4	40,00%	3	30,00%
2005	6	2,26%	2	33,33%	3	50,00%	1	16,67%
2006	11	4,14%	3	27,27%	4	36,36%	4	36,36%
2007	9	3,38%	2	22,22%	3	33,33%	4	44,44%
2008	2	0,75%	1	50,00%	1	50,00%	0	0,00%
2009	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2010	17	6,39%	5	29,41%	6	35,29%	6	35,29%
2011	19	7,14%	1	5,26%	2	10,53%	6	31,58%
2012	19	7,14%	12	63,16%	6	31,58%	1	5,26%
2013	14	5,26%	9	64,29%	1	7,14%	4	28,57%
2014	11	4,14%	5	45,45%	3	27,27%	3	27,27%
2015	5	1,88%	3	60,00%	1	20,00%	1	20,00%
2016	1	0,38%	0	0,00%	0	0,00%	1	100,00%
2017	3	1,13%	0	0,00%	2	66,67%	1	33,33%
2018	9	3,38%	4	44,44%	2	22,22%	3	33,33%
2019	6	2,26%	2	33,33%	0	0,00%	4	66,67%
2020	8	3,01%	2	25,00%	1	12,50%	5	62,50%
Toplam	266	100,0%	117	43,9%	77	28,95%	62	23,31%

Buna karşın tutar olarak %59,67'si yani 10,715 milyon US doları ortak satışı yoluyla, %40,33'ü ise yani 7,243 milyon US doları ise sermaye artırımını yoluyla yapılmıştır (Tablo 8).

Tablo 8

Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Halka Arz Yöntemleri (US Dolar)

Yıllar	Halka Arz Tutarı	%	Sermaye artırımı	%	Ortak Satışı	%
	Us \$		Us \$		Us \$	
1993	124.116.084	0,69%	22.079.795	17,79%	102.036.288	82,21%
1994	139.408.227	0,78%	76.505.942	54,88%	62.902.285	45,12%
1995	80.897.266	0,45%	23.665.347	29,25%	57.231.919	70,75%
1996	133.275.560	0,74%	60.182.891	45,16%	73.092.669	54,84%
1997	306.587.346	1,71%	284.455.228	92,78%	22.132.118	7,22%
1998	258.719.244	1,44%	156.149.457	60,35%	102.569.787	39,65%
1999	85.293.180	0,47%	44.455.239	52,12%	40.837.941	47,88%
2000	2.604.587.829	14,50%	461.051.449	17,70%	2.143.536.380	82,30%
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2002	56.749.814	0,32%	37.684.025	66,40%	19.065.789	33,60%
2003	11.252.272	0,06%	11.252.272	100,00%	0	0,00%
2004	463.645.894	2,58%	132.964.704	28,68%	330.681.190	71,32%
2005	1.733.434.840	9,65%	1.146.321.794	66,13%	587.113.046	33,87%
2006	741.025.894	4,13%	309.285.959	41,74%	431.739.935	58,26%
2007	3.298.986.675	18,37%	1.097.582.458	33,27%	2.201.404.217	66,73%
2008	1.874.957.484	10,44%	4.459.459	0,24%	1.870.498.025	99,76%
2009	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2010	1.999.088.646	11,13%	1.355.217.078	67,79%	643.871.568	32,21%
2011	715.503.281	3,98%	357.593.072	49,98%	357.910.209	50,02%
2012	287.046.794	1,60%	143.469.212	49,98%	143.577.583	50,02%
2013	721.915.181	4,02%	595.540.191	82,49%	126.374.990	17,51%
2014	311.967.054	1,74%	66.579.466	21,34%	245.387.588	78,66%
2015	39.288.940	0,22%	22.997.269	58,53%	16.291.671	41,47%
2016	12.716.525	0,07%	6.358.263	50,00%	6.358.263	50,00%
2017	400.339.342	2,23%	4.804.129	1,20%	395.535.213	98,80%
2018	1.364.910.923	7,60%	698.519.835	51,18%	666.391.088	48,82%
2019	45.590.561	0,25%	35.182.306	77,17%	10.408.255	22,83%
2020	146.632.499	0,82%	88.748.183	60,52%	57.884.316	39,48%
Toplam	17.957.937.356	100,00%	7.243.105.024	40,33%	10.714.832.332	59,67%

Bu gruptaki şirketlerin tutar olarak ilk halka arzlarını sermaye artırımı yerine ortak satışı yoluyla yaptıklarını görmekteyiz. Bu durum önemli ölçüde Özelleştirme İdaresi Başkanlığının yaptığı halka arzlardan kaynaklanmıştır.

Mali durumu sorunsuz şirketlerin ilk halka arzlarında tercih ettikleri satış yöntemlerine ilişkin adet bilgileri tablo 9'da verilmektedir.

Tablo 9

Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Satış Yöntemleri (Adet)

Yıllar	Borsada		Sabit Fiyatla		Fiyat Aralığı İle		Toplam
	Satış		Satış		Satış		
1993	0	0,0%	9	100,0%	0	0,0%	9
1994	1	9,1%	2	18,2%	8	72,7%	11
1995	1	11,1%	7	77,8%	1	11,1%	9
1996	1	5,3%	18	94,7%	0	0,0%	19
1997	0	0,0%	15	100,0%	0	0,0%	15
1998	0	0,0%	12	100,0%	0	0,0%	12
1999	2	25,0%	6	75,0%	0	0,0%	8
2000	1	3,7%	23	85,2%	3	11,1%	27
2001	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
2002	1	25,0%	3	75,0%	0	0,0%	4
2003	2	100,0%	0	0,0%	0	0,0%	2
2004	2	20,0%	6	60,0%	2	20,0%	10
2005	1	16,7%	1	16,7%	4	66,7%	6
2006	6	54,5%	2	18,2%	3	27,3%	11
2007	1	11,1%	1	11,1%	7	77,8%	9
2008	1	50,0%	0	0,0%	1	50,0%	2
2009	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
2010	4	23,5%	4	23,5%	9	52,9%	17
2011	13	68,4%	0	0,0%	6	31,6%	19
2012	14	73,7%	4	21,1%	1	5,3%	19
2013	9	64,3%	4	28,6%	1	7,1%	14
2014	8	72,7%	1	9,1%	2	18,2%	11
2015	3	60,0%	2	40,0%	0	0,0%	5
2016	0	0,0%	1	100,0%	0	0,0%	1
2017	1	33,3%	1	33,3%	1	33,3%	3
2018	4	44,4%	2	22,2%	3	33,3%	9
2019	5	83,3%	1	16,7%	0	0,0%	6
2020	5	62,5%	1	12,5%	2	25,0%	8
Toplam	86	32,3%	126	47,4%	54	20,3%	266

Bu şirketler adet olarak %47,37 oranında yani 126 adet halka arzı sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yaparken, 86 adet halka arzı borsada satış yöntemiyle (%32,33), 54 adet halka arzı da fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle (%20,3) gerçekleştirmiştir (Tablo 9).

Halka arzlarının satış yöntemini tutar olarak incelediğimizde ise (Tablo 10) 14,641 milyon US dolarlık yani %81,53'lük ilk halka arzın fiyat aralığı yöntemiyle halka arz edildiğini görüyoruz.

Tablo 10

Mali Durumu Sorunsuz Şirketler Satış Tutarları (US Dolar)

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Arahğı İle Satış		Toplam
1993	0	0,0%	124.116.084	100,0%	0	0,0%	124.116.084
1994	3.715.993	2,7%	22.968.905	16,5%	112.723.330	80,9%	139.408.228
1995	2.129.719	2,6%	72.658.338	89,8%	6.109.209	7,6%	80.897.266
1996	3.436.446	2,6%	129.839.114	97,4%	0	0,0%	133.275.560
1997	0	0,0%	306.587.347	100,0%	0	0,0%	306.587.347
1998	0	0,0%	258.719.243	100,0%	0	0,0%	258.719.243
1999	1.090.945	1,3%	84.202.235	98,7%	0	0,0%	85.293.180
2000	9.270.809	0,4%	643.221.574	24,7%	1.952.095.445	74,9%	2.604.587.828
2001	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
2002	2.513.354	4,4%	54.236.460	95,6%	0	0,0%	56.749.814
2003	11.252.272	100,0%	0	0,0%	0	0,0%	11.252.272
2004	11.032.018	2,4%	141.082.829	30,4%	311.531.047	67,2%	463.645.894
2005	4.565.037	0,3%	25.104.415	1,4%	1.703.765.388	98,3%	1.733.434.840
2006	28.531.874	3,9%	68.794.826	9,3%	643.699.194	86,9%	741.025.894
2007	2.229.323	0,1%	5.789.474	0,2%	3.290.967.878	99,8%	3.298.986.675
2008	4.459.459	0,2%	0	0,0%	1.870.498.025	99,8%	1.874.957.484
2009	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
2010	26.802.633	1,3%	183.035.609	9,2%	1.789.250.404	89,5%	1.999.088.646
2011	126.204.287	17,6%	0	0,0%	589.298.994	82,4%	715.503.281
2012	76.411.112	26,6%	154.998.942	54,0%	55.636.740	19,4%	287.046.794
2013	106.890.749	14,8%	252.387.845	35,0%	362.636.587	50,2%	721.915.181
2014	54.951.983	17,6%	75.036.848	24,1%	181.978.223	58,3%	311.967.054
2015	29.774.664	75,8%	9.514.276	24,2%	0	0,0%	39.288.940
2016	0	0,0%	12.716.525	100,0%	0	0,0%	12.716.525
2017	7.206.193	1,8%	15.156.012	3,8%	377.977.137	94,4%	400.339.342
2018	23.975.724	1,8%	39.771.688	2,9%	1.301.163.511	95,3%	1.364.910.923
2019	33.566.365	73,6%	12.024.196	26,4%	0	0,0%	45.590.561
2020	48.233.361	32,9%	6.326.673	4,3%	92.072.465	62,8%	146.632.499
Toplam	618.244.322	3,4%	2.698.289.457	15,0%	14.641.403.577	81,5%	17.957.937.356

Buna karşın 2,698 milyon US dolarlık halka arz (%15,03) sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanırken, sadece 618 milyon US dolarlık halka arz (%3,44) borsada satış yöntemiyle yapılmıştır.

3.1.8.5. Mali Durumu Bozulan Şirketler. 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen 347 şirketten 2021 yılı itibariyle mali sorunlar yaşayan ve bu nedenle borsa kotundan çıkartılan, yakın izleme pazarına aktarılan şirket sayısı 81'dir. (%23,3) Araştırma döneminde yaşanan finansal krizlerinde etkisiyle adet olarak nerdeyse her ilk halka arzı yapılan 4 şirketten birinin mali sorun yaşadığını ve iflasa/yakın izlemeye girdiğine tanık oluyoruz. Bu şirketlerin adet olarak %50,62'si sadece sermaye artırımını ile halka arzı gerçekleştirirken, %22,22'si ortak satışı ve %27,16'sı karma yöntemle hisse senetlerini satmıştır (Tablo 11).

Tablo 11

Mali Durumu Bozulan Şirketler Halka Arz Yöntemleri Adet

Yıllar	Halka Arz Sayısı		Sadece Sermaye Artırımı		Sadece Ortak Satışı		Karma	
1993	6	7,41%	2	33,33%	4	66,67%	0	0,00%
1994	5	6,17%	1	20,00%	4	80,00%	0	0,00%
1995	7	8,64%	3	42,86%	2	28,57%	2	28,57%
1996	4	4,94%	2	50,00%	0	0,00%	2	50,00%
1997	12	14,81%	7	58,33%	2	16,67%	3	25,00%
1998	5	6,17%	2	40,00%	1	20,00%	2	40,00%
1999	1	1,23%	1	100,00%	0	0,00%	0	0,00%
2000	7	8,64%	6	85,71%	0	0,00%	1	14,29%
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2002	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2003	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2004	1	1,23%	0	0,00%	0	0,00%	1	100,00%
2005	3	3,70%	1	33,33%	2	66,67%	0	0,00%
2006	3	3,70%	0	0,00%	2	66,67%	1	33,33%
2007	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2008	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2009	1	1,23%	1	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2010	4	4,94%	2	50,00%	0	0,00%	2	50,00%
2011	7	8,64%	3	42,86%	0	0,00%	4	57,14%
2012	7	8,64%	7	100,00%	0	0,00%	0	0,00%
2013	5	6,17%	3	60,00%	0	0,00%	2	40,00%
2014	2	2,47%	0	0,00%	1	50,00%	1	50,00%
2015	1	1,23%	0	0,00%	0	0,00%	1	100,00%
2016	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2017	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2018	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2019	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2020	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Toplam	81	100,00%	41	50,62%	18	22,22%	22	27,16%

Mali durumu bozulan bu 81 şirketin toplam halka arz tutarı 1,074 milyon US dolardır (Tablo 12).

Tablo 12

Mali Durumu Bozulan Şirketler Halka Arz Tutarları

Yıllar	Halka Arz Tutarı US \$		Sermaye artırımı US \$		Ortak Satışı US \$	
1993	25.936.807	2,41%	10.793.186	41,61%	15.143.621	58,39%
1994	35.214.234	3,28%	6.766.547	19,22%	28.447.686	80,78%
1995	56.490.449	5,26%	42.493.804	75,22%	13.996.645	24,78%
1996	12.215.498	1,14%	8.725.713	71,43%	3.489.784	28,57%
1997	109.498.644	10,19%	57.518.080	52,53%	51.980.564	47,47%
1998	97.732.596	9,10%	79.195.325	81,03%	18.537.271	18,97%
1999	3.574.745	0,33%	3.574.745	100,00%	0	0,00%
2000	179.375.222	16,70%	173.291.227	96,61%	6.083.996	3,39%
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2002	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2003	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2004	17.468.296	1,63%	5.765.136	33,00%	11.703.160	67,00%
2005	5.533.519	0,52%	2.765.000	49,97%	2.768.519	50,03%
2006	185.304.978	17,25%	159.356.503	86,00%	25.948.474	14,00%
2007	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2008	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2009	6.865.111	0,64%	6.865.111	0,00%	0	0,00%
2010	65.558.262	6,10%	59.014.055	90,02%	6.544.207	9,98%
2011	117.716.417	10,96%	99.115.044	84,20%	18.601.373	15,80%
2012	59.967.331	5,58%	59.967.331	100,00%	0	0,00%
2013	78.320.146	7,29%	56.202.817	71,76%	22.117.329	28,24%
2014	11.690.814	1,09%	8.837.883	75,60%	2.852.931	24,40%
2015	5.751.778	0,54%	2.575.423	44,78%	3.176.355	55,22%
2016	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2017	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2018	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2019	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2020	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Toplam	1.074.214.846	100,00%	842.822.932	78,46%	231.391.914	21,54%

Bu tutarın %78,46'sı sermaye artırımı yoluyla, %21,54'ü ortak satışı yoluyla toplanmıştır. Yani, mali durumu daha sonra bozulan şirketler ilk halka arzlarında daha çok sermaye artırımını tercih etmiş, halka arzla gelecek kaynağın şirket kasasına girmesini istemiştir. Diğer ilginç bir saptama, 2001-2003 döneminde, 2007-2008 döneminde ve 2016 yılı sonrasında yapılan ilk halka arzlarında mali durumu kötüleşen şirket olmamasıdır. Kriz dönemleri veya hemen arkasında sorunlu şirketlerin halka arzlarının yapıl(a)madığı söylenebilecektir. 2016 yılı sonrası için ise mali durumların bozulması için yeterli süre geçmediği düşünülebilir.

Mali durumu bozulan şirketlerin halka arzda hangi yöntemle satış yaptıklarına baktığımızda ise halka arzda adet olarak %56,79 oranında sabit fiyatla talep toplama yöntemini tercih ettiğini görmekteyiz. (Tablo 13)

Tablo 13

Mali Durumu Bozulan Şirketler Satış Yöntemleri Adet

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Aralığı İle Satış		Toplam
1993	0	0,00%	6	100,00%	0	0,00%	6
1994	0	0,00%	2	40,00%	3	60,00%	5
1995	1	14,29%	4	57,14%	2	28,57%	7
1996	0	0,00%	4	100,00%	0	0,00%	4
1997	0	0,00%	12	100,00%	0	0,00%	12
1998	0	0,00%	5	100,00%	0	0,00%	5
1999	0	0,00%	1	100,00%	0	0,00%	1
2000	0	0,00%	7	100,00%	0	0,00%	7
2001	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2002	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2003	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2004	0	0,00%	1	100,00%	0	0,00%	1
2005	3	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	3
2006	1	33,33%	1	33,33%	1	33,33%	3
2007	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2008	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2009	1	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1
2010	3	75,00%	1	25,00%	0	0,00%	4
2011	5	71,43%	0	0,00%	2	28,57%	7
2012	6	85,71%	1	14,29%	0	0,00%	7
2013	3	60,00%	1	20,00%	1	20,00%	5
2014	2	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	2
2015	1	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	1
2016	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2017	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2018	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2019	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2020	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
Toplam	26	32,10%	46	56,79%	9	11,11%	81

Bunu %32,1 ile borsada satış izlerken fiyat aralığı ile talep toplama sadece %11,11 oranında pay almıştır. Halka arzda tercih edilen satış yöntemine tutar olarak baktığımızda ise (Tablo 14) adet tercihinin paralel olarak sabit fiyatla talep toplamanın tutar olarak da %53,09 ile ilk sırada olduğunu görüyoruz.

Tablo 14

Mali Durumu Bozulan Şirketler Satış Yöntemleri US dolar

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Aralığı İle Satış		Toplam
1993	0	0,00%	25.936.807	100,00%	0	0,00%	25.936.807
1994	0	0,00%	16.692.594	47,40%	18.521.639	52,60%	35.214.234
1995	1.624.798	2,88%	24.360.935	43,12%	30.504.716	54,00%	56.490.449
1996	0	0,00%	12.215.498	100,00%	0	0,00%	12.215.498
1997	0	0,00%	109.498.645	100,00%	0	0,00%	109.498.645
1998	0	0,00%	97.732.596	100,00%	0	0,00%	97.732.596
1999	0	0,00%	3.574.745	100,00%	0	0,00%	3.574.745
2000	0	0,00%	179.375.222	100,00%	0	0,00%	179.375.222

(Devam ediyor)

(Tablo 14 devamı)

Yıllar	Borsada Satış		Sabit Fiyatla Satış		Fiyat Aralığı İle Satış		Toplam
2001	0	0,00%	0	0	0	0,00%	0
2002	0	0,00%	0	0	0	0,00%	0
2003	0	0,00%	0	0	0	0,00%	0
2004	0	0,00%	17.468.296	100,00%	0	0,00%	17.468.296
2005	5.533.519	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	5.533.519
2006	1.902.143	1,03%	142.856	0,08%	183.259.979	98,90%	185.304.978
2007	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2008	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2009	6.865.111	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	6.865.111
2010	28.626.670	43,67%	36.931.592	56,33%	0	0,00%	65.558.262
2011	44.062.743	37,43%	0	0,00%	73.653.674	62,57%	117.716.417
2012	36.771.740	61,32%	23.195.591	38,68%	0	0,00%	59.967.331
2013	12.534.386	16,00%	23.196.712	29,62%	42.589.048	54,38%	78.320.146
2014	11.690.814	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	11.690.814
2015	5.751.778	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	5.751.778
2016	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2017	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2018	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2019	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2020	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
Toplam	155.363.701	14,46%	570.322.089	53,09%	348.529.057	32,45%	1.074.214.847

Mali durumu sorunlu hale gelen şirketlerin 1,074 milyon US dolarlık ilk halka arzlarında 570 milyon US dolar ile sabit fiyatla talep toplama yöntemi öne çıkmıştır.

Sabit fiyatla talep toplama %53,09 ile ilk sırada yer alırken onu %32,45 ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi izlemiştir. Borsada satış yöntemi ise %14,46 pay almıştır.

3.2. Araştırmanın Bulguları

1993-2020 araştırma dönemine ilişkin kısa ve uzun dönemli performans sonuçları öncelikle, Kolmogorov Smirnov normalite testlerine tabi tutulmuştur: Örnek test sonucu Aşırı Getiri 36. Ay için tablo 15’te verilmiştir.

Tablo 15

Aşırı Getiri 36 Ay Kolmogorov Smirnov Testi
One-sample Kolmogorov-Smirnov test against theoretical distribution

t(5,Agetiriay36)

Smaller group	D	P-value	Corrected
Agetiriay36:	0.1974	0.000	
Cumulative:	-0.0444	0.255	
Combined K-S:	0.1974	0.000	0.000

Note: ties exist in dataset; there are 331 unique values out of 347 observations.

Bu test sonuçlarının 0,05'ten küçük çıkması, yani anlamlı olması veri setinin normal dağılım göstermediği anlamını taşıırken, test sonuçlarının 0,05'ten büyük çıkması veri setinin normal dağılım gösterdiği anlamını taşımaktadır. Test sonucu (corrected K-S 0,00) veri setinin normal dağılım göstermediğini göstermektedir. Sonuçların normal dağılım göstermemesi nedeniyle; kısa ve uzun dönemli performans sonuçlarının değerlendirilmesinde parametrik olmayan (non-parametric) testlerin kullanılması tavsiye edilmektedir. Ancak, veri sayısının yüksekliği (347 gözlem) nedeniyle dağılımın sonuçlarını yorumlamakta normal dağılım analizleri de kullanılabileceğinden parametrik olan ve olmayan testler birlikte kullanılmış ve sonuçların analizi gerçekleştirilmiştir.

3.2.1. 1993-2020 Yılları İlk Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansına İlişkin Bulgular

3.2.1.1. 1993-2020 İlk Gün ve 1 Aylık Getiriler

1993-2020 araştırma döneminde yıllar itibariyle ilk halka arzların ilk gün ham ve aşırı getirileri ile bir aylık ham ve aşırı satın al ve tut getirileri Tablo 16'da, İlk Halka Arzlar Dönemsel Getiriler Tablosu Ek:1'de verilmiştir.

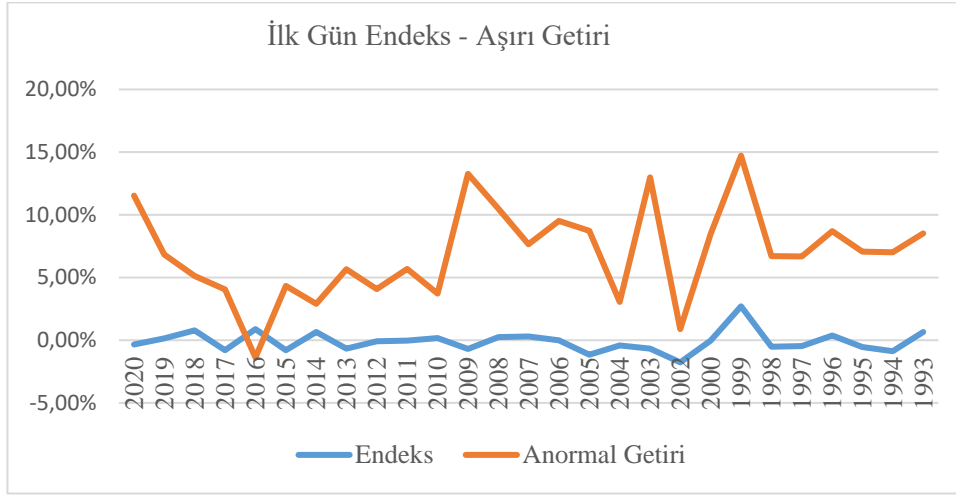
Tablo 16

Yıllar İtibariyle Kısa Dönem Fiyat Performans Tablosu

Kısa Dönem	Ham Getiri		Endeks		Aşırı Getiri		
	Al Ve Tut Getirileri	İlk Gün	1. Ay	İlk Gün	1. Ay	İlk Gün	1. Ay
2020		11,21%	123,4%	-0,33%	4,89%	11,54%	118,5%
2019		6,98%	13,82%	0,14%	3,38%	6,84%	10,44%
2018		5,89%	2,39%	0,77%	-1,26%	5,12%	3,65%
2017		3,26%	19,57%	-0,79%	6,07%	4,04%	13,51%
2016		-0,50%	-2,50%	0,88%	13,93%	-1,38%	-16,43%
2015		3,54%	4,27%	-0,79%	-5,97%	4,34%	10,24%
2014		3,56%	6,05%	0,66%	3,80%	2,90%	2,24%
2013		4,99%	10,05%	-0,67%	-6,29%	5,66%	16,34%
2012		3,99%	10,92%	-0,08%	3,61%	4,07%	7,31%
2011		5,67%	8,15%	-0,03%	-3,87%	5,70%	12,01%
2010		3,91%	11,30%	0,18%	0,90%	3,73%	10,40%
2009		12,59%	22,38%	-0,69%	5,93%	13,28%	16,45%
2008		10,72%	0,04%	0,24%	-9,94%	10,48%	9,98%
2007		7,96%	5,65%	0,31%	4,78%	7,65%	0,87%
2006		9,50%	0,67%	-0,02%	-7,01%	9,51%	7,68%
2005		7,56%	16,01%	-1,15%	3,14%	8,72%	12,87%
2004		2,64%	0,31%	-0,42%	5,65%	3,06%	-5,33%
2003		12,32%	20,09%	-0,66%	-7,87%	12,99%	27,96%
2002		-0,87%	-5,30%	-1,77%	-7,67%	0,90%	2,38%
2000		8,43%	21,86%	-0,04%	-2,75%	8,47%	24,61%
1999		17,42%	115,34%	2,70%	39,15%	14,72%	76,18%
1998		6,21%	1,16%	-0,51%	-0,05%	6,72%	1,21%
1997		6,23%	13,81%	-0,46%	6,75%	6,69%	7,06%
1996		9,08%	14,88%	0,38%	9,60%	8,70%	5,28%
1995		6,52%	6,65%	-0,55%	1,53%	7,06%	5,12%
1994		6,15%	-5,81%	-0,88%	1,61%	7,03%	-7,43%
1993		9,19%	124,88%	0,66%	18,04%	8,53%	106,84%

Araştırma döneminde 2002 ve 2016 hariç tüm yıllarda ilk gün ham getiri pozitiftir. En yüksek ilk gün ham getiri %17,42 ile 1999 yılında elde edilmiştir. 1 aylık ham getirilerde 1994, 2002 ve 2016 yılları hariç pozitiftir. En yüksek 1 aylık ham getiri 1993 yılında %124,88 ile olurken onu 2020 yılı %123,39 ile izlemiştir. İlk gün aşırı getirilere baktığımızda ise 2016 yılı hariç tüm yıllar ilk gün aşırı getirileri pozitiftir. (Grafik 13) 2016 yılında ilk gün aşırı getirisi -%1,38 olmuştur. En yüksek ilk gün aşırı getirisi %14,72 ile 1999 yılında olmuştur. 1 aylık aşırı getirileri incelediğimizde ise 1994, 2004 ve 2016 yıllarında negatif aşırı getiriler varken diğer tüm yıllarda getiriler pozitif olmuştur. En yüksek 1 aylık pozitif aşırı getiri %118,5 ile 2020 yılında olmuştur.

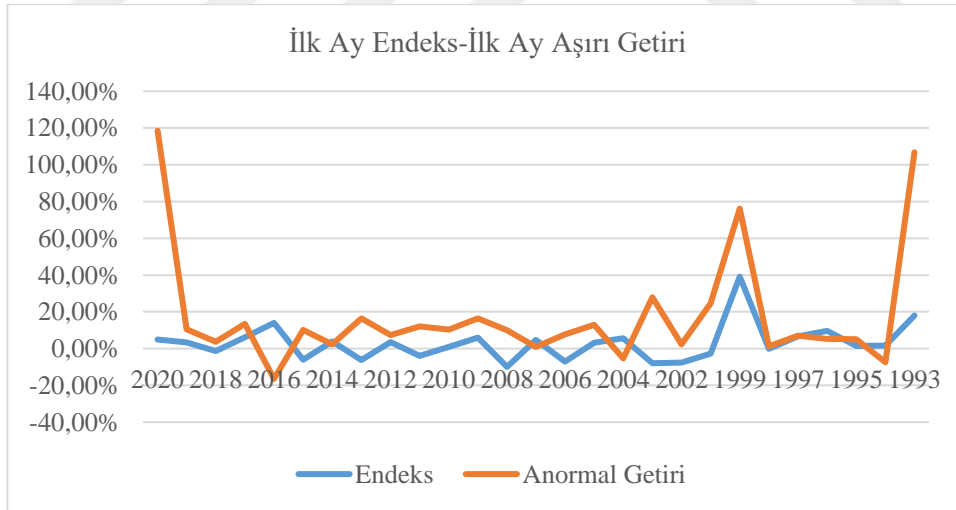
İlk halka arzların ilk işlem günlerindeki Bist100 endeksin getirisi ile ilk gün aşırı getirinin grafiksel sunumu Grafik 2’de verilmiştir.



Grafik 2 İlk Gün Bist100 Endeks – İlk Gün Aşırı Getiri

Grafikten de net bir şekilde anlaşılacağı üzere 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzların ilk işlem günü yıllık ortalama aşırı getirileri yıllar itibariyle, 2016 yılı hariç, sürekli olarak endeks getirisinin üzerinde olmuştur.

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzların, Bist100 endeksinin ilk aylık getirisi ile ilk halka arzı yapılan şirket hisse senetlerinin ilk ay aşırı getirilerinin grafiksel sunumu grafik 3'tedir.



Grafik 3. İlk Ay Bist100 Endeks Getirisi – İlk Ay Aşırı Getiri

Grafığın incelenmesinden de anlaşılacağı üzere endeks getirisi ile ilk ay aşırı getiri arasında bazı yıllar doğrusal yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Ancak inceleme döneminin tamamında pozitif yönlü kısıtlı bir korelasyon görülebilecektir. Nitekim Pearson korelasyon matrisine göre (Tablo 17) aylık endeks ile aylık aşırı getirinin katsayısı pozitif ve 0,215'tir.

Tablo 17 Aylık Endeks – Aşırı Getiri Korelasyon Matrisi (Pearson)

Değişkenler	Endeks	Aşırı Getiri
Endeks	1	0,215
Aşırı Getiri	0,215	1

Values in bold are different from 0 with a significance level alpha=0,05

1993-2020 araştırma dönemi yıllar itibariyle hisse bazında ilk gün aşırı getirisinin pozitif, negatif ve sıfır (+/- 0,5) olma istatistikleri Tablo 18’de Şirket bazında ilk gün getiri verileri Ek 2’de verilmiştir.

Tablo 18 İlk Gün Aşırı Getiri İstatistikleri

	İlk Halka Arz Sayısı	İlk Gün Aşırı Getiri Pozitif		İlk Gün Aşırı Getiri Negatif		İlk Gün Aşırı Getiri Sıfır	
1993	15	14	93,3%	1	6,7%	0	0,0%
1994	16	11	68,8%	5	31,3%	0	0,0%
1995	16	10	62,5%	5	31,3%	1	6,3%
1996	23	16	69,6%	6	26,1%	1	4,3%
1997	27	16	59,3%	10	37,0%	1	3,7%
1998	17	12	70,6%	5	29,4%	0	0,0%
1999	9	8	88,9%	0	0,0%	1	11,1%
2000	34	26	76,5%	7	20,6%	1	2,9%
2001	0	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2002	4	1	25,0%	3	75,0%	0	0,0%
2003	2	2	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
2004	11	5	45,5%	6	54,5%	0	0,0%
2005	9	8	88,9%	1	11,1%	0	0,0%
2006	14	9	64,3%	4	28,6%	1	7,1%
2007	9	6	66,7%	3	33,3%	0	0,0%
2008	2	1	50,0%	0	0,0%	1	50,0%
2009	1	1	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
2010	21	11	52,4%	10	47,6%	0	0,0%
2011	26	19	73,1%	5	19,2%	0	0,0%
2012	26	10	38,5%	11	42,3%	5	19,2%
2013	19	13	68,4%	4	21,1%	2	10,5%
2014	13	7	53,8%	5	38,5%	1	7,7%
2015	6	5	83,3%	1	16,7%	0	0,0%
2016	1	0	0,0%	1	100,0%	0	0,0%
2017	3	3	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
2018	9	5	55,6%	4	44,4%	0	0,0%
2019	6	4	66,7%	1	16,7%	1	16,7%
2020	8	8	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
	347	231	66,6%	98	28,2%	16	4,6%

1993-2020 döneminde toplam 347 halka arzın 231 adetinde ilk gün aşırı getirisinin pozitif olduğu (%66), 98 adetinde ilk gün aşırı getirisinin negatif olduğu (%28,2) ve 16 adetinde ise sıfır (+/-0,5) (%4,6) olduğu görülmektedir.

1993-2020 inceleme döneminde 347 halka arzdan sadece 16 adedi yani %4,6'sı endeks seviyesinde getiri sağlamıştır. Diğer ilk halka arzların tamamı endeksin altında veya üstünde aşırı getiri sağlamıştır. Ağırlıklı olarak pozitif ilk gün aşırı getirisi olması inceleme döneminin ortalamasını da pozitif yapmıştır.

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzların, yıllık ortalama değerler üzerinden hesaplanan kısa dönem performans değerlerini gösteren Tablo 19 incelendiğinde:

Tablo 19 Kısa Dönem Yıllık Ortalama Performans Değerleri Tablosu

Al Ve Tut Getirileri	Ham Getiri		Endeks		Aşırı Getiri	
	İlk Gün	1. Ay	İlk Gün	1. Ay	İlk Gün	1. Ay
1993-2020						
Minimum	-0,87%	-5,30%	-1,77%	-9,94%	-1,38%	-16,43%
Maksimum	17,42%	123,39%	2,70%	39,15%	14,72%	118,50%
Medyan	6,22%	10,49%	-0,06%	3,26%	6,71%	10,11%
Standart Sapma	0,0424	0,3219	0,0086	0,0997	0,0398	0,2745
Varyans	0,0018	0,1036	0,0001	0,0099	0,0016	0,0753
Ttest	0,0000	0,0310			0,0000	0,0350
Ortalama	6,66%	19,68%	-0,08%	2,72%	6,74%	16,96%
Örneklem	347	347	347	347	347	347

İlk gün ortalama ham getirinin %6,66, ilk ay ortalama ham getirinin %19,68, ilk gün ortalama aşırı getirinin %6,74 ve ilk ay ortalama aşırı getirinin %16,96 olduğu görülmektedir. İlk gün minimum ham getiri -%0,87 olurken, maksimum ham getiri %17,42 olmuştur. İlk gün minimum aşırı getiri -%1,38, maksimum ilk gün aşırı getiri ise %14,72'dir. Araştırma döneminde kapsama alınan şirket sayısı 347'dir. Medyan değerleri ortalama değerlere paraleldir. İlk gün ham getiri medyanı %6,22, ilk ay ham getiri medyanı %10,49 iken, ilk gün aşırı getiri medyanı %6,71 ve ilk ay aşırı getiri medyanı %10,11 olmuştur.

1993-2020 inceleme döneminde yapılan toplam 347 adet ilk halka arzın tutarı 19,032,152,202- US dolardır. Bu dönem için ilk gün ortalama aşırı getirinin %6,74 olduğu düşünülürse, toplam 1,282,767,058.- US dolar "masada bırakılan para" söz konusudur. İlk halka arza katılan yatırımcılar için getiri olan bu tutar halka açılan şirketler için maliyettir.

Araştırma döneminde İstanbul Borsasında işlem görmek üzere gerçekleştirilen ilk halk arzlarında düzeltilmiş fiyatlarla, düşük veya yüksek fiyatlamının (yüksek veya düşük

performansın) varlığının test edilebilmesi amacıyla oluşturulan “Hipotez 1” ve ilgili test sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Hipotez 1: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H₀: İlk halka arzı gerçekleştiren şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H₁: İlk halka arzı gerçekleştiren şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: \overline{AG}_{i,t} = 0$$

$$H_1: \overline{AG}_{i,t} \neq 0$$

AG_{i,t}: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır. (Aşırı Getiri Gün 1)

Hipotez 1’in test edilmesi için Wilcoxon Signed Rank Test testi %95 güven aralığında uygulanmış ve test sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 20 Hipotez 1 Wilcoxon Signed Rank Test

Sign	obs	sum ranks	expected
positive	241	48739	30139
negative	106	11635	30139
zero	0	0	0
all	347	60378	60378
unadjusted variance	3496892.50		
adjustment for ties	0.00		
adjustment for zeros	0.00		
adjusted variance	3496892.50		
H0 : Agetirigunl =	0		
z =	9.920		
Prob > z =	0.0000		

Test sonuçları ele alındığında H₀ hipotezinin reddedildiği ve inceleme döneminde ilk halka arz şirketlerinin aşırı getirilerinin ortalamasının sıfırdan farklı (%6,74) olduğu görülmektedir. Bu sonuç, inceleme döneminde gerçekleşen ilk halka arzlardan kısa dönemde aşırı getiri elde etmenin istatistiksel olarak mümkün olduğunu göstermektedir.

Bir başka deyişle, araştırmada elde edilen sonuç, uluslararası ampirik literatüre paralel biçimde, ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun 1993-2020 arası yıllarda yapılan halka arzlar için Türkiye’de de geçerli olduğuna kanıt sunmaktadır.

3.2.1.2. İlk Gün Getirisi Halka Arz Sayısı İlişkisi

İlk halka arzların, yıllar itibariyle sayıları ile bu halka arzların ilk gün getirileri arasında bir ilişki olup olmadığına ilişkin uluslararası literatürde bir hayli çalışma vardır. Bu çalışmalarda halka arz sayısının arttığı yıllarda ilk gün aşırı getirilerinde yükseldiğine ilişkin bulgular mevcuttur.²⁸² 1993-2020 inceleme döneminde kapsama alınan toplam 347 ilk halka ilişkin yıllar itibariyle halka arz sayıları ve ilk gün getirilerine ilişkin tablo aşağıdadır.

Tablo 21

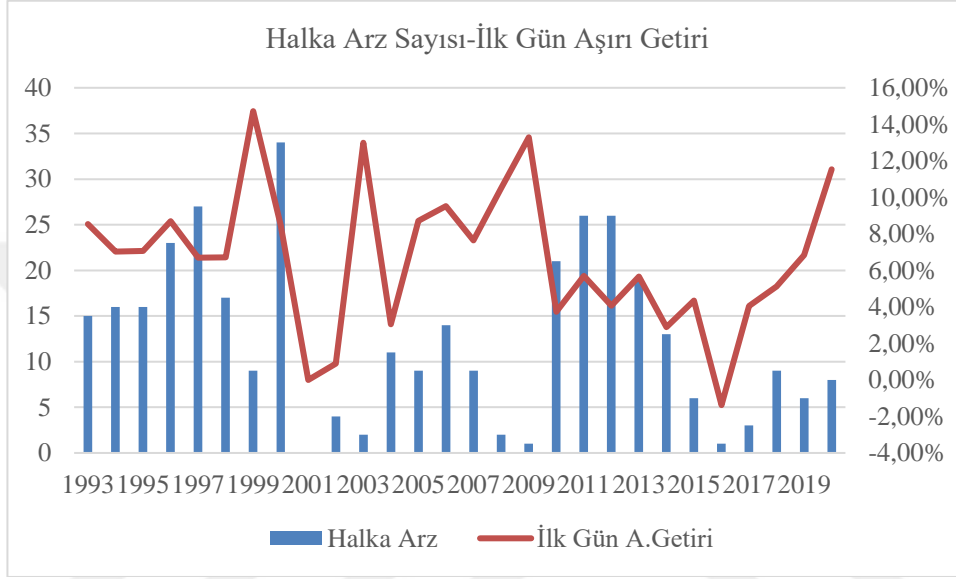
Halka Arz Sayıları İlk Gün Getirileri

	İlk Halka Arz Sayısı	İlk Gün Ham Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
1993	15	9,19%	8,53%
1994	16	6,15%	7,03%
1995	16	6,52%	7,06%
1996	23	9,08%	8,70%
1997	27	6,23%	6,69%
1998	17	6,21%	6,72%
1999	9	17,42%	14,72%
2000	34	8,43%	8,47%
2001	0	-	-
2002	4	-0,87%	0,90%
2003	2	12,32%	12,99%
2004	11	2,64%	3,06%
2005	9	7,56%	8,72%
2006	14	9,50%	9,51%
2007	9	7,96%	7,65%
2008	2	10,72%	10,48%
2009	1	12,59%	13,28%
2010	21	3,91%	3,73%
2011	26	5,67%	5,70%
2012	26	3,99%	4,07%
2013	19	4,99%	5,66%
2014	13	3,56%	2,90%
2015	6	3,54%	4,34%
2016	1	-0,50%	-1,38%
2017	3	3,26%	4,04%
2018	9	5,89%	5,12%
2019	6	6,98%	6,84%
2020	8	11,21%	11,54%
	347		

²⁸² Josef Anton Schuster, An Empirical Analysis of European IPO Markets, London School of Economics and Political Science, May 2003,s:9

Tablonun incelenmesi ile 1993-2000 ve 2010-2014 dönemlerini ilk halka arz sayıları açısından yoğun olduğu dönemler olarak görmekteyiz. 1993-2020 döneminde en yüksek sayıda ilk halka arz 2000 yılında, 34 ilk halka arz ile, olmuştur. 2000 yılını, 27 ilk halka arzla 1997 yılı izlemiştir. 2001 kriz yılında hiç ilk halka arz yokken, 2009 ve 2016 yıllarında ise sadece bir adet ilk halka arz olmuştur.

Söz konusu verilerin, ilk gün aşırı getiri için, grafik sunumu, Grafik 4'tedir.



Grafik 4. Halka Arz Sayısı İlk Gün Aşırı Getiri

Grafikten de görüleceği üzere halka arz sayıları ile ilk gün aşırı getiri arasında bir korelasyon gözükmemektedir. Nitekim Pearson korelasyon matrisine bakarsak:

Tablo 22

Korelasyon Halka Arz Sayısı - İlk Gün Getiri

Variables	Halka Arz	İlk Gün Ham Getiri	İlk Gün A. Getiri
Halka Arz	1	0,030	0,023
İlk Gün Ham Getiri	0,030	1	0,981
İlk Gün A. Getiri	0,023	0,981	1

Correlation matrix (Pearson); Values in bold are different from 0 with a significance level alpha=0,05

Korelasyon katsayıları matrisi de bu bulgusu desteklemektedir. 1993-2020 inceleme döneminde, halka arz sayıları ile ilk gün ham ve aşırı getiri arasında sırasıyla 0,030 ve 0,020 oranında pozitif ancak çok düşük bir ilişki bulunmaktadır.

Halka arz sayıları ve halka arz tutarlarının yükseldiği, ilk halka arz piyasasının canlı olduğu dönemlerle (hot market), halka arz piyasasının durgun olduğu dönemlerde (cold market) ilk gün getirilerini karşılaştırmak amacıyla Tablo 23 hazırlanmıştır.

Tablo 23 *Halka Arz Piyasası Canlı – Durgun İlk Gün Getirileri*

		Halka Arz Sayısı	İlk Halka Arz Tutarı	İlk Gün Ham Getiri	İlk Gün A. Getiri
1993	2000	157	4.252.922.929	8,65	7,45
2001	2003	6	68.002.086	3,85	4,63
2004	2007	43	6.445.400.096	6,91	7,23
2008	2009	3	1.881.822.595	11,65	11,88
2010	2014	105	4.368.773.927	4,42	4,41
2015	2017	10	458.096.586	4,75	2,33
2018		9	1.364.910.923	5,89	5,12
2019	2020	14	192.223.060	9,1	9,19

Halka arz sayılarının ve tutarlarının yükseldiği dönemlerle diğer dönemler arasında zaman içinde nitelikli farklılıklar vardır. 1993-2000 dönemi ilk halka arz açısından oldukça aktif görünmektedir. Bu dönemde toplam 157 adet ve 4,2 milyar us dolar tutarında halka arz yapılmıştır. Bu dönemin ortalama ilk gün ham getirisi %8,65 ve ilk gün aşırı getirisi %7,45 olmuştur. 2001-2003 dönemi kriz dönemidir ve halka arz piyasası adeta durmuştur. Toplam 6 adet ve 68 milyon us dolarlık halka arz olmuştur. Bu dönemde ilk gün ham getirisi %3,85, ilk gün aşırı getirisi ise %4,63 olmuştur. 2004 yılından itibaren ilk halka arz piyasası yeniden canlanmaya başlamıştır. 2004-2007 döneminde toplam 43 adet ve 6,4 milyar us dolar tutarında ilk halka arz yapılmıştır. Bu dönemde ilk gün ham getiri %6,91 ve ilk gün aşırı getiri %7,23 olmuştur. 2008-2009 yılları yine kriz yıllarıdır. Bu dönemde toplam 3 halka arz olmuştur. Türk Telekom'un ilk halka arzı dışarıda tutulursa diğer 2 halka arz son derece düşük tutarlı halka arzlardır. %11,65 ve %11,88 olarak gözüken ilk gün ham ve aşırı getiriler bu iki küçük halka arzın getirileridir ve genel piyasa trendini yansıtmamaktadır. 2010-2014 dönemi ilk halka arzlar açısından yine canlı bir dönem olmuştur. Bu dönemde 105 adet ve 4,3 milyar us dolarlık ilk halka arz olmuştur. Bu dönemdeki ilk gün ham ve ilk gün aşırı getiriler ise sırasıyla %4,42 ve %4,41 olmuştur. 2015-2017 dönemi ilk halka arzlar açısından kısır bir dönemdir toplam 10 adet ve 458 milyon us dolarlık halka arz olmuştur. İlk gün ham ve aşırı getiriler ise sırasıyla %4,75 ve %2,33 olmuştur. İnceleme döneminde, oluşturulan alt dönemler bazında en düşük ilk gün aşırı getiri bu dönemde elde edilmiştir. Diğer bir deyişle endeks getirisine en yakın getiri bu dönemde olmuştur. 2018 yılı toplam 9 adet ve 1,4 milyar us dolarlık ilk halka arz ile canlı geçerken, 2019-2020 döneminde 14 halka arz

ve sadece 198 milyon us dolarlık hasılat oluşmuştur. Bu dönemlerde ilk halka arz ham ve aşırı getiriler, 2018 yılı için %5,89 ve %5,12, 2019-2020 yılları için ise %9,1 ve %9,2'dir. 1993-2020 inceleme dönemi bir bütün olarak ele alındığında ve ilk halka arzların canlı veya durgun olduğu dönemler için farklılaşan, canlı ve durgun dönemlerin genel karakteristiği diyebileceğimiz bir ilk gün getiri tanımlaması bulunmamaktadır. İlk gün getirileri, dönemsel olarak farklılık göstermekle birlikte, piyasaların canlı veya durgun olduğu dönemlere göre belirgin bir farklılık göstermemektedir. Nitekim ilk halka arzların sayısı ve tutar olarak en yoğun olduğu 1993-2000 yılları arasında ilk gün aşırı getiri %7,45 olurken, yine sayısı ve tutar olarak en yoğun ikinci dönem olan 2010-2014 döneminde aşırı getiri sadece %4,41 olmuştur. Buna karşın özellikle tutar olarak daha düşük olan 2019-2020 yılında ilk gün aşırı getiri %9,19 olmuştur.

3.2.2. İlk Halka Arzların Uzun Dönem Fiyat Performansına İlişkin Bulgular

1993-2020 dönemi ilk halka arzlarının uzun dönem fiyat performanslarını ölçmek için satın al ve tut (SAvT) yöntemi tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, her bir halka arz için halka arz fiyatından satın alınan hisse senetleri için 12, 24 ve 36. aylara denk gelen tarihlerdeki satın al ve tut getirileri ayrı ayrı hesaplanmıştır. (Ek:3 Hisse bazında uzun dönem satın al ve tut getirileri) Yıllar itibariyle, ilk halka arzların 12., 24., ve 36. aylarına denk gelen ortalama ham getiri ve aşırı getirileri ile aynı dönemlerde BİST 100 endeksi getirisinin aldığı değerler Tablo 24 ve Tablo 25'te verilmiştir.

Tablo 24 *Yıllar İtibariyle Satın Al ve Tut Getirileri*

Uzun Dönem Al Ve Tut Getirileri	Ham Getiri			Endeks			Aşırı Getiri		
	12AY	24.AY	36.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay
2020	1019,74%	0,00%	0,00%	24,85%	0,00%	0,00%	994,89%	0,00%	0,00%
2019	225,76%	0,00%	0,00%	16,95%	0,00%	0,00%	208,81%	0,00%	0,00%
2018	19,08%	42,57%	285,62%	-13,36%	2,65%	33,41%	32,44%	39,93%	252,21%
2017	9,86%	18,44%	171,14%	14,43%	3,38%	20,67%	-4,58%	15,06%	150,47%
2016	50,55%	57,05%	3,77%	22,01%	60,03%	39,73%	28,54%	-2,98%	-35,95%
2015	0,77%	7,19%	89,78%	-10,93%	13,99%	26,72%	11,70%	-6,80%	63,06%
2014	17,34%	-6,76%	29,48%	8,79%	0,66%	29,78%	8,55%	-7,42%	-0,30%
2013	25,70%	62,36%	22,69%	-3,84%	2,85%	-3,22%	29,54%	59,51%	25,91%

(Devamı var)

(Tablo 24 devamı)

Uzun Dönem Al Ve Tut Getirileri	Ham Getiri			Endeks			Aşırı Getiri		
	12AY	24.AY	36.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay
2012	0,58%	1,19%	7,76%	33,19%	22,22%	34,40%	-32,61%	-21,02%	-26,64%
2011	-1,03%	-0,06%	-13,61%	0,96%	28,40%	23,50%	-1,99%	-28,46%	-37,10%
2010	27,23%	4,86%	-2,03%	0,96%	6,51%	30,13%	26,27%	-1,65%	-32,15%
2009	6,27%	-37,78%	-75,77%	49,64%	18,78%	52,31%	-43,37%	-56,56%	-128,08%
2008	-8,87%	6,89%	46,98%	-21,26%	31,10%	51,88%	12,39%	-24,21%	-4,91%
2007	-23,96%	-37,53%	38,98%	-11,35%	-27,99%	24,65%	-12,61%	-9,53%	14,33%
2006	3,17%	-5,59%	-24,11%	19,34%	-3,18%	-10,60%	-16,17%	-2,40%	-13,51%
2005	37,78%	59,49%	55,58%	34,20%	70,47%	21,98%	3,58%	-10,98%	33,60%
2004	8,94%	62,42%	68,80%	47,60%	103,04%	151,39%	-38,66%	-40,62%	-82,60%
2003	34,23%	-2,69%	111,14%	58,18%	137,13%	299,27%	-23,96%	-139,8%	-188,1%
2002	-41,74%	-5,71%	60,57%	-0,20%	67,65%	149,81%	-41,54%	-73,35%	-89,25%
2000	-35,30%	-25,63%	-26,15%	-34,39%	-29,92%	-23,16%	-0,90%	4,29%	-2,99%
1999	162,22%	114,43%	126,17%	115,16%	59,32%	78,42%	47,06%	55,10%	47,75%
1998	-1,81%	208,99%	39,38%	34,30%	315,67%	176,47%	-36,11%	-106,6%	-137,1%
1997	82,50%	129,91%	304,95%	67,76%	191,67%	575,76%	14,73%	-61,76%	-270,8%
1996	169,47%	197,20%	537,89%	195,78%	338,01%	790,62%	-26,31%	-140,8%	-252,7%
1995	54,36%	234,29%	375,52%	57,47%	345,14%	639,81%	-3,11%	-110,8%	-264,3%
1994	82,46%	198,57%	497,26%	80,63%	246,23%	947,13%	1,83%	-47,67%	-449,9%
1993	242,73%	596,52%	1242,57%	100,38%	300,21%	558,18%	142,35%	296,31%	684,39%

Tablo 24 incelendiğinde satın al ve tut yöntemine göre 12. ayda pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 14 iken negatif getiri elde edilen yıl sayısı 13 olmuştur. 24. ayda pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 6 olurken negatif getiri elde edilen yıl sayısı 19'a çıkmıştır. 36. ay itibariyle pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 5, negatif getiri elde edilen yıl sayısı ise 20 olmuştur. Yıllar itibariyle ilk halka arzların fiyat performansı endekse göre düşük kalmaktadır.

Tablo 25

1993-2020 Uzun Dönem Getirileri İstatistik Tablosu

Al ve Tut Getirileri		12. Ay	24. Ay	36. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Şirket Bazında Dönemsel Veri		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Minimum	-86,95%	-85,76%	-93,98%	-226,8%	-540,36%	-1079,6%
	Maksimum	1133,68%	1868,56%	5305,46%	997,90%	1489,97%	4622,64%
	Medyan	2,96%	14,07%	26,67%	-16,38%	-28,45%	-47,75%
	Standart Sapma	1,4664	2,3920	5,3014	1,3054	2,0129	4,7651
	Varyans	2,1504	5,7216	28,1045	1,7041	4,0518	22,7065
	Ttest	0,2269	0,3028	0,1301	0,0014	0,0000	0,0000
	Ortalama	47,78°%	90,84%	178,51%	10,79%	-16,03%	-52,30%
	Örneklem	340	333	332	340	333	332

Tablo 25 incelendiğinde 12. ay ortalama aşırı getirinin %10,79, medyanın ise -%16,38 olduğu görülmektedir. Toplam şirket sayısı 340'tır. 24 aylık aşırı getirilere ilişkin veriler incelendiğinde ortalama getiri -%16,03'e inerken medyan -%28,45'e dönüşmüştür. Toplam şirket sayısı 24 ay için 333'tür. 36 ay için araştırma kapsamına giren şirket sayısı 332'tir. Uluslararası literatürde uzun dönem olarak kabul edilen 36 aylık aşırı getirilere baktığımızda ise ortalamanın -%52,3 ve medyanın -%47,75 olduğunu görmekteyiz.

Bu bulgular bize, 1993-2020 dönemi ilk halka arzlarının uzun dönem fiyat performanslarının 12 aylık dönemde borsa endeksine göre yüksek, 24 ve 36 aylara göre düşük olduğunu göstermektedir.

Hipotez 2: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen şirket hisselerinin uzun dönem aşırı getirileri ortalaması sıfırdan farklıdır.

H₀: İlk halka arzı gerçekleşen şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H₁: İlk halka arzı gerçekleşen şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: SA_{VT36} = 0$$

$$H_1: SA_{VT36} \neq 0$$

SAvT₃₆: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin uzun dönem getirilerinin ortalamasıdır. (Aşırı Getiri Ay 36)

Hipotez 2'in test edilmesi için Wilcoxon Signed Rank Test %95 güven aralığında ve Shapiro-Wilk testleri uygulanmış ve test sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 26

Hipotez 2 Wilcoxon Signed Rank Test

sign	obs	sum ranks	expected
positive	105	16407	2 7307.5
negative	225	33208	2 7307.5
zero	0	0	0
all	330	54615	54615
unadjusted variance		3008376.25	
adjustment for ties		0.00	
adjustment for zeros		0.00	
adjusted variance		3008376.25	

H₀ : Agetiriy36 = 0

z = -6.285

Prob > |z| = 0.0000

Tablo 27

Hipotez 2 Shapiro-Wilk Testi

Shapiro-Wilk W test for Normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
Agetir36ay~p	330	0.56797	100.172	10.863	0.00000

Her iki teste göre de H₀ hipotezinin reddedildiği ve inceleme kümesinde yer alan şirketlerin aşırı getirilerinin ortalamasının sıfırdan farklı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, inceleme döneminde Borsa İstanbul'da uzun dönemde istatistiksel olarak aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğunu göstermektedir.

Diğer bir deyişle, araştırmada elde edilen sonuçlar, uluslararası ampirik literatüre paralel biçimde, ilk halka arzlarda uzun dönemde (36 ay) aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu ve aşırı getirinin işaretinin negatif olması dolayısıyla da uzun dönemde düşük performans olgusunun Türkiye'de de geçerli olduğuna kanıt sunmaktadır.

3.2.3. İlk Halka Arzlarda Dönemsel Ayrım Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi 1993-2004 ve 2005-2020 alt dönemlerine ayrılarak ayrı ayrı kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiş ve sonuçlar ham getiri ve aşırı getiri için Tablo 28 ve 29’da verilmiştir. Söz konusu tablolara ilişkin şirket bazında yıllar itibariyle veriler ise Ek 3-A ve B’dedir.

Tablo 28

Dönemsel Ayrım Ham Getiri Kısa ve Uzun Dönem Performans

Al ve Tut Getirileri						
Dönemsel Ayrım		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri
2005-2020	Minimum	-17,29%	-39,33%	-75,10%	-80,00%	-93,98%
	Maksimum	21,82%	191,32%	1019,74%	664,71%	600,50%
	Medyan	3,49%	1,95%	-6,91%	-7,44%	-13,58%
	St. Sapma	0,0919	0,3754	1,1110	0,9101	1,1790
	Varyans	0,0084	0,1409	1,2344	0,8283	1,3900
	T-test	0,0000	0,0000	0,0744	0,9092	0,7019
	Ortalama	5,76%	13,89%	24,47%	12,42%	25,14%
	Örnekleme	173	173	166	158	156
1993-2004	Minimum	-18,26%	-67,74%	-86,95%	-85,76%	-86,86%
	Maksimum	25,00%	558,33%	1133,68%	1868,56%	5305,46%
	Medyan	8,11%	3,21%	14,67%	59,99%	115,81%
	St. Sapma	0,1118	0,7596	1,7131	3,0240	6,9577
	Varyans	0,0125	0,5770	2,9346	9,1446	48,4096
	T-test	0,0000	0,0011	0,6852	0,2572	0,0868
	Ortalama	7,57%	25,43%	70,02%	162,56%	318,08%
	Örnekleme	174	174	174	174	174
1993-2020	Minimum	-18,26%	-67,74%	-86,95%	-85,76%	-93,98%
	Maksimum	25,00%	558,33%	1133,68%	1868,56%	5305,46%
	Medyan	5,26%	2,25%	2,96%	14,07%	26,67%
	St. Sapma	0,1026	0,6016	1,4664	2,3920	5,3014
	Varyans	0,0105	0,3619	2,1504	5,7216	28,1045
	T-test	0,0000	0,0000	0,2269	0,3028	0,1301
	Ortalama	6,66%	19,68%	47,78%	90,84%	178,51%
	Örnekleme	347	347	340	333	332

1993-2004 ve 2005-2020 alt dönemlerinde ham getirilerin ortalamaları incelendiğinde her iki alt dönemde de ham getirilerin pozitif işaretli olduğunu görmekteyiz. 1993-2004 döneminde ilk halka arzların ilk gün getiri ortalaması %7,57 olurken, aynı getiri 2005-2020 döneminde %5,76 olmuştur. 1993-2020 ilk halka arzlarında 36. ay ham getirisi %318,08 iken, 2005-2020 döneminde 36. ay ham getirisi %25,14 olmuştur. Hem kısa ve hem uzun dönemde getiriler pozitifdir. Bu durum 1993-2020 toplam inceleme dönemine de yansımış ilk gün ortalama ham getiri %6,66 olurken, 36. ay ham getiri %178,51 olmuştur. 1993-2004 alt döneminde tüm medyan değerlerinin

pozitif olduğunu görüyoruz. Oysa 2005-2020 döneminde kısa dönem ham getiri medyan değerleri pozitifken, uzun dönemde tüm medyan değerleri negatiftir.

Aynı alt dönemler ve toplam dönem için aşırı getirilere bakıldığında aşağıdaki tablo karşımıza çıkmaktadır.:

Tablo 29

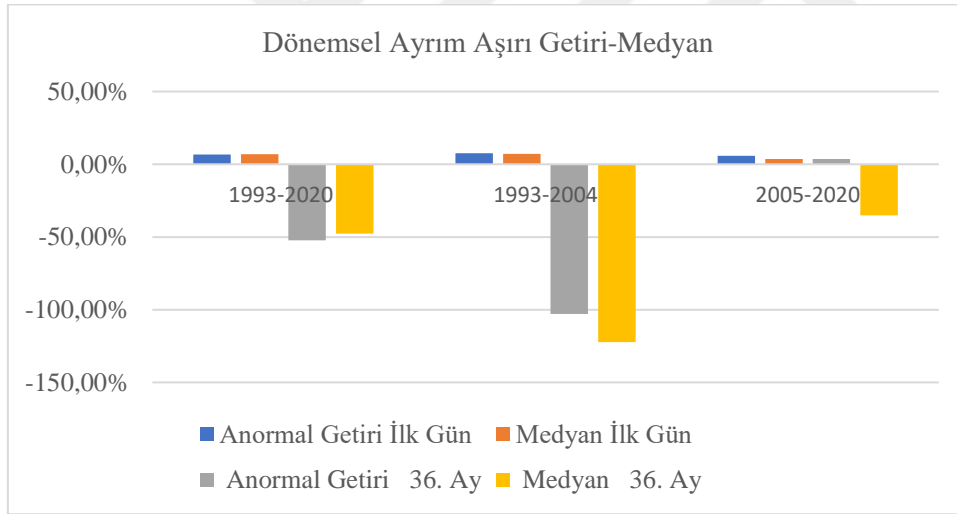
Dönemsel Ayrım Aşırı Getiri Kısa ve Uzun Dönem Performans

Al ve Tut Getirileri		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Dönemsel Veri		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
2005-2020	Minimum	-17,49%	-42,17%	-100,54%	-103,92%	-151,69%
	Maksimum	31,55%	201,72%	994,89%	672,09%	564,57%
	Medyan	3,59%	3,03%	-10,42%	-18,63%	-35,23%
	St. Sapma	0,0932	0,3694	1,1116	0,9155	1,1708
	Varyans	0,0087	0,1365	1,2356	0,8381	1,3708
	Ttest	0,0000	0,0000	0,4192	0,0585	0,0642
	Ortalama	5,83%	14,20%	15,80%	-0,94%	3,64%
	Örnekleme	173	173	166	158	156
1993-2004	Minimum	-18,90%	-108,34%	-226,85%	-540,36%	-1079,62%
	Maksimum	31,69%	523,85%	997,90%	1489,97%	4622,64%
	Medyan	7,18%	-1,35%	-20,11%	-59,24%	-122,26%
	St. Sapma	0,1131	0,7080	1,4684	2,6410	6,4554
	Varyans	0,0128	0,5013	2,1562	6,9751	41,6717
	Ttest	0,0000	0,0126	0,0000	0,0000	0,0000
	Ortalama	7,65%	19,70%	6,02%	-29,82%	-103,04%
	Örnekleme	174	174	174	174	174
1993-2020	Minimum	-18,90%	-108,34%	-226,85%	-540,36%	-1079,62%
	Maksimum	31,69%	523,85%	997,90%	1489,97%	4622,64%
	Medyan	5,19%	1,86%	-16,38%	-28,45%	-47,75%
	St. Sapma	0,1039	0,5650	1,3054	2,0129	4,7651
	Varyans	0,0108	0,3192	1,7041	4,0518	22,7065
	Ttest	0,0000	0,0000	0,0014	0,0000	0,0000
	Ortalama	6,74%	16,96%	10,79%	-16,03%	-52,30%
	Örnekleme	347	347	340	333	332

1993-2004 dönemi ortalama ilk gün aşırı getirinin %7,65 ile pozitif olduğu, aynı şekilde 1 aylık aşırı getirinin de %19,7 ile pozitif olduğu görülmektedir. 12. ayda pozitif aşırı getiri %6,02 ile devam ederken, 24. ayda aşırı getiri negatif -29,82 olmuştur. Aynı şekilde 36. ayda aşırı getiri negatif -%103,04 olmaktadır. 1993-2004 döneminde incelemeye tabi olan ilk halka arz şirket sayısı 174'tür. İlk gün aşırı getiri bu dönemde 1993-2020 döneminden daha yüksektir. Paralel olarak ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun 1993-2004 dönemi halka arzları için de geçerli olduğunu söylemek mümkündür. Aynı şekilde bu dönemde de 36. ayda getiriler negatife dönmektedir. 1993-2004 döneminde incelemeye tabi olan ilk halka arz şirket sayısı kısa dönem için 173, 36 aylık için ise 156'dır.

2005-2020 dönemi ilk gün dönemi ilk gün aşırı getiriler ve 1,12, 24, 36 aylık satın al ve tut aşırı getirileri incelendiğinde ise: Ortalama ilk gün aşırı getirinin %5,83 ile pozitif olduğu, aynı şekilde 1 aylık aşırı getirinin de %14,2 ile pozitif olduğu görülmektedir. 12., ve 36. aylarda pozitif aşırı getiri devam etmiştir. Aşırı getiriler sırasıyla %15,8, ve %3,64'tür. 24. ayda ise çok küçük bir negatif getiri vardır. (-%0,94) 1993-2020 ve 1993-2004 dönemlerine ters olarak bu dönemde 36. ayda da pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. 2005-2020 inceleme dönemi için kısa dönemde ilk halka arzlarda endeks getirisinin üstünde getiri elde etmek mümkündür. Ancak bu dönemde elde edilen pozitif getiri diğer iki dönemin altında ve %5,83 seviyesindedir. Buna karşın 2005-2020 döneminde yapılan halka arzlarda uzun dönemde de endeksin üzerinde pozitif getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmıştır.

1993-2020 tüm ve 1993-2004 ile 2005-2020 alt dönemlerinde ilk gün aşırı getiri ve medyan değerleri ile uzun dönem 36 ay ortalama aşırı getiri ve medyan değerleri grafik 5'te gösterilmiştir.



Grafik 5. Dönemsel Ayrım Aşırı Getiri ve Medyan

Grafığın incelenmesi ile kısa dönem ortalama aşırı getiri ve medyan değerlerinin tüm dönemler için pozitif olduğunu, yani kısa dönemde düşük fiyatlamanın geçerli olduğunu görüyoruz. Uzun dönemde ise 1993-2020 ve 1993-2004 dönemlerinde tüm aşırı getiri ve medyan değerleri negatif katsayı alırken, 2005-2020 döneminde aşırı getiri küçük bir pozitif, medyan ise yine negatif katsayı almıştır.

3 numaralı hipotezimiz, 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur, hipotezi için, Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış

olup, p değeri 0.4857 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilmiştir. (Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistikî Sonuçları. Hipotez No:3)

Bu sonuç, her iki inceleme alt döneminde gerçekleşen ilk halka arzlardan kısa dönemde elde edilen aşırı getirilerin medyanlarının eşit olduğunun kabul edilmesi gerektiğini göstermektedir.

3.2.4. İlk Halka Arzlarda Sektörel Ayrım Sonrası Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

Araştırma dönemi 1993-2004 ile 2005-2020 ve 1993-2020 dönemi olmak üzere üç ayrı döneme ayrılmış, her dönem için ilk halka arzların, sektörel ayrıma göre, kısa ve uzun dönem fiyat performansları incelenmiştir. Belirlenen sektörler, Sanayi Sektörü, Hizmet Sektörü, Mali Sektör ve Teknoloji Sektörüdür.

3.2.4.1. Sanayi Sektörü: 1993-2020, 1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerine ilişkin temel performans göstergeleri Tablo 30, şirket bazında yıllık veriler ise Ek 5'te verilmiştir.

Tablo 30

Sanayi Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performansı

		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Sanayi Sektörü		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
1993 -2004	Minimum	-18,05%	-33,09%	-186,30%	-540,36%	-1079,62%
	Maksimum	30,42%	411,80%	997,90%	1489,97%	1906,99%
	Medyan	6,58%	3,93%	-11,87%	-91,67%	-174,94%
	Standart Sapma	0,1057	0,7106	1,5301	3,2803	5,1939
	Varyans	0,0112	0,5050	2,3413	10,7605	26,9761
	Ttest	0,0000	0,0050	0,0184	0,0000	0,0000
	Ortalama	7,80%	28,51%	16,01%	-20,19%	-158,45%
	Örnekleme	72	72	72	72	72
2005 -2020	Minimum	-17,49%	-29,51%	-71,76%	-122,84%	-119,44%
	Maksimum	22,59%	161,41%	344,24%	679,52%	570,22%
	Medyan	1,75%	4,88%	-1,92%	-15,24%	-22,75%
	Standart Sapma	0,083	0,359	0,920	1,256	1,258
	Varyans	0,007	0,129	0,847	1,578	1,582
	Ttest	0,002	0,011	0,134	0,646	0,763
	Ortalama	3,66%	11,78%	27,62%	15,85%	13,75%
	Örnekleme	58	58	55	51	50
1993 -2020	Minimum	-17,49%	-46,44%	-186,30%	-256,93%	-976,18%
	Maksimum	30,42%	411,80%	997,90%	1732,78%	2239,02%
	Medyan	4,09%	1,67%	-5,45%	9,11%	-51,66%
	Standart Sapma	0,100	0,576	1,335	2,619	4,218
	Varyans	0,010	0,332	1,782	6,860	17,793
	Ttest	0,000	0,002	0,252	0,188	0,000
	Ortalama	5,66%	17,75%	23,94%	72,21%	-79,69%
	Örnekleme	130	130	127	123	122

Sanayi Sektörü 1993-2004:1993-2004 araştırma alt döneminde sanayi sektörüne giren şirket sayısı 72'dir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,8, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %28,51 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %16,01, 24 ay için -%20,19 negatif getiri söz konusu iken 36 ay için getiri negatif -%158,45 olmuştur. 36 ay için medyan değeri de negatif -%174,94'tir.

Sanayi Sektörü 2005-2020 : 2005-2020 araştırma alt döneminde sanayi sektörüne giren şirket sayısı 58'dir. Bu sayı 36 aylık veriler için 50'ye düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %3,66, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %11,78 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %27,62, 24 ay için %15,85 ve 36 ay için %13,75 pozitif getiri söz konusudur. Kısa dönem için medyan değerleri pozitifken, 12 ay ve daha uzun dönemler için medyan değerleri sırasıyla -%1,92, -%15,24 ve -%22,75 değerlerini almıştır.

Sanayi Sektörü 1993-2020 : 1993-2020 araştırma döneminde sanayi sektörüne giren toplam şirket sayısı 130'dur. Bu sayı 36 aylık veriler için 122'ye düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %5,66, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %17,75 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı sanayi sektörü için pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %23,94, 24 ay için %72,21 pozitif getiri söz konusu iken ve 36 ay için negatif -%79,69 getiri vardır. Kısa dönem için medyan değerleri pozitifken, 12 ay ve daha uzun dönemler için medyan değerleri sırasıyla -%5,45, %9,11 ve -%51,66 değerlerini almıştır.

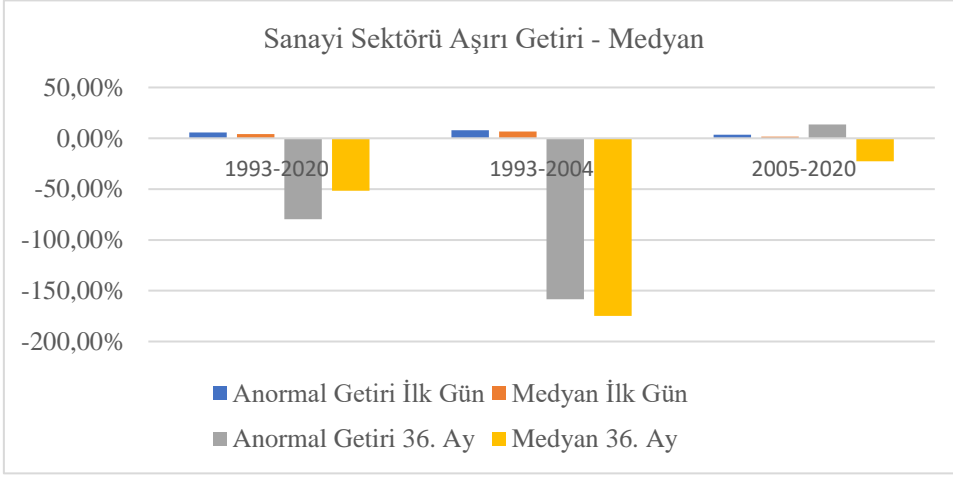
Kruskal-Wallis (%95 güven aralığında) testlerine göre inceleme dönemi sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanları istatistiki olarak tüm sektörlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarından farklı değildir. Aynı şekilde uzun dönem aşırı getirilerin medyanları da istatistiki olarak uzun dönem sanayi sektörü aşırı getirilerin medyanından farklı değildir. (Tablo 31)

Tablo 31

Kruskal-Wallis Sanayi Sektörü Kısa - Uzun Dönem

kwallis Agetiriguntop, by(Sanilktop)	kwallis Agetir36aytop, by(San36top)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test chi-squared with ties = 121.000 with 121 d.f. probability = 0.4829	Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test chi-squared with ties = 129.000 with 129 d.f. probability = 0.4834

Sanayi sektörü için tüm alt dönemlerde kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerlerini gösteren grafik 6 şöyledir.



Grafik 6. Sanayi Sektörü Aşırı Getiri ve Medyan

Sanayi sektörü ilk gün aşırı getiri ve medyan değerleri tüm alt dönemler için pozitifdir. Uzun dönem 36 ay aşırı getiri ve medyan değerlerine baktığımızda ise 2005-2020 dönemi ortalama aşırı getiri hariç tüm değerlerin negatif olduğu görülmektedir.

4 numaralı hipotez tezi sonucunda, 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı görülmüştür. (Ek: 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No:4)

3.2.4.2. Hizmet Sektörü: 1993-2020, 1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerine ilişkin temel performans göstergeleri Tablo 32, şirket bazında yıllık veriler ise Ek 6'te verilmiştir.

Tablo 32

Hizmet Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performans

Al ve Tut Getirileri		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Hizmet Sektörü		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
2005 - 2020	Minimum	-9,20%	-20,47%	-100,54%	-103,92%	-151,69%
	Maksimum	31,55%	152,17%	299,87%	287,09%	343,76%
	Medyan	6,20%	6,39%	-20,37%	-18,85%	-41,54%
	St. Sapma	9,68%	37,44%	80,94%	67,57%	111,78%
	Varyans	0,0094	0,1402	0,6551	0,4566	1,2494
	Ttest	0,0000	0,0015	0,0656	0,0090	0,0424
	Ortalama	7,09%	18,06%	1,85%	-11,07%	-10,47%
	Örnekleme	50	50	47	45	45
1993 - 2004	Minimum	-18,90%	-61,13%	-226,85%	-360,51%	-1040,8%
	Maksimum	31,69%	523,85%	417,92%	808,26%	4622,64%
	Medyan	4,82%	4,08%	-21,18%	-91,81%	-141,28%
	St. Sapma	0,1447	0,9858	1,3089	2,0864	11,5991
	Varyans	0,0210	0,9718	1,7132	4,3530	134,5390
	Ttest	0,0131	0,2022	0,0028	0,0000	0,0484
	Ortalama	6,21%	26,43%	-16,10%	-68,07%	-9,90%
	Örnekleme	35	35	35	35	35
1993 - 2020	Minimum	-18,90%	-61,13%	-226,85%	-360,51%	-1040,8%
	Maksimum	31,69%	523,85%	417,92%	808,26%	4622,64%
	Medyan	5,94%	5,71%	-20,37%	-26,59%	-53,69%
	St. Sapma	0,1182	0,6905	1,0420	1,4862	7,6550
	Varyans	0,0140	0,4768	1,0857	2,2087	58,5987
	Ttest	0,0000	0,0111	0,0035	0,0000	0,0298
	Ortalama	6,73%	21,51%	-5,82%	-36,01%	-10,22%
	Örnekleme	85	85	82	80	80

Hizmet Sektörü 1993-2004 : 1993-2004 araştırma alt döneminde hizmet sektörüne giren şirket sayısı 35'tir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,21, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %26,43 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%16,1, 24 ay için -%68,07 getiri ve 36 ay için getiri -%9,9 olmuştur. 36 ay için medyan değeri de - %141,28'tir. Uzun dönem medyan değerlerinin tamamı negatif katsayı almıştır.

Hizmet Sektörü 2005-2020 : 2005-2020 araştırma alt döneminde hizmet sektörüne giren şirket sayısı 50'dir. Bu sayı 36 aylık veriler için 45'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,09, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %18,06 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%20,37, 24 ay için -%11,07 ve 36 ay için yine -%10,47 getiri söz konusudur. Hizmet sektörü için 1993-2004 dönemi ile özdeş sonuçlara ulaşılmıştır. Aynı dönemde sanayi sektöründeki hisse senetlerinin ilk gün getirileri ile hizmet sektörünü karşılaştırmak için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

1993-2004 ve 2005-2020 inceleme alt dönemlerinde uzun dönemde elde edilen aşırı getirinin medyanlarının hizmet ve sanayi sektörleri için farklılaşıp farklılaşmadığına ilişkin Kruskal-Wallis test sonuçları şöyledir. (Tablo 33)

Tablo 33.

Kruskal-Wallis Uzun Dönem Hizmet ve Sanayi Sektörleri

kwallis Hiz3693, by(San36Ay93)	kwallis Hiz3605, by(San36Ay05)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test	Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 34.000 with 34 d.f. probability = 0.4677	chi-squared with ties = 42.000 with 42 d.f. probability = 0.4710

Bu sonuçlara göre; 1993-2004 ve 2005-2020 inceleme dönemlerinde hizmet sektörü ve sanayi sektörü için uzun dönem (36 ay) aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak bir fark yoktur. (p=0.4677 ve p=0.4710)

Hizmet Sektörü 1993-2020 : 1993-2020 araştırma alt döneminde hizmet sektörüne giren toplam şirket sayısı 85'tir. Bu sayı 36 aylık veriler için 80'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,73, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %21,51 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı hizmet sektörü için pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%5,82, 24 ay için -%36,01 getiri ve 36 ay için -%10,22 getiri vardır. Kısa dönem için medyan değerleri pozitifken, 12 ay ve daha uzun dönemler için medyan değerleri sırasıyla -%20,37, -%26,59 ve -%53,69 değerlerini almıştır. Hizmet sektörü için 1993-2020 inceleme döneminde ilk gün için düşük fiyatlama ve uzun dönemde de düşük performans olgusu geçerlidir.

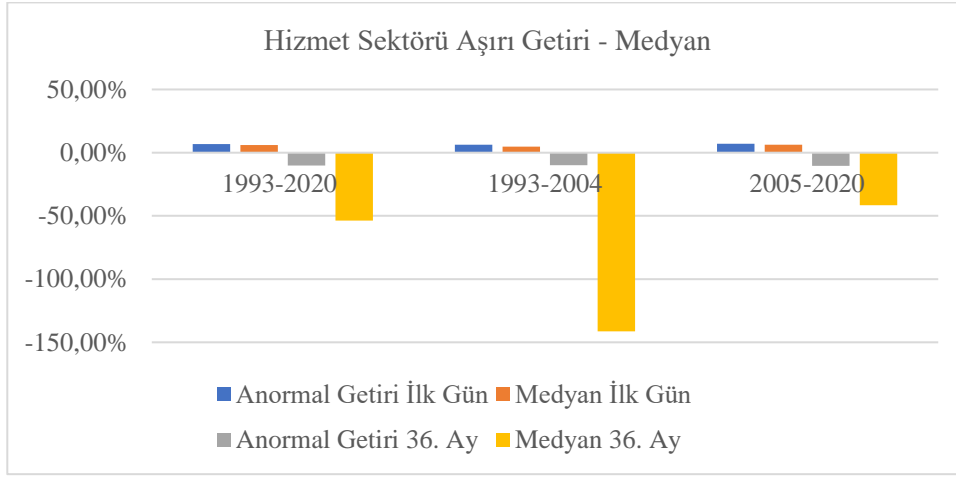
Kruskal-Wallis (%95 güven aralığında) testlerine göre inceleme dönemi hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanları istatistiki olarak tüm sektörlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarından farklı değildir. (p=0.4795) (Tablo 34) Aynı şekilde uzun dönem aşırı getirilerin medyanları da istatistiki olarak uzun dönem hizmet sektörü aşırı getirilerin medyanından farklı değildir.(p=0.4786)

Tablo 34

Kruskal-Wallis İlk Gün Hizmet-Tüm

kwallis Hiz36top, by(Agetir36aytop)	kwallis Hizilkguntop, by(Agetiriguntop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test	Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 77.000 with 77 d.f. probability = 0.4786	chi-squared with ties = 84.000 with 84 d.f. probability = 0.4795

Hizmet sektörü için tüm alt dönemlerde kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerleri grafik 7'de gösterilmiştir.



Grafik 7. Hizmet Sektörü Aşırı Getiri ve Medyan

Hizmet sektöründe tüm alt dönemler için kısa vade aşırı getiri ve medyan değerleri pozitifken, uzun dönem tüm aşırı getiri ve medyan değerleri negatiftir. Yani kısa dönemde düşük fiyatlama uzun dönemde ise kötü performans vardır.

3.2.4.3. Mali Sektör: 1993-2020, 1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerine ilişkin temel performans göstergeleri Tablo 35, şirket bazında yıllık veriler ise Ek 7'de verilmiştir.

Tablo 35

Mali Sektör Kısa ve Uzun Dönemli Performans

Al ve Tut Getirileri		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Mali Sektör		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
2005 - 2020	Minimum	-12,81%	-24,70%	-90,21%	-90,25%	-112,59%
	Maksimum	25,70%	103,65%	440,54%	385,26%	445,75%
	Medyan	2,82%	-0,61%	-12,60%	-13,98%	-22,66%
	St. Sapma	0,094	0,220	0,717	0,820	1,004
	Varyans	0,009	0,048	0,514	0,672	1,008
	Ttest	0,000	0,066	0,642	0,436	0,154
	Ortalama	6,23%	5,59%	2,03%	2,26%	1,53%
	Örnekleme	57	57	57	57	57
1993 - 2004	Minimum	-10,69%	-108,34%	-221,13%	-380,97%	-735,28%
	Maksimum	29,73%	141,89%	793,21%	797,71%	1440,47%
	Medyan	8,77%	-6,38%	-29,49%	-56,42%	-115,74%
	Standart Sapma	0,102	0,482	1,552	2,186	3,327
	Varyans	0,010	0,232	2,407	4,781	11,070
	Ttest	0,000	0,496	0,021	0,000	0,000
	Ortalama	7,94%	5,75%	11,25%	-19,98%	-95,49%
	Örnekleme	61	61	61	61	61

(Devam ediyor)

(Tablo 35 devamı)

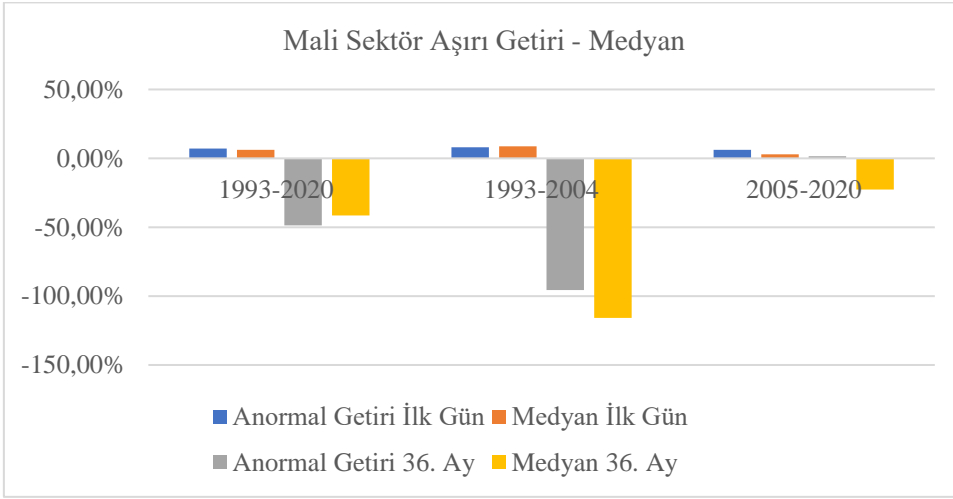
Al ve Tut Getirileri		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Mali Sektör		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
1993 - 2020	Minimum	-12,81%	-108,34%	-221,13%	-380,97%	-735,28%
	Maksimum	29,73%	141,89%	793,21%	797,71%	1440,47%
	Medyan	6,24%	-3,35%	-17,61%	-25,64%	-41,50%
	St. Sapma	0,098	0,377	1,218	1,669	2,529
	Varyans	0,010	0,142	1,483	2,786	6,397
	Ttest	0,000	0,920	0,021	0,000	0,000
	Ortalama	7,11%	5,68%	6,79%	-9,24%	-48,63%
	Örnekleme	118	118	118	118	118

Mali Sektör 1993-2004 : 1993-2004 araştırma alt döneminde mali sektöre giren şirket sayısı 61'dir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,94, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %5,75 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %11,25, 24 ay için ise -%19,98 negatif getiri söz konusu iken 36 ay için getiri -%95,49 olmuştur. 36 ay için medyan değeri de negatif %115,74'tir.

Mali Sektör 2005-2020 : 2005-2020 araştırma alt döneminde mali sektöre giren şirket sayısı 57'dir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,23, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %5,59 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %2,03, 24 ay için %2,26 ve 36 ay için %1,53 pozitif getiri söz konusudur. İlk gün için medyan değeri pozitif %2,82 iken, 36 ay için medyan -%22,66'dır.

Mali Sektör 1993-2020 : 1993-2020 araştırma alt döneminde mali sektöre giren toplam şirket sayısı 118'tir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,11, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %5,68 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı mali sektör için pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %6,79, 24 ay için -%9,24 negatif getiri söz konusu iken ve 36 ay için -%48,63 getiri vardır. Kısa dönem ilk gün için medyan değeri pozitifken, 12 ay ve daha uzun dönemler için medyan değerleri sırasıyla -%17,61, -%25,64 ve -%41,5 değerlerini almıştır.

Mali sektör tüm alt dönemler için ortalama aşırı getiri ve medyan değerleri grafik 8'de gösterilmiştir.



Grafik 8. Mali Sektör Aşırı Getiri ve Medyan

Kısa dönem ilk gün aşırı getiri ve medyan tüm dönemler için pozitifdir. Uzun dönem 36 ay aşırı getiri 2005-2020 dönemi için küçük bir pozitifken diğer ortalama aşırı getiriler ve medyanlar negatif katsayı almıştır.

Kruskal-Wallis (%95 güven aralığında) testlerine göre inceleme dönemi mali sektör hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanları istatistiki olarak tüm sektörlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarından farklı değildir. ($p=0.4826$) Aynı şekilde uzun dönem aşırı getirilerin medyanları da istatistiki olarak uzun dönem mali sektörü aşırı getirilerin medyanından farklı değildir. ($p=0.4832$) (Tablo 36)

Tablo 36

Kruskal-Wallis Mali Sektör – Tüm 1993-2020

kwallis Malilktop, by(Agetiriguntop) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test	kwallis Mal36top, by(Agetir36aytop) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 117.000 with 117 d.f. probability = 0.4826	chi-squared with ties = 125.000 with 125 d.f. probability = 0.4832

3.2.4.4. Teknoloji Sektörü: 1993-2020, 1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerine ilişkin temel performans göstergeleri Tablo 37, şirket bazında yıllık veriler ise Ek 8’de verilmiştir.

Tablo 37

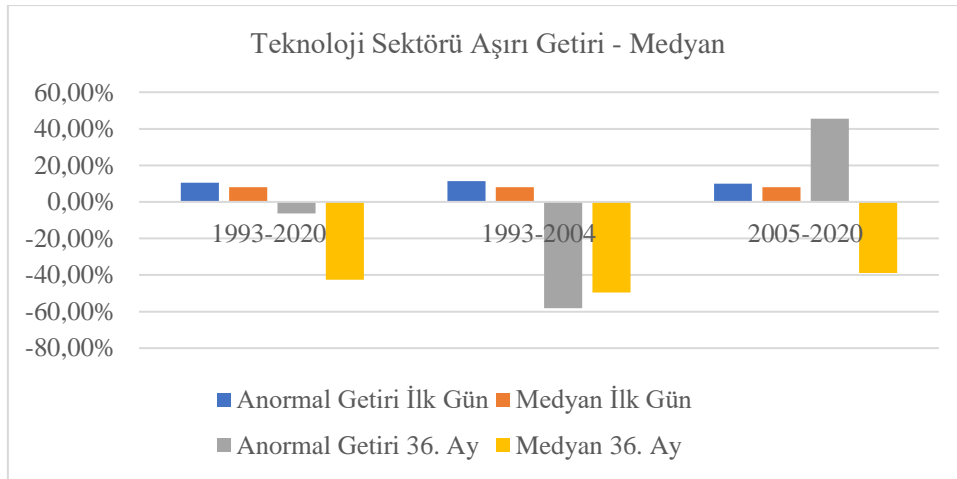
Teknoloji Sektörü Kısa ve Uzun Dönemli Performans

Al ve Tut Getirileri		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	
Teknoloji Sektörü		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	
2005 - 2020	Minimum	-1,38%	-6,84%	-54,56%	-84,75%	-56,38%	
	Maximum	20,23%	201,72%	994,89%	68,77%	475,01%	
	Medyan	8,05%	36,35%	-14,24%	-41,14%	-38,87%	
	Std Sapma	0,082	0,730	3,844	0,542	2,108	
	Varyans	0,007	0,533	14,773	0,293	4,443	
	Ttest	0,008	0,057	0,464	0,295	0,663	
	Ortalama	9,89%	59,46%	124,28%	-22,97%	45,58%	
	Örneklem	8	8	7	6	6	
	1993 - 2004	Minimum	-0,96%	-24,41%	-77,75%	-94,17%	-137,27%
		Maximum	26,51%	142,35%	0,94%	65,07%	13,63%
Medyan		8,04%	-4,30%	-36,21%	-31,56%	-49,53%	
St. Sapma		0,1126	0,6330	0,2587	0,5360	0,5177	
Varyans		0,0127	0,4007	0,0669	0,2873	0,2680	
Ttest		0,0374	0,3417	0,2516	0,6362	0,0799	
Ortalama		11,44%	16,43%	-38,08%	-22,50%	-58,21%	
Örneklem		6	6	6	6	6	
1993 - 2020		Minimum	-1,38%	-24,41%	-77,75%	-94,17%	-137,27%
		Maximum	26,51%	201,72%	994,89%	68,77%	475,01%
	Medyan	8,05%	11,38%	-29,00%	-39,10%	-42,66%	
	St. Sapma	0,093	0,700	2,850	0,514	1,560	
	Varyans	0,009	0,490	8,124	0,264	2,435	
	Ttest	0,000	0,032	0,535	0,269	0,713	
	Ortalama	10,55%	41,02%	49,35%	-22,73%	-6,31%	
	Örneklem	14	14	13	12	12	

1993-2004 araştırma alt döneminde teknoloji sektörüne giren şirket sayısı 6'dır. İlk gün aşırı getiri ortalama %11,44, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %16,43 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%38,08, 24 ay için -%27,5, 36 ay için getiri -%58,21 getiri söz konusu olmuştur. 36 ay için medyan değeri de -%42,66'dır.

2005-2020 araştırma alt döneminde teknoloji sektörüne giren şirket sayısı 8'dir. İlk gün aşırı getiri ortalama %9,89, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %59,46 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %124,28, 24 ay için -%22,97 ve 36 ay için %45,58 pozitif getiri söz konusudur. Kısa dönem için medyan değerleri pozitif iken uzun dönem için tüm medyan değerleri negatiftir. 36 ay için medyan -%38,87'dir.

1993-2020 araştırma alt döneminde teknoloji sektörüne giren toplam şirket sayısı 14'tür. İlk gün aşırı getiri ortalama %10,55, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %41,02 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı teknoloji sektörü için pozitiftir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %49,35, 24 ay için -%27,73 getiri söz konusu iken ve 36 ay için -%6,31 getiri vardır. Kısa dönem ilk gün için medyan değeri pozitifken, uzun dönem için tüm medyan değerleri negatiftir. Örneğin 36 ay için medyan değeri -42,66'dır. Teknoloji sektöründe tüm alt dönemler için kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyanların grafiksel ifadesi grafik 9'da verilmiştir.



Grafik 9. Teknoloji Sektörü Aşırı Getiri ve Medyan

İlk gün aşırı getiriler ve medyanalar tüm dönemler için pozitiftir. Uzun dönemde ortalama getiri 2005-2020 döneminde pozitif diğer dönemler negatiftir. Uzun dönem medyan değerleri tüm dönemler için negatiftir.

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 14 şirketin, 1993-2004 ve 2005-2020 alt dönemleri de dahil tüm kısa ve uzun dönem verileri Shapiro-Wilk normalite testine tabi tutulmuştur. Test sonuçları Tablo 38'de verilmiştir.

Tablo 38

Shapiro Wilk 1993-2020 Teknoloji Sektörü

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
Tekgunltop	14	0.92905	1.313	0.536	0.29589
Tekgunl05	8	0.91926	1.125	0.192	0.42389
Tekgunl93	6	0.89744	1.270	0.361	0.35902
Tek36top	12	0.55180	7.489	3.923	0.00004
Tek3693	6	0.98022	0.245	-1.671	0.95262
Tek3605	6	0.55464	5.516	3.662	0.00013

Test sonuçları incelendiğinde 1993-2020 uzun dönem (36 ay) ve 2005-2020 uzun dönem (36 ay) verileri hariç diğer dönemlerde (Prob) P değeri 0,05'ten büyük çıktığı için dağılımın normal olduğunu kabul etmemiz gerektiğini görmekteyiz. Gerek ilk gün aşırı getirilerin ortalamaları ve gerekse 1993-2004 uzun dönem 36 ay, 1993-2020 uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin ortalamaları istatistiki olarak anlamlıdır.

3.2.4.5. Sektörel Hipotez Test Sonuçları. 1993-2004, 2005-2020 ve 1993-2020 dönemleri sektörel ayrımları doğrultusunda oluşturulan 4-5-6-7-8 ve 9 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları özet tablosu Tablo 39'dur. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 4-5-6-7-8 ve 9.

Tablo 39

Sektörel Kısa ve Uzun Dönem Hipotezler – Test Sonuçları

Hipotez No	HO	H1	Anlamlılık Düzeyi	Kruskal Wallis Test	Sonuç
4	1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerinde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2004 ve 2005-2020 dönemlerinde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının medyanlarının en az birisi farklıdır.	95%	0.4751	HO hipotezi kabul. 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark yoktur.
5	1993-2004 ve 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2004 ve 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanlarının en az birisi farklıdır.	95%	0.4731	HO hipotezi kabul. 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin sanayi sektöründeki hisse senetleri için uzun dönem (36 ay) aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı söylenebilecektir.
6	1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarından en az birisi farklıdır.	95%	0.4677	H0 hipotezi reddedilmez ve 1993-2004 inceleme döneminde hizmet sektörü ile aynı dönemdeki sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı görülmektedir.

(Devam ediyor)

(Tablo 39 devamı)

7	2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının en az birisi farklıdır.	95%	0.4731	H0 hipotezi reddedilmez, 2005-2020 inceleme döneminde hizmet sektörü ile aynı dönemdeki sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark yoktur.
8	1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanlarından en az birisi farklıdır.	95%	0.4757	H0 hipotezi kabul. 1993-2004 inceleme döneminde mali sektör ile diğer sektörlerin kısa ve uzun dönem aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak bir fark yoktur.
9	2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanlarından en az birisi farklıdır.	95%	0.4749	H0 hipotezi reddedilmez. 2005-2020 inceleme döneminde mali sektör ile diğer sektörlerin kısa ve uzun dönem aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak bir fark yoktur.

3.2.4.6. Dönemsel - Sektörel Toplu Değerlendirme:

1993-2020 inceleme döneminde oluşturduğumuz iki alt dönem ve 4 ayrı sektöre ilişkin kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerleri tablosu, Tablo 40'tır.

Tablo 40

Dönemsel ve Sektörel Ayrım Aşırı Getiri/Medyan Tablosu

		Kısa Dönem		Uzun Dönem	
		Aşırı Getiri İlk Gün	Medyan İlk Gün	Aşırı Getiri 36. Ay	Medyan 36. Ay
	Tüm Veri				
1993-2020		6,74%	6,84%	-52,30%	-47,75%
1993-2004		7,65%	7,18%	-103,0%	-122,2%
2005-2020		5,83%	3,59%	3,64%	-35,23%
	Sanayi Sektörü				
1993-2020		5,66%	4,09%	-79,69%	-51,66%
1993-2004		7,80%	6,58%	-158,45%	-174,9%
2005-2020		3,66%	1,75%	13,75%	-22,75%
	Hizmet Sektörü				
1993-2020		6,73%	5,94%	-10,22%	-53,69%
1993-2004		6,21%	4,82%	-9,90%	-141,2%
2005-2020		7,09%	6,20%	-10,47%	-41,54%
	Mali Sektör				
1993-2020		7,11%	6,24%	-48,63%	-41,50%
1993-2004		7,94%	8,77%	-95,49%	-115,7%
2005-2020		6,23%	2,82%	1,53%	-22,66%
	Teknoloji Sektörü				
1993-2020		10,55%	8,05%	-6,31%	-42,66%
1993-2004		11,44%	8,04%	-58,21%	-49,53%
2005-2020		9,89%	8,05%	45,58%	-38,87%

Tüm dönemler ve tüm sektörler için ilk gün aşırı getiri ve medyan pozitifdir. İlk gün düşük fiyatlama olgusu farklı boyutlarda olmak üzere tüm sektörlerde ve tüm alt dönemlerde vardır. En yüksek ilk gün aşırı getirisi %11,44 ile teknoloji sektöründe 1993-2004 alt dönemindedir. En düşük ilk gün aşırı getirisi ise sanayi sektöründe 2005-2020 döneminde ve %3,66'dır. İlk gün yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcı için teknoloji sektörü cazip gözükmektedir.

Tüm dönemler ve sektörler için uzun dönem 36. ay aşırı getirinin medyanı negatiftir. Uzun dönemde endeksin getirisinin medyanının altında kalınmıştır. Uzun dönem performansı tüm sektörlerdeki ilk halka arz hisse senetleri için iyi değildir. Uzun dönem ortalama aşırı getiriler üzerinden bakarsak ise 2005-2020 döneminde teknoloji sektörü, sanayi sektörü ve mali sektörde uzun dönemde sırasıyla %45,58, %13,75 ve %1,53 pozitif aşırı getiri görebilmekteyiz.

Uzun dönemde en kötü performansı -%174,94 medyan değeri ile 1993-2004 alt döneminde sanayi sektöründe görüyoruz. 2005-2020 alt döneminde en düşük ilk gün getiriyi sağlayan sanayi sektörü uzun dönem 36. ayda da -%22,75 medyan değeri ile en düşük negatif aşırı getiriye sebep olmuştur. Diğer bir deyişle en etkin fiyatlama 2005-2020 alt döneminde sanayi sektöründe yapılmıştır diyebiliriz.

3.2.5. İlk Halka Arzlarda Halka Arz Büyüklüğüne Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları halka arz büyüklüğüne göre 3 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları Tablo 41’de hesaplanmıştır. Bu gruplar halka arz büyüklüğü 50 milyon US dolar ve üstünde olan büyük halka arzlar, halka arz büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar arasında olan orta büyüklükteki halka arzlar ve halka arz büyüklüğü 9,9 milyon US dolar ve altında olan küçük halka arzlardır. Kısa ve uzun dönemli performans verileri ham ve aşırı getiri için ayrı ayrı hesaplanmış ve tabloya aktarılmıştır. Halka arz büyüklükleri yıllar itibariyle karşılaştırılabilir olması için US dolar cinsinden hesaplamalara dahil edilmiştir.

Tablo 41

Halka Arz Büyüklüğüne Göre Kısa ve Uzun Dönem Performans

Halka Arz Büyüklüğü		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay
9,9 mil. \$ ve Altı		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	8,12%	31,21%	71,88%	128,3%	229,7%	8,11%	27,40%	17,45%	-13,8%	-54,2%
	Örnek Sayısı	191	191	187	182	181	191	191	187	182	181
	Min.	-17,7%	-43,3%	-74,6%	-85,8%	-94,0%	-18,1%	-73,5%	-226,9%	-540,4%	-1041,6%
	Max.	25,0%	558,3%	1134%	1869%	5306%	31,7%	523,9%	997,9%	1490%	4623%
	Medyan	7,9%	7,1%	15,5%	27,9%	46,1%	7,5%	7,3%	-13,6%	-37,9%	-64,7%
	Standart Sapma	0,106	0,723	1,609	2,731	6,196	0,107	0,687	1,471	2,422	5,805
	Varyans	0,011	0,523	2,590	7,461	38,394	0,011	0,472	2,164	5,898	33,701
	t test	0,000	0,000	0,194	0,568	0,314	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000
Halka Arz Büyüklüğü		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay
10 mil. \$-49,9 mil. \$ Arası		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	4,57%	6,09%	31,14%	53,38%	166,7%	4,60%	4,97%	5,39%	33,45%	80,87%
	Örnek Sayısı	98	98	96	94	94	98	98	96	94	94
	Min.	-18,3%	-67,7%	-82,7%	-83,5%	-92,4%	-18,9%	108,3%	164,4%	321,8%	-1080%
	Max.	23,4%	163,6%	865,9%	1285%	2922%	30,4%	142,6%	793,2%	824,5%	1907%
	Medyan	2,7%	-2,5%	-12,2%	0,0%	10,0%	2,9%	-2,9%	-20,5%	-36,4%	48,09%
	Standart Sapma	0,101	0,397	1,420	1,972	4,325	0,103	0,366	1,271	1,579	3,832
	Varyans	0,010	0,157	2,017	3,887	18,705	0,011	0,134	1,615	2,493	14,684
	Ttest	0,000	0,248	0,732	0,163	0,171	0,000	0,337	0,157	0,000	0,000

(Devam ediyor)

(Tablo 41 devamı)

Halka Arz Büyüklüğü		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24 Ay	36. Ay
50 mil. US\$ ve Üstü		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	5,41%	4,67%	-3,23%	32,87%	35,13%	5,88%	2,83%	-1,95%	5,70%	0,77%
	Örnek Sayısı	58	58	57	57	57	58	58	57	57	57
	Min.	-11,6%	-44,4%	-86,9%	-84,5%	-84,5%	-12,8%	-35,3%	103,5%	204,9%	-220,0%
	Max.	23,2%	182,1%	254,6%	476,3%	1035%	25,9%	121,4%	123,9%	408,1%	400,4%
	Medyan	2,6%	-1,1%	-15,8%	-4,5%	-0,2%	3,1%	-3,9%	-13,0%	0,2%	10,69%
	Standart Sapma	0,087	0,295	0,582	1,171	1,649	0,090	0,238	0,446	0,907	1,0368
	Varyans	0,008	0,087	0,338	1,370	2,718	0,008	0,057	0,199	0,823	1,0749
	Ttest	0,000	0,255	0,413	0,385	0,488	0,000	0,384	0,462	0,119	0,0162

3.2.5.1. Halka Arz Büyüklüğü 50 milyon US dolar ve Daha Fazla Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde 50 milyon US dolar ve daha fazla halka arz büyüklüğü olan toplam şirket sayısı 58'dir. Uzun dönem için söz konusu sayı 57'ye düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %5,88, bir aylık ortalama aşırı getiri ise %2,83 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%1,95, 24 ay için %5,7 ve 36 ay için %0,77 getiri vardır. Kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu 50 milyon US dolar ve üstü halka arzlar için söz konusudur. Ancak uzun dönemde sadece endeks seviyesine çok yakın bir getiri vardır.

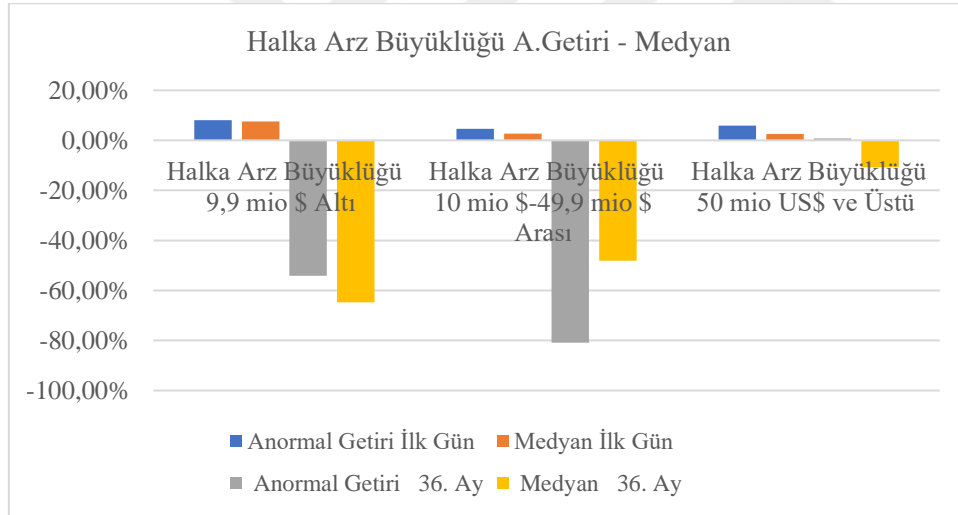
3.2.5.2. Halka Arz Büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar Arasında Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar arasında halka arz büyüklüğü olan toplam şirket sayısı 98'dir. Uzun dönem için söz konusu sayı 94'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %4,6, bir aylık ortalama aşırı getiri ise %4,97 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %5,39, 24 ay için -%33,45 ve 36 ay için -%80,87 getiri vardır. 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirketlerde (orta büyüklük) kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu gözlemlenirken, uzun dönem için düşük performans vardır.

3.2.5.3. Halka Arz Büyüklüğü 9,9 milyon US dolar ve Daha Düşük Olan Şirketler:

1993-2020 araştırma döneminde 9,9 milyon US dolar ve daha düşük halka arz büyüklüğü olan toplam şirket sayısı 191'dir. Uzun dönem için söz konusu sayı 181'ye düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %8,11, bir aylık ortalama aşırı getiri ise %27,4 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %17,45, 24 ay için -%13,84 ve 36 ay için -%54,17 getiri vardır. 9,9 milyon US ve altında halka arz büyüklüğü olan şirketlerde kısa dönem için düşük fiyatlandırma olgusu gözlemlenirken, uzun dönem için yüksek fiyatlandırma olgusu geçerlidir. Kısa dönem ilk gün aşırı getiri oranı %8,11 ile en yüksek grup bu gruptur. Yani ilk halka arzda en yüksek ıskonto küçük tutarlı halka arzlarda gözükmemektedir.

Halka arz büyüklüğüne göre oluşturulan grupların kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerlerini gösteren grafik 10 şöyledir.



Grafik 10. Halka Arz Büyüklüğüne Göre Aşırı Getiri ve Medyan

Grafığe göre kısa dönem tüm aşırı getiri ve medyanlar pozitifdir. Yani, tüm halka arz büyüklüklerinde ilk gün getirisi pozitifdir ve düşük fiyatlandırma olgusu geçerlidir. Uzun dönem değerlerine baktığımızda ise halka arz büyüklüğü 50 milyon us dolar ve üstü olan grupta uzun dönem aşırı getirinin sıfıra yakın olduğunu görüyoruz. Diğer kategorilerde uzun dönem ortalama aşırı getiri ve medyan endeks getirisine göre çok kötü performans göstermiştir.

3.2.5.4. Halka Arz Büyüklüğü Hipotez Test Sonuçları. 1993-2020 dönemi halka arz büyüklüğü farklılıkları doğrultusunda oluşturulan 10-11-12-13-14 ve 15 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları özet tablosu Tablo 42'dir. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 10-11-12-13-14 ve 15'te verilmiştir.

Büyük tutarlı ilk halka arzlarla, tüm ilk halka arzların uzun dönemli karşılaştırması yapıldığında, büyük tutarlı halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin görece olarak daha düşük, uzun dönemli olarak ise hisse performansının görece olarak daha yüksek olması beklenmektedir. Bu beklentiyi test etmeye yönelik yapılan KW testi söz konusu getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığını göstermiştir.

Halka arz büyüklüğü 9,9 milyon us dolar ve altı olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem performansları, halka arz büyüklüğü 50 milyon us dolar ve üstü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem performansından aşırı getiri ortalamaları bakımından farklılık göstermektedir. Büyük tutarlı halka arzlarda uzun dönemli aşırı getiriler endeks performansı çevresinde oluşurken, küçük tutarlı halka arzlarda uzun dönemli aşırı getiri ortalaması -%54,17 olmuştur. Bu çerçevede küçük ve büyük tutarlı halka arzların uzun dönemli performanslarının farklılaşp farklılaşmadığını ölçmek amacıyla hipotez oluşturulmuş ve KW testine tabi tutulmuştur. Test sonucu söz konusu aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığını göstermektedir.

Hipotez 10-11-12-13-14 ve 15 test sonuçları halka arz büyüklüğü ile kısa ve uzun dönem getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığını göstermektedir.

Tablo 42

Halka Arz Büyüklüğü Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	Kruskal Wallis Test	Sonuç
10	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.	95%	0.4751	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 50 milyon dolar ve üstü halka arz tutarı olan büyük halka arzlarla, tüm halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
11	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının en bir medyanı diğerlerinden farklıdır.	95%	0.4746	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 50 milyon dolar ve üstü halka arz tutarı olan büyük halka arzlarla, tüm halka arzların uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
12	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0.4751	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

(Devam ediyor)

(Tablo 42 devamı)

13	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.	95%	0.4746	HO hipotezi reddedilmez. 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında istatistikî olarak farklı değildir.
14	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0.4751	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
15	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.	95%	0.4746	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında istatistikî olarak farklılık olmadığı anlaşılmıştır.

3.2.6. İlk Halka Arzlarda Halka Arzın Yapısına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları halka arz yapısına göre 3 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları

hesaplanmıştır. (Tablo 43) Bu gruplar halka arzı sadece sermaye artırımını yoluyla yapanlar, sadece ortak satışı yoluyla yapanlar ve karma yöntemi seçenlerdir.

Tablo 43

Halka Arzın Yapısına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans

		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. AY
Halka Arz Sadece Sermaye Artırımını Yolu İle		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
(Varsa Ek Satış Dahil)	Ort. Getiri	6,38%	17,08%	6,48%	-23,33%	-98,64%
	Örneklem	177	177	175	173	173
	Minimum	-18,1%	-108,3%	-191,0%	-540,4%	-918,2%
	Maximum	31,7%	411,8%	475,4%	843,2%	564,6%
	Medyan	4,6%	1,7%	-12,2%	-23,3%	-49,0%
	St. Sapma	0,108	0,545	0,944	1,676	2,555
	Varyans	0,012	0,298	0,891	2,808	6,528
	t test	0,000	0,001	0,005	0,000	0,000
Halka Arz Sadece Ortak Satışı Yolu İle						
(Varsa Ek Satış Dahil)	Ort. Getiri	7,1%	18,0%	13,4%	20,0%	67,5%
	Örneklem	90	90	89	89	89
	Minimum	-18,9%	-73,5%	-221,1%	-499,5%	-1041%
	Maximum	26,1%	523,9%	997,9%	1490,0%	4622,6%
	Medyan	6,68%	2,88%	-18,03%	-29,00%	-32,39%
	St. Sapma	0,099	0,695	1,685	2,891	8,124
	Varyans	0,010	0,483	2,841	8,356	65,996
	t test	0,000	0,069	0,012	0,000	0,004
Halka Arz Karma Yöntem İle						
(Varsa Ek Satış Dahil)	Ort. Getiri	7,1%	15,5%	17,7%	-43,3%	-90,1%
	Örneklem	80	80	76	71	70
	Minimum	-18,9%	-46,5%	-226,9%	-323,5%	-1080%
	Maximum	26,5%	201,7%	994,9%	408,1%	475,0%
	Medyan	6,2%	0,7%	-11,3%	-25,4%	-44,1%
	Std. Sapma	0,101	0,437	1,514	1,249	2,439
	Varyans	0,010	0,191	2,292	1,560	5,949
	t test	0,000	0,004	0,964	0,000	0,000

3.2.6.1. Halka Arz Sadece Sermaye Artırımını Yoluyla Yapan Şirketler

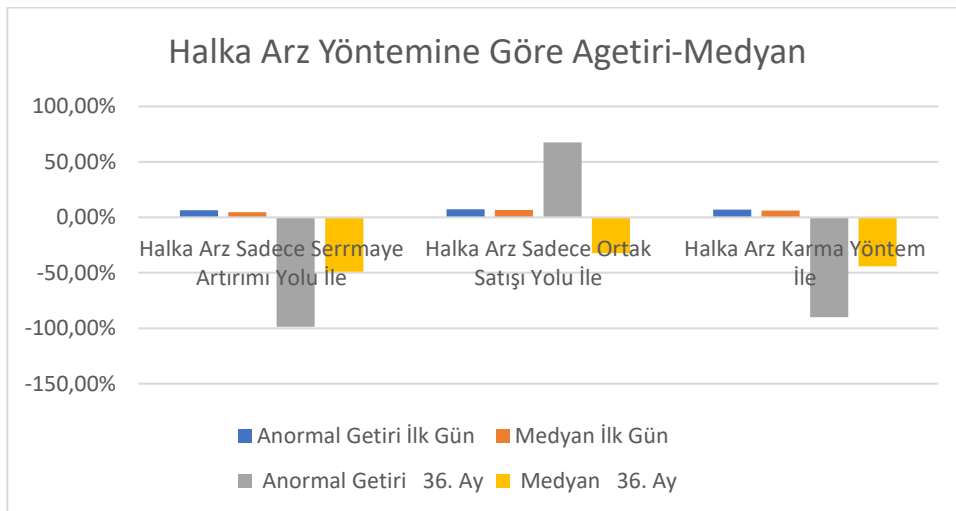
1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan toplam şirket sayısı 177'dir. Uzun dönem için söz konusu sayı 173'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,38, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %17,08 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %6,48, 24

ay için -%23,33 ve 36 ay için -%98,64 getiri vardır. Halka arzı sermaye artırımını yoluyla yaparak elde edilen kaynağın tamamını şirkete sokan şirketlerde kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu gözlemlenirken, uzun dönem için düşük performans olgusu vardır.

3.2.6.2. Halka Arz Sadece Ortak Satışı Yoluyla Yapan Şirketler. 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan toplam şirket sayısı 90'dır. Uzun dönem için söz konusu sayı 89'a düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,1, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %18,0 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %13,4, 24 ay için %20,0 ve 36 ay için %67,5 ortalama aşırı getiri vardır. Halka arzı ortak satışı yoluyla yaparak elde edilen kaynağın tamamını ortağa aktaran şirketlerde kısa ve uzun dönem için düşük fiyatlama ve yüksek performans olgusu gözlemlenmektedir.

3.2.6.3. Halka Arzı Karma Yöntem ile Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Birlikte Yapan Şirketler. 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzını karma yöntem ile yapan toplam şirket sayısı 80'dir. Uzun dönem için söz konusu sayı 70'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,1, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %15,5 olmuştur. Kısa dönem fiyat performansı pozitifdir. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %17,7, 24 ay için -%43,3 ve 36 ay için -%90,1 getiri vardır. Halka arzı karma yöntem ile yaparak elde edilen kaynağın bir kısmını şirkete sokan ve bir kısmını ortağa aktaran şirketlerde kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu gözlemlenirken, uzun dönem için yüksek fiyatlama düşük performans gözlemlenmiştir.

Halka arz yöntemine göre kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerlerini gösteren grafik 11 şöyledir:



Grafik 11. Halka Arz Yöntemine Göre Aşırı Getiri ve Medyan

Grafğin incelenmesi ile kısa dönem ortalama aşırı getiri ve medyanın pozitif değer aldığını görüyoruz. Uzun dönemde ise halka arz ortak satışı yoluyla yapılmış ortalama aşırı getiri pozitif değer almış, diğer kategorilerde ortalama aşırı getiri ve medyan ise negatif değer almıştır.

3.2.6.4. Halka Arz Yapısı Hipotez Test Sonuçları

1993--2020 döneminde farklı halka arz yapıları için oluşturulan 16-17-18-19-20 ve 21 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 44'tür. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 16-17-18-19-20 ve 21'de verilmiştir.

Tablo 44 *Halka Arz Yapısı Hipotez Tezleri Test Sonuçları*

Hipotez No	HO	Hİ	Anlamlılık Düzeyi	Kruskal Wallis Test	Sonuç
16	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4858	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanı ile tüm halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
17	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4856	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile tüm halka arzların uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
18	1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4801	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

(Devam ediyor)

(Tablo 44 devamı)

19	1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4799	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
20	1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4788	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
21	1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	0,4774	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

3.2.7. İlk Halka Arzlarda Halka Açılma Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları halka açılma oranlarına göre 3 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları hesaplanmıştır. (Tablo 45) Bu gruplar, halka açılma oranı %50 ve üzerinde olanlar, halka açılma oranı %20 ile %49,9 arasında olanlar ve halka açılma oranı %19,9'un altında olanlardır. Yıllar itibariyle halka açılma oranına göre şirket bazında performans verileri ise Ek 10'dadır. Halka arz büyüklükleri yıllar itibariyle karşılaştırılabilir olması için US dolar cinsinden hesaplamalara dahil edilmiştir.

Tablo 45

Halka Açılma Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans

		İlk	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
		Gün					Gün				
		Ham	Ham	Ham	Ham	Ham	Aşırı	Aşırı	Aşırı	Aşırı	Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Halka Açılma Oranı %19,9 ve Altı											
	Ort. Getiri	6,87%	24,85%	57,72%	161,70%	306,88%	6,75%	20,88%	3,55%	-14,67%	-69,76%
	Örnekleme	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
	Minimum	-18,2%	-65,0%	-76,60%	-75,24%	-92,44%	-18,8%	-108,3%	-186,3%	-540,3%	-1079,6%
	Maximum	23,6%	558,3%	1133,8%	1868,5%	5305,4%	30,4%	523,8%	997,9%	1489,9%	4622,6%
	Medyan	6,00%	1,56%	13,22%	47,40%	85,16%	6,53%	-0,81%	-20,18%	-29,14%	-79,61%
	Standart Sapma	0,108	0,854	1,575	3,320	6,671	0,109	0,811	1,368	2,800	6,049
	Varyans	0,012	0,729	2,482	11,023	44,507	0,012	0,658	1,872	7,840	36,590
	t test	0,000	0,018	0,840	0,700	0,362	0,000	0,044	0,002	0,000	0,000
Halka Açılma Oranı %20 ile %49,9 Arasında											
	Ort. Getiri	6,64%	19,63%	42,81%	59,12%	127,85%	6,79%	17,25%	17,23%	-10,92%	-38,31%
	Örnekleme	223	223	216	209	208	223	223	216	209	208
	Minimum	-17,9%	-67,7%	-86,95%	-85,76%	-93,98%	-18,9%	-49,44%	-226,8%	-360,5%	-1040,8%
	Maximum	25,0%	191,3%	1019,74	1285,2%	5118,3%	31,69%	201,72%	994,89%	843,20%	4268,90%
	Medyan	5,21%	4,00%	0,00%	0,00%	0,08%	4,96%	4,08%	-10,87%	-18,41%	-40,43%
	Standart Sapma	0,100	0,480	1,429	1,824	4,733	0,012	0,442	1,318	1,609	4,295
	Varyans	0,010	0,231	2,042	3,326	22,405	0,010	0,196	1,738	2,589	18,451
	t test	0,000	0,000	0,105	0,463	0,329	0,000	0,000	0,400	0,000	0,000
Halka Açılma Oranı %50 ve Üzeri											
	Ort. Getiri	6,03%	-0,39%	51,40%	75,36%	91,72%	6,32%	-1,18%	-16,12%	-64,10%	-99,53%
	Örnekleme	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	Minimum	-11,0%	-38,0%	-45,45%	-61,82%	-48,24%	-9,70%	-73,52%	-140,3%	-380,9%	-729,28%
	Maximum	23,21%	55,17%	560,00%	398,75%	512,50%	26,11%	48,32%	271,18%	241,88%	145,78%
	Medyan	3,49%	-5,16%	4,93%	-2,24%	10,87%	4,39%	0,87%	-33,94%	-48,01%	-39,04%
	Standart Sapma	0,110	0,232	1,373	1,530	1,679	0,108	0,251	0,852	1,153	2,021
	Varyans	0,012	0,054	1,886	2,341	2,818	0,012	0,063	0,727	1,329	4,084
	t test	0,010	0,833	0,677	0,211	0,141	0,006	0,739	0,012	0,000	0,000

1993-2020 inceleme döneminde halka açılma oranlarına göre gruplandırılan hisse senetlerinin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verileri Shapiro Wilk normalite testine tabi tutulmuş ve sonuçlar Tablo 46'da verilmiştir.

Tablo 46

Shapiro Wilk Testi Farklı Halka Açılma Oranları

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
HA50ilk	25	0.94174	1.619	0.985	0.16236
HA5036	25	0.78099	6.086	3.692	0.00011
HAOrtilk	223	0.97200	4.594	3.528	0.00021
HAOrt36	206	0.56413	66.721	9.679	0.00000
HA20ilk	99	0.98314	1.381	0.715	0.23723
HA2036	99	0.58652	33.854	7.809	0.00000

Test sonuçlarına göre halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirketlerin ilk gün performans verileri ile halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirketlerin ilk gün performans verileri normal dağılmıştır. Prob>z değerleri 0.05'ten büyüktür. Buna göre söz konusu veriler normal dağılım testleri ile diğer veriler ise parametrik olmayan testlerle analiz edilecektir.

3.2.7.1. Halka Açılma Oranı %50 ve Üzerinde Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket sayısı 25'tir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,32, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise -%1,18 olmuştur. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%16,12, 24 ay için -%64,1 ve 36 ay için -%99,53 getiri vardır. Halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirketler için ilk gün pozitif aşırı getiri dışında tüm aşırı getiriler negatif olmuştur. Halka açılma oranı yüksek şirketler ilk gün dışında endeks getirisinin altında performans göstermişlerdir.

3.2.7.2. Halka Açılma Oranı %20 ile %49,9 Arasında Olan Şirketler

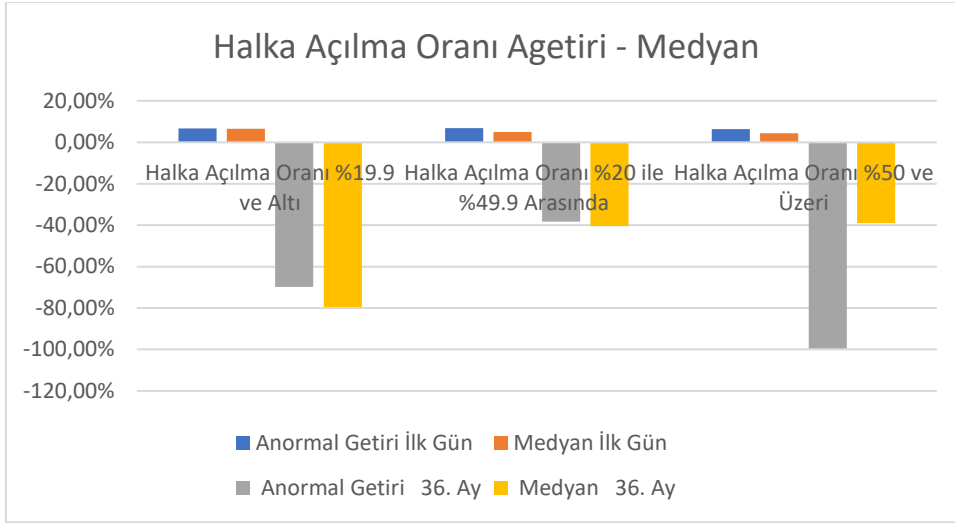
1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında halka açılma oranı %20 ile %49,9 arasında olan şirket sayısı 223'tir. Bu sayı uzun dönemde 208'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,79, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %17,25 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %17,23, 24 ay için -%10,92 getiri varken ve 36 ay için -%38,31 getiri vardır. Bu grup şirketlerde kısa dönemde pozitif performans görünürken uzun dönemde performans endeks getirilerinin altında kalmıştır.

3.2.7.3. Halka Açılma Oranı %19,9 ve Altında Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket sayısı 99'dur. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,75, 1 aylık ortalama aşırı

getiri ise %20,88 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %3,55, 24 ay için -%14,67 getiri varken ve 36 ay için -%69,76 getiri vardır.

Halka açılma oranı farklılaştıkça kısa ve uzun dönem getirilerde istatistiki olarak fark oluşmamaktadır. Halka açılma oranındaki farklılaşmaya göre oluşturulan gruplamalarda kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerleri 12 no'lu grafikte gösterilmiştir.



Grafik 12. Halka Açılma Oranına Göre Aşırı Getiri ve Medyan

Grafik'in incelenmesi ile kısa dönemde tüm aşırı getiri ve medyan değerlerinin pozitif uzun dönemde de negatif olduğunu görüyoruz. Halka açılma oranı %20 ile %49,9 arasında olan grubun uzun vade ortalama aşırı getirisi diğer gruplardaki ortalama aşırı getiriye göre endekse daha yakın seyretmiştir. Ancak hala performansı negatiftir.

3.2.7.4. Halka Açılma Oranına Göre Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde farklı halka açılma oranlarına göre oluşturulan 22-23-24-25-26 ve 27 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 47'dedir. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 22-23-24-25-26 ve 27'de verilmiştir.

Tablo 47

Halka Açılma Oranı Hipotez Tezleri Test Sonuçları

Hipotez No	HO	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Test	Kruskal Wallis Test	Sonuç
22	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	2,93	-	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün getirilerinin ortalaması %6,32 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.
23	1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur	1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,4616	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma oranıyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistik olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
24	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,4616	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistik olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
25	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,4616	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistik olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

(Devam ediyor)

(Tablo 47 devamı)

26	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	6,15	-	1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerinin ilk gün getirilerinin ortalaması %6,75 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.
27	1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,481	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma oranıyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

3.2.8. İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemine Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları satış yöntemine göre 3 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları hesaplanmıştır. Bu gruplar, borsada satış, sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama değildir. 1993 yılında kullanılan direk satış yöntemi işlem kolaylığı açısından sabit fiyatla talep toplama grubunun içine eklenmiştir.

1993-2020 inceleme döneminde halka arzda satış yöntemlerine göre gruplandırılan hisse senetlerinin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verileri Shapiro Wilk normalite testine tabi tutulmuş ve sonuçlar aşağıda verilmiştir. (Tablo 48)

Tablo 48 *Shapiro Wilk Satış Yöntemleri 1993-2020*

Shapiro-Wilk W test for normal data						
Variable	Obs	W	V	z	Prob > z	
Bsilkgun	112	0.97118	2.617	2.147	0.01589	
BS36ay	100	0.82940	14.086	5.868	0.00000	
SFilkgun	173	0.97514	3.271	2.707	0.00340	
SF36ay	171	0.58994	53.405	9.080	0.00000	
Failkgun	62	0.98047	1.090	0.186	0.42621	
FA36ay	59	0.77830	11.863	5.326	0.00000	

Test sonuçlarına göre halka arzı fiyat aralığı şeklinde talep toplama yöntemine göre yapan şirketlerin ilk gün performans verileri 0.05, borsada satış yöntemi ile yapan şirketlerin yine ilk gün performans verileri 0.01 katsayısına göre normal dağılmıştır. Prob>z değerleri 0.01 ve 0.05'ten büyüktür. Buna göre söz konusu veriler normal dağılım testleri ile diğer veriler ise parametrik olmayan testlerle analiz edilecektir.

Yıllar itibariyle satış yöntemine göre kısa ve uzun dönem performans istatistikleri tablo 49'dadır. Halka arz büyüklükleri yıllar itibariyle karşılaştırılabilir olması için US dolar cinsinden hesaplamalara dahil edilmiştir.

Tablo 49

Satış Yöntemi Kısa ve Uzun Dönemli Performans

		İlk Gün	1. Ay	12 Ay	24 Ay	36 Ay
		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Ortalama Getiri	4,54%	1,98%	3,23%	-6,15%	-92,34%
	Örnekleme	62	62	60	60	60
	Minimum	-18,86%	-108,3%	-160,1%	-321,7%	-1019,8%
	Maximum	25,70%	141,32%	341,72%	636,71%	773,56%
	Medyan	2,28%	-2,97%	-9,16%	-16,42%	-36,03%
	Standart Sapma	0,093	0,328	0,701	1,300	2,970
	Varyans	0,009	0,108	0,491	1,691	8,823
	t test	0,000	0,746	0,172	0,002	0,000
Borsada Satış	Ortalama Getiri	7,34%	20,51%	22,04%	-12,55%	-13,44%
	Örnekleme	112	112	108	102	101
	Minimum	-17,49%	-73,52%	-116,5%	-499,51%	-582,83%
	Maximum	31,55%	201,72%	994,89%	672,09%	564,57%
	Medyan	5,86%	9,02%	-12,89%	-24,69%	-37,39%
	Standard Sapma	0,101	0,438	1,355	1,266	1,469
	Varyans	0,010	0,192	1,835	1,603	2,159
	t test	0,000	0,000	0,768	0,001	0,000
Sabit Fiyatla Talep Toplama (Direk Satış Yöntemi dahil)	Ortalama Getiri	7,15%	20,03%	6,37%	-21,57%	-61,20%
	Örnekleme	173	173	172	171	171
	Minimum	-18,90%	-50,52%	-226,8%	-540,36%	-1079,6%
	Maximum	31,69%	523,85%	997,90%	1489,97%	4622,64%
	Medyan	5,45%	-1,46%	-17,40%	-37,62%	-63,11%
	St. Sapma	0,109	0,686	1,431	2,523	6,303
	Varyans	0,012	0,470	2,049	6,367	39,725
	t test	0,000	0,006	0,001	0,000	0,000

3.2.8.1. Halka Arzda Borsada Satış Yöntemini Kullanan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında borsada satış yöntemini kullanan şirket sayısı 112'dir. Bu sayı uzun dönemde 101'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,34, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %20,51 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %22,04, 24 ay için -%12,55 getiri varken ve 36 ay için -%13,44 getiri vardır.

Aynı dönemde diğer satış yöntemlerine göre ilk gün en yüksek aşırı getiri borsada satış yönteminde oluşmuştur.

3.2.8.2. Halka Arzda Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemini Kullanan Şirketler

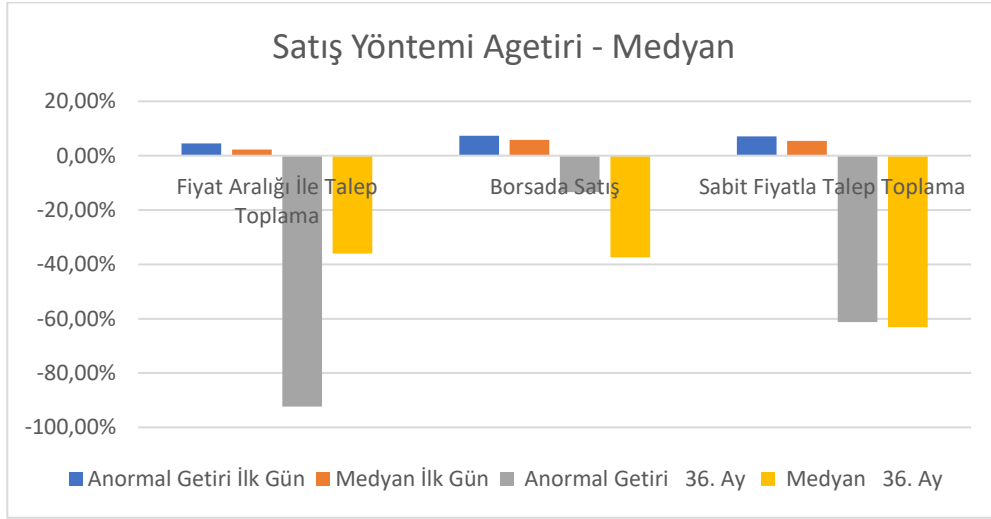
1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan şirket sayısı 173'tür. Bu sayı uzun dönemde 171'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,15, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %20,03 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %6,37, 24 ay için -%21,57 getiri varken ve 36 ay için yine -%61,2 getiri vardır.

İlk halka arzlarda kısa ve uzun dönem hisse performansı talep toplama yöntemine göre farklılık göstermemektedir.

3.2.8.3. Halka Arzda Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yöntemini Kullanan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket sayısı 62'dir. Bu sayı uzun dönemde 60'a düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %4,54, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %1,98 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %3,23, 24 ay için -%6,15 getiri varken ve 36 ay için yine -%92,34 getiri vardır.

Talep toplama yöntemlerine göre kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerlerini gösteren grafik 13 şöyledir.



Grafik 13. Satış Yöntemine Göre Aşırı Getiri ve Medyan

Grafik'in incelenmesi ile tüm satış yöntemleri için kısa dönem ilk gün hisse performansı pozitifken, tüm uzun dönem hisse performansı negatif olduğunu görüyoruz. Uzun dönem performansı endekse en yakın seyreden satış yöntemi borsada satış olarak gözükmektedir.

3.2.8.4. Halka Arzda Satış Yöntemine Göre Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde halka arzda satış yöntemine göre oluşturulan 28-29-30 ve 31 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 50'dedir. Ayrıntılı tanım ve istatistik sonuçları Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistik Sonuçları. Hipotez No: 28-29-30-31'de verilmiştir.

Tablo 50

Halka Arzda Satış Yöntemi Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Kruskal Wallis Test	Sonuç
28	1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	7,72	-	1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %7,34 olmuştur. H0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

(Devam ediyor)

(Tablo 50 devamı)

29	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklıdır.	95%	-	0,4759	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
30	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%		0,4753	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistikî olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
31	1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	3,87	-	1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %4,54 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

3.2.9. İlk Halka Arzlarda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları yurtdışı kurumsal tahsis oranına göre 3 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları hesaplanmıştır. (Tablo 51) Bu gruplar, yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzeri olan halka arzlar, yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan halka arzlar ve yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10'un altında olan halka arzlardır.



Tablo 51

Yurtdışı K. Tahsis Oranı Kısa ve Uzun Dönemli Performans

		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
Yurtdışı Tahsis altı	Kurumsal %10 ve										
	Ort. Getiri	7,03%	27,08%	59,72%	97,69%	179,1%	5,9%	23,5%	21,3%	-2,7%	-24,0%
	Örneklem	224	224	219	219	219	224	224	219	219	219
	Minimum	17,7%	65,0%	-76,6%	80,0%	-94,0%	-13,9%	-103,3%	-225,3%	-541%	-1041%
	Maksimum	25,0%	558,3%	1134%	869%	5306%	31,5%	523,3%	997,3%	1490%	4523%
	Medyan	6,2%	60,3 %	8,0%	6,2%	13,7%	5,8%	5,3%	-14,8%	-24,3%	-41,6%
	St. Sapma	0,100	0,683	1,653	2,618	5,296	0,101	0,645	1,494	2,169	4,573
	Varyans	0,010	0,467	2,732	6,853	28,043	0,010	0,416	2,232	4,704	20,910
	t test	0,000	0,108	0,082	0,891	0,567	0,000	0,000	0,131	0,000	0,000
Yurtdışı Tahsis%49, 99	Kurumsal %10,1 – arasında										
	Ort. Getiri	5,08%	10,02%	16,35%	66,03%	115,2%	5,36%	10,39%	-29,75%	-64,9%	-195%
	Örneklem	61	61	59	59	59	61	61	59	59	59
	Minimum	-16%	-67,74%	-86,95%	-85,76%	-84,46%	-11,93%	-40,52%	-190,9%	-466%	-990%
	Maximum	23,5%	210,5%	345,5%	735,4%	1062%	30,42%	197,2%	134,2%	334,5%	359,9%
	Medyan	0,80%	-3,64%	0,00%	14,21%	36,26%	1,39%	-5,15%	-29,00%	-36,5%	-82,9%
	Standart Sapma	0,110	0,484	0,711	1,537	2,054	0,111	0,446	0,699	1,479	3,104
	Varyans	0,012	0,235	0,505	2,363	4,219	0,012	0,199	0,489	2,187	9,636
	t test	0,000	0,108	0,041	0,032	0,001	0,000	0,073	0,000	0,000	0,000

(Devam ediyor)

(Tablo 51 devamı)

		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
		Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
Yurtdışı Tahsis üzeri	Kurumsal %50 ve										
	Ortalama Getiri	6,90%	2,42%	5,54%	80,00%	213,4%	7,51%	-0,47%	12,17%	-14,5%	-10,2%
	Örneklem	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
	Minimum	-18%	-56,96%	-82,74%	-83,55%	-86,86%	-18,90%	-50,52%	-164,4%	-335%	-1079%
	Maximum	23,6%	104,0%	576,2%	1309%	5118%	31,69%	45,59%	417,9%	-808%	4269%
	Medyan	6,50%	0,00%	-7,57%	23,24%	19,32%	6,74%	-1,37%	1,02%	-12,7%	-13,3%
	Standart Sapma	0,104	0,235	1,242	2,100	6,941	0,107	0,209	0,912	1,695	6,077
	Varyans	0,011	0,055	1,544	4,408	48,179	0,011	0,044	0,831	2,872	39,927
	t test	0,000	0,898	0,498	0,648	0,919	0,000	0,324	0,436	0,000	0,010

Yurtdışı kurumsal tahsis oranlarına göre gruplandırılan hisse senetlerinin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verileri Shapiro Wilk 3 parametrelili lognormalite testine tabi tutulmuş ve sonuçlar Tablo 52’de verilmiştir.

Tablo 52

Shapiro Wilk Farklı Yurt Dışı Kurumsal Tahsis Oranları

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
YK50 ilkgun	62	0.98412	0.886	0.271	0.39336
YK50 36ay	61	0.44629	30.500	0.880	0.18948
YK1050ilkgun	61	0,91928	4.446	3.937	0.00004
YK105036ay	59	0.92082	4.246	1.749	0.04018
YK10ilkgun	224	0.97900	3.459	3.349	0.00041
YK1036ay	210	0.56537	67.657	1.855	0.03180

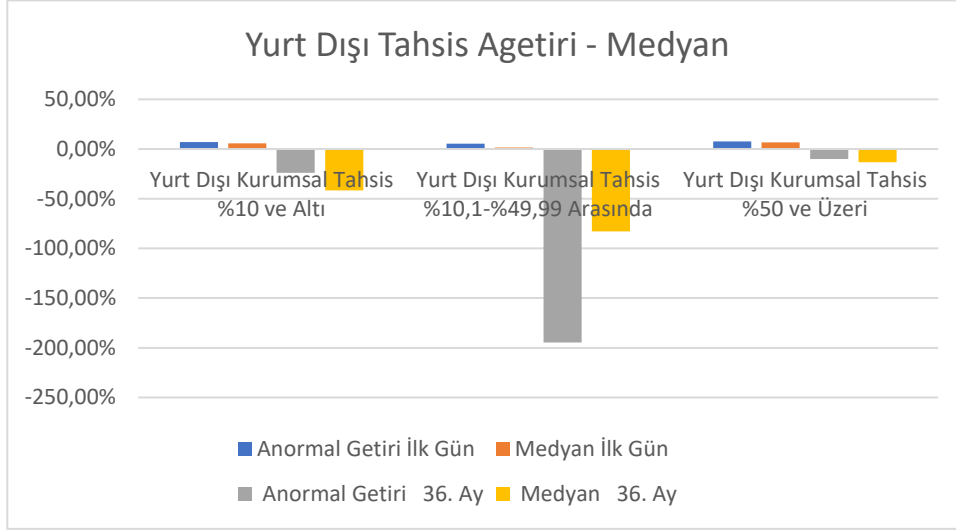
Shapiro-Wilk W test for 3-parameter lognormal data

Test sonuçlarına göre yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirketlerin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verileri 0.05, yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ila %49,9 arasında olan şirketler ile yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin uzun dönem 36 ay performans verileri 0.01 katsayısına göre normal dağılmıştır. Prob>z değerleri 0.01 ve 0.05’ten büyüktür. Buna göre söz konusu veriler normal dağılım testleri ile diğer veriler ise parametrik olmayan testlerle analiz edilecektir.

3.2.9.1. Halka Arzda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı %50 ve Üzerinde Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket sayısı 62’dir. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,51, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise -%0,47 olmuştur. İlk gün performans pozitifken aylık performans endeks getirisine yakınsamıştır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %12,17, 24 ay için -%14,53 getiri varken ve 36 ay için -%10,02 getiri vardır.

Yurt dışı kurumsal tahsis kriterine göre oluşturulan farklı gruplar için kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyan değerleri grafik 14’te gösterilmiştir.



Grafik 14. Yurt Dışı Tahsis Aşırı Getiri ve Medyan

Grafik'in incelenmesi ile tüm tahsis grupları için kısa dönem ilk gün hisse performansı pozitifken, tüm uzun dönem hisse performansı negatiftir. Ancak, yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan grupta hem kısa dönem ve hem de uzun dönem hisse performansları endeks getirisine çok yakın değerler alırken özellikle yurt dışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan grupta uzun dönem ortalama aşırı getiri ve medyan diğer gruplara göre endeks getirisinden çok farklılaşmıştır.

3.2.9.2. Halka Arzda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı %10,1 ile %49,9 Arasında Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket sayısı 61'dir. Bu sayı uzun dönemde 59'a düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %5,36, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %10,39 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%29,75, 24 ay için -%64,85 aşırı getiri varken ve 36 ay için yine -%194,63 aşırı getiri vardır.

3.2.9.3. Halka Arzda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı %10 ve Altında Olan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10 ve altında olan şirket sayısı 224'tür. Bu sayı uzun dönemde 219'a düşmektedir. İstanbul borsasında işlem görmek üzere yapılan halka arzların adet olarak büyük çoğunluğunda yurtdışı tahsis oranı %10'un altındadır. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,91, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %23,57 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır.

Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %21,33, 24 ay için -%2,79 getiri varken ve 36 ay için yine -%24,01 getiri olmuştur.

3.2.9.4. Halka Arzda Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranına Göre Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde halka arzda yurtdışı tahsis oranına göre oluşturulan 32-33-34 ve 35 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 53'tedir. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 32-33-34 ve 35'te verilmiştir.

Tablo 53

Halka Arzda Kurumsal Tahsis Oranı Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	HO	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Kruskal Vallis Test	Sonuç
32	1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	5,55	-	1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %7,5 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.
33	1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 ilk halka arzda yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	- 0,13	-	1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin ortalaması -% 10,2 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında uzun dönem 36 ayda endeks performansının altında getiri elde edilmektedir.

(Devam ediyor)

(Tablo 53 devamı)

Hipotez No	HO	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Kruskal Vallis Test	Sonuç
34	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	- 4,82	-	1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerinin uzun dönem aşırı getirilerinin ortalaması -%194,6 olmuştur. HO hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında 36 ayda endeks performansının oldukça altında getiri elde edilmektedir.
35	1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,4757	HO hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

3.2.10. İlk Halka Arzı Yapılan Şirketin Bulunduğu Pazara Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları yapılan şirketler, rapor tarihi itibariyle buldukları pazara göre 4 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları hesaplanmıştır. (Tablo 54) Bu gruplar, yıldız pazarda işle gören şirketler, ana pazarda işlem gören şirketler, alt pazarda işlem gören şirketler ve diğer şirketlerdir.

Tablo 54

Bulunduğu Pazarla Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans

	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	L2. Ay	24. Ay	36. Ay
	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
DİĞER										
Ortalama Getiri	6,21%	22,08%	38,35%	111,67%	240,68%	6,63%	19,79%	-8,57%	-45,54%	-78,29%
Örnekleme	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107
Minimum	-17,93%	-44,44%	-86,95%	-85,76%	-93,98%	-18,90%	-49,44%	-226,85%	-540,36%	-1040,86%
Maximum	23,68%	558,33%	865,93%	1419,09%	5305,46%	31,55%	523,85%	793,21%	1034,05%	4622,64%
Medyan	7,13%	3,64%	0,00%	27,91%	30,92%	6,53%	1,12%	-23,59%	-65,55%	-111,19%
Standart Sapma	0,106	0,796	1,257	2,448	7,724	0,107	0,749	1,197	2,289	7,314
Varyans	0,011	0,634	1,580	5,994	59,653	0,012	0,560	1,433	5,238	53,491
t test	0,000	0,013	0,535	0,118	0,341	0,000	0,019	0,000	0,000	0,000
Alt Pazar										
Ortalama Getiri	7,07%	27,20%	53,52%	80,38%	61,59%	7,06%	22,80%	-3,34%	-15,16%	-97,64%
Örnekleme	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Minimum	-10,71%	-39,33%	-72,72%	-65,45%	-69,12%	-8,88%	-73,52%	-190,98%	-253,93%	-729,28%
Maximum	23,21%	146,67%	560,00%	737,44%	512,50%	23,08%	141,89%	440,54%	486,74%	161,97%
Medyan	7,50%	4,46%	0,00%	16,88%	-9,15%	6,90%	5,21%	-33,94%	-37,89%	-46,48%
Standart Sapma	0,101	0,515	1,406	1,674	1,385	0,096	0,506	1,187	1,256	2,068
Varyans	0,010	0,266	1,976	2,803	1,919	0,009	0,256	1,409	1,577	4,275
t test	0,000	0,016	0,917	0,679	0,056	0,000	0,046	0,043	0,001	0,000
Ana Pazar										
Ortalama Getiri	6,66%	17,23%	50,05%	61,18%	124,93%	6,61%	15,12%	25,10%	-27,29%	-56,32%
Örnekleme	125	125	122	116	115	125	125	122	116	115
Minimum	-18,26%	-65,00%	-82,74%	-83,55%	-79,51%	-18,86%	-61,13%	-164,44%	-465,96%	-1079,62%
Maximum	25,00%	210,53%	1019,74%	1308,77%	1960,48%	31,69%	201,72%	994,89%	843,20%	564,57%
Medyan	3,25%	1,61%	9,43%	3,38%	17,83%	3,25%	2,19%	-11,46%	-22,82%	-35,75%
Standart Sapma	0,106	0,490	1,493	1,912	2,793	0,109	0,460	1,356	1,614	2,559
Varyans	0,011	0,240	2,231	3,657	7,803	0,012	0,211	1,837	2,604	6,546
t test	0,000	0,001	0,084	0,218	0,150	0,000	0,003	0,992	0,000	0,000
Yıldız Pazar										
Ortalama Getiri	7,09%	17,00%	54,75%	111,44%	224,38%	6,97%	13,49%	21,28%	42,33%	10,67%
Örnekleme	80	80	77	76	76	80	80	77	76	76
Minimum	-11,63%	-67,74%	-78,71%	-74,52%	-80,16%	-12,81%	-108,34%	-131,49%	-231,69%	-862,02%
Maximum	25,00%	182,14%	1133,68%	1868,56%	2921,84%	26,51%	142,62%	997,90%	1489,97%	1906,99%
Medyan	5,67%	0,13%	-0,87%	4,74%	24,30%	5,03%	-1,49%	0,47%	-0,34%	-7,17%
Standart Sapma	0,094	0,488	1,720	3,126	5,019	0,096	0,447	1,400	2,315	3,491
Varyans	0,009	0,238	2,959	9,769	25,194	0,009	0,200	1,959	5,357	12,185
t test	0,000	0,022	0,328	0,277	0,882	0,000	0,066	0,510	0,379	0,001

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılmış ve 2021 yılı itibariyle işlem görmekte oldukları pazarlara göre gruplandırılan hisse senetlerinin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verileri Shapiro Wilk normalite testine tabi tutulmuş ve sonuçlar tablo 55'te verilmiştir.

Tablo 55

Shapiro Wilk Testi Buldukları Farklı Pazarlar

Variable	Obs	W	V	z	Prob >z
YPilkqun	80	0.95512	3.081	2.465	0.00684
YP36ay	75	0.65515	22.452	6.793	0.00000
AnaPilkqun	125	0.95282	4.699	3.474	0.00026
AnaP36ay	114	0.87410	11.602	5.476	0.00000
AltPilkqun	35	0.94842	1.841	1.274	0.10136
ÄltP3fcay	34	0.77105	7.994	4.331	0.00001
DPilkqun	107	0.99138	0.753	-0.632	0.73619
DP36ay	107	0.53642	40.504	8.241	0.00000

Test sonuçlarına göre alt pazarda işlem gören şirketlerin ilk gün performans verileri ile diğer kategorideki şirketlerin yine ilk gün performans verileri 0.05 katsayısına göre normal dağılmıştır. Prob>z değerleri 0.05'ten büyüktür. Buna göre söz konusu veriler normal dağılım testleri ile diğer veriler ise parametrik olmayan testlerle analiz edilecektir.

3.2.10.1. Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket sayısı 80'dir. Bu sayı uzun dönem incelemede 76'ya düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,97, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %13,49 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise yine 12 ay için %21,38, 24 ay için %42,33 ve 36 ay için %10,67 pozitif aşırı getiri vardır. Ortalama getiriler üzerinden hem kısa hem de uzun dönemde düşük fiyatlamaya işaret edilmekle birlikte, medyan verileri bu sonuçları desteklememektedir.

3.2.10.2. Ana Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket sayısı 125'tir. Bu sayı uzun dönemde 115'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,61, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %15,12 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %25,10 aşırı getiri varken, 24 ay için -%27,29 ve 36 ay için yine -%56,32 aşırı getiri vardır.

3.2.10.3. Alt Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket sayısı 35'tir. Bu sayı uzun dönemde sabit kalmaktadır. İlk gün aşırı getiri ortalama %7,06, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %22,8 olmuştur. Kısa dönem pozitif

performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%3,34, 24 ay için -%15,16 getiri varken ve 36 ay için yine -%97,64 ortalama aşırı getiri vardır.

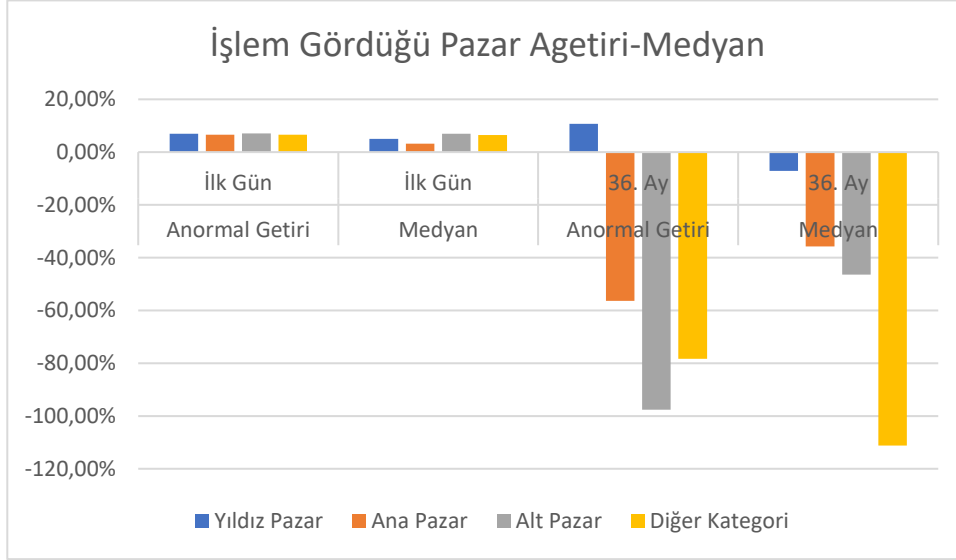
3.2.10.4. Diğer Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yakın izleme pazarında veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören veya borsa kotu dışına çıkmış/çıkarılmış şirket sayısı 107'dir. Bu sayı uzun dönemde sabit kalmaktadır. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,63, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %19,79 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%8,57, 24 ay için -%45,54 ve 36 ay için -%78,29 ortalama aşırı getiri vardır.

Bu gruba giren şirket hisse senetlerinin diğer gruplardaki şirket hisse senetlerinden farklılaşması beklenmektedir. Mali durumları nedeniyle borsa kotundan çıkartılan veya yakın izlemeye alınan şirketler bu grubun içindedir. Diğer taraftan bir başka şirketle birleşen veya ana sermayedarı değişerek borsa kotundan çıkan şirketlerde bu gruptadır. İnceleme dönemini takip eden dönemlerde sorun yaşayan şirketler ile başarılı olmasına rağmen kendi isteği ile borsa kotundan çıkan şirketleri temsil eden grubun, ilk gün ve uzun dönem 36 aylık performanslarının daha sonra yaşanacakları yansıtip yansıtmadığı önemli bir soru olarak cevabı aranacaktır.

Gerek kısa dönem ve gerekse uzun dönem için, ilk halka arz şirket hisselerinin işlem gördükleri pazarın, hisse performansları üzerinde istatistiki anlamda bir etkisinin olmadığı söylenebilecektir.

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen farklı pazarlarda işlem gören şirket hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri ve medyanlarını topluca gösteren grafik 15 şöyledir:



Grafik 15 İşlem Gördüğü Pazara Göre Aşırı Getiri ve Medyan

Grafığın incelenmesi ile ilk gün aşırı getiri ve medyanların tüm pazarlar ve diğer kategorideki şirketler için pozitif olduğunu, uzun dönemde ise yıldız pazarın ortalama aşırı getirisi hariç tüm değişkenlerin negatif olduğunu, yani endeks performansının altında performans gösterdiklerini görüyoruz.

3.2.10.5. İşlem Gördüğü Pazarlara Göre Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde halka arzda yurtdışı tahsis oranına göre oluşturulan 36-37-38-39 ve 40 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 56'dadır. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 36-37-38-39 ve 40'ta verilmiştir.

Tablo 56

İşlem Gördüğü Pazarlar Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Kruskal Vallis Test	Sonuç
36	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%	-	0,4788	H0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda ve ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
37	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%		0,4781	H0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda ve ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.
38	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%		0,4673	H0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen ana pazarda ve alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

(Devam ediyor)

(Tablo 56 devamı)

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Kruskal Vallis Test	Sonuç
39	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	6,39	-	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %6,63 olmuştur. H0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında ilk gün pozitif aşırı getiri elde edilecektir.
40	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.	95%		0,4781	H0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

3.2.11. İlk Halka Arzı Yapılan Şirketlerin Mali Durumlarına Göre Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 araştırma dönemi ilk halka arzları yapılan şirketler, rapor tarihi itibarıyla mali durumu bozulan ve borsa kotundan çıkartılan şirketler, yakın izleme pazarı ve piyasa öncesi işlem platformuna alınan şirketler ile halen borsada işlem görmeye devam eden veya kendi isteği ile borsa kotundan çıkan şirketler olmak üzere 2 ana gruba ayrılmış ve her bir grup için ayrı ayrı kısa ve uzun dönemli fiyat performansları hesaplanmıştır. (Tablo 57) Bu gruplamada amaç, uzun dönemde mali durumu bozulan şirketlerin ilk halka arzlarında fiyatlama farkının gözüküp gözükmediğini saptamaktır.

Tablo 57

Mali Durumlarına Göre Kısa ve Uzun Dönemli Performans

Borsada İşlem Görmeye Devam Eden Şirketler		İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
İle Kendi İsteği İle Borsa Kotundan Çıkan Şirketler		Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	6,84%	15,13%	19,11%	-4,14%	-28,68%
	Örneklem	266	266	259	252	251
	Minimum	-18,86%	-108%	-221,1%	-465,9%	-1080%
	Maximum	31,69%	201,7%	997,9%	1490%	4269%
	Medyan	4,99%	2,33%	-11,87%	-15,74%	-22,59%
	Standart Sapma	0,1036	0,4483	1,4001	1,9290	4,0669
	Varyans	0,0107	0,2010	1,9602	3,7210	16,5400
	t test	0,0000	0,0000	0,0998	0,0000	0,0000
Mali Durumu Nedeniyle, Borsa Kotundan	Ortalama Getiri	6,44%	22,97%	-15,78%	-53,01%	-125,5%
Çıkartılan Şirketler İle Yakın İzleme Pazarı	Örneklem	81	81	81	81	81
ve PÖİP'a Alınan Şirketler	Minimum	-18,90%	-49,44%	-226,8%	-540,3%	-1041%
	Maximum	31,55%	523,9%	288,0%	1034%	4623%
	Medyan	6,37%	0,00%	-25,14%	-65,55%	-106,1%
	Standart Sapma	0,10553	0,84272	0,89760	2,22658	6,44543
	Varyans	0,01114	0,71017	0,80569	4,95766	41,5435
	t test	0,00000	0,03006	0,00001	0,00000	0,00000

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılmış, ancak rapor tarihi itibarıyla mali durumu bozulan ve borsa kotundan çıkartılan, yakın izleme pazarı veya piyasa öncesi işlem platformuna alınan şirketler ile halen borsada işlem görmeye devam eden veya kendi isteği ile borsa kotundan çıkan şirketler olmak üzere iki ayrı grup olarak gruplandırılan hisse senetlerinin ilk gün ve uzun dönem 36 ay performans verilerinin normal dağılım gösterip göstermediğinin test edilmesi için Shapiro Wilk 3 parametre lognormal testine tabi tutulmuş ve sonuçlar aşağıda verilmiştir. (Tablo 58)

Tablo 58

Shapiro Wilk Mali Durum Farklılığı Kısa Uzun Dönem

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
MDilkgun	266	0.96426	6.847	4.951	0.00000
MD36ay	245	0.55251	73.571	2.551	0.00536
MDKilkgun	81	0.98860	0.791	-0.01	0.50408
MDK36ay	31	0.53355	32.317	0.566	0.28572

Shapiro-Wilk W test for 3-parameter lognormal data

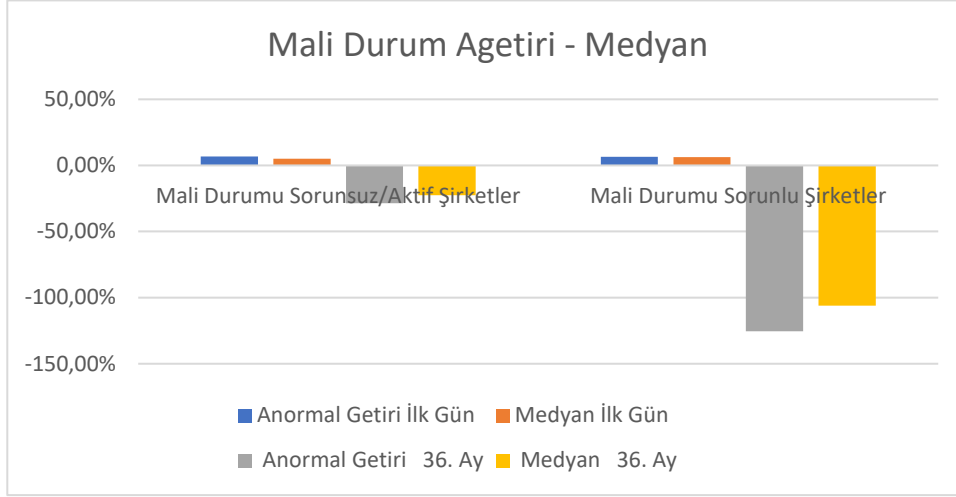
Test sonuçlarına göre mali durumu bozulan şirketlerin ilk gün ve uzun dönem 36 ay verileri normal dağılım gösterirken mali durumu sorunsuz olan şirketlerin ilk gün ve uzun dönem 36 ay verileri parametrik olmayan yapıda çıkmıştır.

3.2.11.1. Borsada İşlem Görmeye Devam Eden veya Borsa Kotundan Kendi İsteği ile Ayrılan Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen İstanbul borsasında işlem görmeye devam eden şirketler ile kendi isteği ile borsa kotundan ayrılmış şirket sayısı 266'dır. Bu sayı uzun dönemde 251'e düşmektedir. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,84, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %15,13 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için %19,11, 24 ay için -%4,14 ortalama aşırı getiri varken ve 36 ay için -%28,68 ortalama aşırı getiri gözükmektedir. Kısa dönemde medyan değerleri sırasıyla, %4,99, %2,33, pozitif katsayı almışken, uzun dönemde tüm aylar için medyan değerleri, sırasıyla, -%11,87, -%15,74 ve -%22,59 negatif katsayı almıştır.

3.2.11.2. Mali Durumu Sorunlu Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yakın izleme pazarında veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören veya borsa kotu dışına çıkarılmış şirket sayısı 81'dir. Bu sayı uzun dönemde sabit kalmaktadır. İlk gün aşırı getiri ortalama %6,44, 1 aylık ortalama aşırı getiri ise %22,97 olmuştur. Kısa dönem pozitif performans vardır. Uzun döneme baktığımızda ise 12 ay için -%15,78, 24 ay için -%53,01 getiri varken ve 36 ay için yine -%125,47 ortalama aşırı getiri vardır. Kısa dönemde medyan değerleri sırasıyla %6,37, %0,0 değerlerini almışken, uzun dönemde tüm aylar için medyan değerleri de sırasıyla, -%25,14, -%65,55 ve -%106,05 negatif değerleri almıştır.



Grafik 16. Mali Durum ve A. Getiri - Medyan

16 nolu grafiğin incelenmesi ile kısa dönem ilk gün aşırı getiri katsayılarının her iki şirket grubu içinde pozitif ve birbirine yakın olduğunu görüyoruz. Uzun dönem 36 ay aşırı getiri ve medyan değerlerine baktığımızda ise her iki grubunda katsayılarının negatif olduğunu görmekte birlikte mali durumu sorunlu şirket grubundaki hisse senetlerinin diğer gruba göre çok daha yüksek bir negatif katsayıya sahip olduğunu görebiliyoruz.

İlk halka arzların kısa dönemde düşük fiyatlanması fenomeni mali durumu daha sonra bozulacak olan şirketler için farklılık göstermezken ve uzun dönemde ilk halka arzların düşük performans göstermesi fenomeni de mali duruma göre değişiklik göstermemiştir. Ancak, uzun dönem 36. ay satın al ve tut aşırı getirilerine yakından baktığımızda mali durumu 36. ayı izleyen dönemde bozulacak şirketlerin bu durumlarını 36. aydaki getirilerini izleyerek görmenin mümkün olduğunu söyleyebiliriz.

3.2.11.3.Mali Duruma Göre Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde halka arzda yurtdışı tahsis oranına göre oluşturulan 41 ve 42 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 59'dadır. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 41 ve 42'de verilmiştir.

Tablo 59

Mali Durum Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Sonuç
41	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	5,49	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %6,44 olmuştur. H0 hipotezi reddedilecektir.
42	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	-1,75	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerinin uzun dönem 36 aydaki aşırı getirilerinin ortalaması -%125,47 olmuştur. H0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında uzun dönem 36 ayda endeks performansının oldukça altında getiri elde edilmektedir.

3.2.12. 1993-2020 Özel Grup Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları

1993-2020 inceleme döneminde tez yazarının çalıştığı kurumların liderliğini yaptığı ve ilk halka arz fiyatının belirlenmesinde bizzat görev aldığı toplam 16 şirkete ilişkin kısa ve uzun dönem performansları tablo 60'ta verilmiştir.

Tablo 60

Kısa ve Uzun Dönem Performans Özel Grup

	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12 Ay Ham	24 Ay Ham	36 Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12 Ay Aşırı	24 Ay Aşırı	36 Ay Aşırı
	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Ort. Getiri	3,41%	-6,12%	19,97%	57,40%	56,06%	3,32%	-2,18%	1,90%	10,87%	16,26%
Örnekleme	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Minimum	-4,89%	-24,71%	-65,15%	-56,56%	-74,44%	-3,42%	-19,09%	-53,27%	-194,50%	-135,01%
Maximum	21,90%	13,33%	172,97%	476,28%	404,24%	25,70%	22,18%	121,14%	408,08%	257,37%
Medyan	0,00%	-5,34%	16,64%	16,70%	21,53%	-0,08%	-4,61%	-22,03%	-6,35%	-14,69%
Std. Sapma	8,01%	8,70%	60,25%	126,36%	131,57%	8,55%	12,36%	53,94%	127,86%	107,22%
Varyans	0,64%	0,76%	36,30%	159,68%	173,10%	0,73%	1,53%	29,10%	163,48%	114,97%
t test	0,1292	0,5739	0,9135	0,7733	0,6634	0,1625	0,6902	0,3197	0,3525	0,4624

Tablo incelendiğinde kısa dönem ilk gün aşırı getirinin %3,32 olduğunu medyanın ise %0,08 olduğunu görmekteyiz. Kısa dönem ortalama aşırı getiri tüm verinin ortalama getirisi %6,74'ün altındadır. Medyan değerinin sifıra yakın olması da kısa dönem ilk gün getirisinin medyanının endeks getirisinin medyanına eşit olduğunu göstermektedir. Uzun dönem 36 ayda ortalama getiri %16,26 olmuş ve endeks getirisinin üstünde gerçekleşmiştir. Uzun dönem medyan ise -%14,7 ile endeks getirisinin az altında bir performans göstermiştir.

Kısa dönem ilk gün ortalama getirisinin genel ortalamanın altında kalması ve medyan değerinin sifıra çok yakın olmasının nedenleri arasında ilk halka arzlarda aktif olarak kullanılan fiyat destekleme politikalarının etkisi olduğu düşünülmektedir.

Bu grup hisse senetlerinin ilk gün ve 36 ay ham ve aşırı hisse senedi performans verilerinin normal dağılım gösterip göstermediğinin test edilmesi için Shapiro Wilk testine tabi tutulmuş ve sonuçlar tablo 61'de verilmiştir.

Tablo 61

Özel Grup Shapiro Wilk Test Sonuçları

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z	
ilkgunasırı		16	0.69561	6.168	3.614	0.00015
Asırı36		16	0.89870	2.053	1.428	0.07660
Ham36		16	0.81826	3.682	2.589	0.00481

. swilk ilkgunasırı Asırı36 Ham36; Shapiro-Wilk W test for normal data

Tablonun incelenmesi ile ilk gün aşırı getiri ve 36. ay ham getirinin normal dağıldığını ancak uzun dönem 36 ay getirisinin 0,05'ten büyük ve parametrik olmayan yapıda olduğunu görüyoruz. Özel grup için ilk gün aşırı getirisi ve uzun dönem ham getiri dikkate alınarak testler yapılacaktır.

3.2.12.1. Özel Grup Oluşturulan Hipotez Test Sonuçları

1993-2020 döneminde halka arzda yurtdışı tahsis oranına göre oluşturulan 43 ve 44 numaralı hipotez tezleri ve test sonuçları tablosu Tablo 62'dedir. Ayrıntılı tanım ve istatistiki sonuçlar Ek : 4 Araştırma Hipotezleri ve İstatistiki Sonuçları. Hipotez No: 43 ve 44'te verilmiştir.

Tablo 62

Özel Grup Hipotez Test Sonuçları

Hipotez No	H0	H1	Anlamlılık Düzeyi	T Testi	Sonuç
43	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.	95%	1,55	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması %3,32 olmuştur. H0 hipotezi reddedilecektir.
44	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak, aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisinden farklı, uzun dönem 36 ay ham getiri elde etmek mümkün değildir.	1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak, aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisinden farklı, uzun dönem 36 ay ham getiri elde etmek mümkündür.	95%	0,49	1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay ham gelirlerinin ortalaması %56,06 olmuştur. Aynı dönemdeki BİST100 getirisi %39,75'ten daha yüksektir. H0 hipotezi reddedilecektir.

3.2.13. Kısa ve Uzun Dönem Performans Toplu Değerlendirme

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan şirket hisse senetlerinin, farklı gruplar özelinde, kısa ve uzun dönem hisse performansları tablo 63'te verilmiştir.

Tablo 63

Farklı Grupların Kısa ve Uzun Dönem Performans Verileri

	Kısa Dönem		Uzun Dönem	
	Aşırı Getiri İlk Gün	Medyan İlk Gün	Aşırı Getiri 36. Ay	Medyan 36. Ay
Halka Arz Büyüklüğü				
Halka Arz Büyüklüğü 9,9 mil. \$ Altı	8,11%	7,54%	-54,17%	-64,72%
Halka Arz Büyüklüğü 10 mil. \$-49,9 mil. \$ Arası	4,60%	2,67%	-80,87%	-48,09%
Halka Arz Büyüklüğü 50 mil. US\$ ve Üstü	5,88%	2,59%	0,77%	-10,69%
Halka arz Yöntemi				
Halka Arz Sadece Sermaye Artırımı Yolu İle	6,38%	4,57%	-98,64%	-49,03%
Halka Arz Sadece Ortak Satışı Yolu İle	7,14%	6,68%	67,52%	-32,39%
Halka Arz Karma Yöntem İle	7,11%	6,18%	-90,10%	-44,07%
Yurt Dışı Kurumsal Tahsis				
Yurt Dışı Kurumsal Tahsis %10 ve Altı	6,91%	5,76%	-24,01%	-41,56%
Yurt Dışı Kurumsal Tahsis %10,1-%49,99 Arasında	5,36%	1,39%	-194,6%	-82,91%
Yurt Dışı Kurumsal Tahsis %50 ve Üzeri	7,51%	6,74%	-10,02%	-13,30%

(Devam ediyor)

(Tablo 63 devamı)

	Kısa Dönem		Uzun Dönem	
	Aşırı Getiri İlk Gün	Medyan İlk Gün	Aşırı Getiri 36. Ay	Medyan 36. Ay
Halka Açılma Oranı				
Halka Açılma Oranı %19,9 ve Altı	6,75%	6,53%	-69,76%	-79,61%
Halka Açılma Oranı %20 ile %49,9 Arasında	6,79%	4,96%	-38,31%	-40,43%
Halka Açılma Oranı %50 ve Üzeri	6,32%	4,39%	-99,53%	-39,04%
Satış Yöntemi				
Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	4,54%	2,28%	-92,34%	-36,03%
Borsada Satış	7,34%	5,86%	-13,44%	-37,39%
Sabit Fiyatla Talep Toplama	7,15%	5,45%	-61,20%	-63,11%
Bulunduğu Pazar				
Yıldız Pazar	6,97%	5,03%	10,67%	-7,17%
Ana Pazar	6,61%	3,25%	-56,32%	-35,75%
Alt Pazar	7,06%	6,90%	-97,64%	-46,48%
Diğer Kategori	6,63%	6,53%	-78,29%	-111,19%
Mali Durumu				
Mali Durumu Sorunsuz Aktif Şirketler	6,84%	4,99%	-28,68%	-22,59%
Mali Durumu Sorunlu Şirketler	6,44%	6,37%	-125,5%	-106,05%

Tablonun incelenmesi ile, en yüksek ilk gün aşırı getirinin %8,11 ile halka arz büyüklüğü 9,9 milyon us dolar ve altı olan küçük halka arzlarda olduğunu görüyoruz. Bu durum ilk halka arz fiyatlamasının en hatalı şekilde bu grupta yapıldığını gösteriyor olabilir. Buna karşın en düşük ilk gün fazla getiri ise fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde olmuştur. %4,54 ile endeks performansının üstüne çıkan ancak tüm ortalamasının (%7,54) altında kalarak en düşük artı performans bu grupta oluşmuştur. Daha çok büyük tutarlı halka arzlarda tercih edilen bir yöntem olan fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi diğer yöntemlere göre daha etkin gözükmektedir. Aynı şekilde bu yöntemde oluşan medyan değeri de (%2,28) tüm gruplar içinde en düşük ikinci medyan değeridir. Genel ortalama ilk gün aşırı getirinin altında kalan diğer seçenekler ise halka arz büyüklüğü 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar grubu ve halka arz büyüklüğü 50 milyon us dolar üstü olan gruptur. Bu gruplarda ortalama aşırı ilk gün getiri sırasıyla %4,60 ve %5,88 olmuştur. Bu grupların ilk gün medyan değerleri de paralel olarak düşüktür. Sırasıyla %2,67 ve %2,59. Son olarak yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 olan grubun fiyatlamasının da diğer gruplara göre daha etkin olduğunu söylemek mümkündür. Bu grubun ilk gün aşırı getirisi %5,36 ve medyan değeri %1,39 olmuştur.

Uzun dönem 36 ay aşırı getiri ve medyan değerlerini incelediğimiz de ise, genel anlamda hisse performanslarının endeks getirisinin altında kaldığını görüyoruz. Bu durum uluslararası literatürde gördüğümüz saptamalara paralellik arz ediyor. Uzun dönem endeks performansına en yakın performansı 50 milyon us dolar ve üstü grup için ortalama aşırı getiride %0,77 ile görüyoruz. Bu grubun kısa dönem hisse performansının

da ortalama ilk gün getirisinin altında kaldığı düşünülürse kısa ve uzun dönemde en etkin fiyatlamamanın bu grupta yapıldığını söyleyebiliriz. Bu grubun uzun dönem medyan performansı da -%10,69 ile en iyi ikinci performans. Kısa dönemde en uygun fiyatlama performansını gösteren fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi uzun dönemde aynı başarıyı yakalayamıyor. Buna karşın yıldız pazar hisse senetlerinin uzun dönem performanslarının %10,67 aşırı ortalama getiri ve -%7,17 medyan ile oldukça başarılı olduğunu görüyoruz.

3.3. Göreceli Refah Katsayısı Değerlendirmesi

Araştırmada 1 ay ve uzun dönem performans ölçümün desteklemek amacıyla; 1, 12, 24 ve 36 aylık artık getirilerin Göreceli Refah Katsayısı (GRK) yöntemi kullanılarak da ölçümü yapılmıştır. 1993-2020 inceleme dönemine ilişkin yıllar itibariyle 1, 12, 24 ve 36 aylık Göreceli Refah Katsayısı ile ilgili özet istatistiklere Tablo 64'te yer verilmektedir.

Tablo 64

Göreceli Refah Katsayıları Tablosu 1993-2020

		GRK 1. AY	GRK 12. AY	GRK 24. AY	GRK 36. AY
1993-2020 Göreceli Refah Katsayısı Tablosu	Ortalama GRK	1,15	1,00	0,70	0,59
	Örneklem	347	340	332	330
	Minimum GRK (-)	0,06	0,42	0,66	0,88
	Maximum GRK	4,64	8,77	8,34	6,03
	Medyan GRK	1,03	0,82	0,55	0,38
	Standart Sapma	0,51	1,00	0,95	1,07
	Varyans	0,26	0,99	0,90	1,15

Göreceli refah katsayıları tablosu incelendiğinde ilk ay için 1'in üzerinde olan ortalama GR katsayısı 12. ayda piyasa refahına eşitlenmekte 24 ve 36. aylarda ise 1'in altına düşmektedir. GR katsayısının medyanı ise 1. ayın ardından 1'in altına düşmüştür. İlk halka arz hisse senetlerine yatırım yapan bir yatırımcı uzun dönemde BİST100 Endeksinin performansının altında kalmaktadır.

1993-2020 inceleme döneminde yıllar itibariyle yıllık ortalama göreceli refah katsayılarının dönemsel olarak aldığı değerler Tablo 65'te verilmiştir.

Tablo 65

Yıllar İtibariyle Ortalama Göreceli Refah Katsayıları

Yıllık Ortalama	GRK 1. AY	GRK 12. AY	GRK 24. AY	GRK 36. AY
2020	2,12	8,77	-	-
2019	1,07	2,65	-	-
2018	1,05	1,54	1,55	2,64
2017	1,07	0,86	1,13	2,3
2016	0,73	1,05	0,61	0,46
2015	1,18	1,26	0,84	1,3
2014	0,99	0,98	0,92	0,76
2013	1,26	1,36	1,59	1,3
2012	1,03	0,54	0,67	0,6
2011	1,17	1,02	0,56	0,51
2010	1,1	1,26	0,91	0,56
2009	1,1	0,38	0,37	-0,18
2008	1,22	1,43	0,58	0,63
2007	0,96	1,1	1,27	0,91
2006	1,18	0,76	1,07	1,06
2005	1,09	0,89	0,53	1,12
2004	0,9	0,41	0,34	0,08
2003	1,4	0,49	-0,17	-0,22
2002	1,11	0,59	0,16	0,05
2000	1,3	1,58	1,51	1,36
1999	1,37	1,66	1,29	1,27
1998	1,17	0,62	0,16	-0,04
1997	0,95	0,89	-0,01	-0,16
1996	0,98	0,26	-0,02	-0,2
1995	1,03	0,64	0,04	-0,23
1994	0,95	0,54	0,18	-0,3
1993	1,73	1,18	0,82	1,02
Birden küçük yıl sayısı	7	13	18	16
Birden büyük yıl sayısı	20	14	7	9

Tablo incelendiğinde 1. ayda toplam 7 yıl, GRK 1'in altında iken 20 yıl, GRK 1'in üstünde olmuştur. Bu ölçüte göre kısa dönem içinde değerlendirdiğimiz ilk ay için hisse senetleri BİST100 endeksinin performansının üstünde performans göstermiştir. Ancak bu durum uzun dönemde değişmiştir. 36. ayda toplam 16 yıl, GRK1'in altında bir katsayı alırken sadece 9 yıl, GRK1'den büyük bir katsayıya sahip olmuştur.

3.4. İlk Halkı Arzı Yapılan Şirketlerin Farklı Halka Arz Modelleri

1993-2020 araştırma döneminde farklı halka arz modelleriyle halka açılmaların etkinliği üzerine analizler yapılmak istenmiş bu amaçla oluşturulan modeller test edilmiştir.

3.4.1. Halka Arz Tutarı 50 Milyon US dolar ve Üstü, Fiyat Aralığı ile Talep Toplayan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde halka arz tutarı 50 Milyon US dolar ve üstü, fiyat aralığı ile talep toplayan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlere ilişkin veriler tablo 66'da verilmiştir.

Tablo 66

Halka Arz 50 M+ FA ile Talep Toplama, Yıldız Pazar

Yıldız Pazar Fiyat Aralığı ile Talep Toplama 50 Milyon US \$ Üstü Halka Arz	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	4,0%	4,0%	-7,3%	14%	31%	4,37%	4,52%	-4,92%	5,84%
Örnekleme	27	27	26	26	25	27	27	26	26	25
Minimum	-11%	-21%	-75%	-65%	-64%	-12,8%	-26,1%	-103%	-102%	-171%
Maximum	21%	48%	65%	238%	367%	22,83%	36,19%	66,50%	156,1%	343,8%
Medyan	3,5%	1,2%	-7,6%	-4,5%	9,0%	4,39%	6,03%	-0,29%	2,45%	-0,95%
Standart Sapma	0,083	0,156	0,323	0,632	0,933	0,087	0,148	0,339	0,522	0,935
Varyans	0,007	0,024	0,104	0,400	0,870	0,008	0,022	0,115	0,272	0,874
t test	0,012	0,192	0,542	0,679	0,610	0,010	0,132	0,760	0,876	0,617

Tabloya göre ilk gün aşırı getirisi %4,37 olan ilk halka arzların 1. ay aşırı getirisi de pozitif ve %4,52 olmuştur. 12. ay sonu itibariyle -%4,92 getiri sağlamasına rağmen, 24 ve 36. aylarda sırasıyla %5,84 ve %10,54 pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Büyük tutarlı ve fiyat aralığı ile talep toplanan halka arzlarında kısa ve uzun dönemde pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Bu durumda, ilk halka arz edilen bu şirketlerin düşük fiyatlandığını ve halka arzda pay alan yatırımcıların pazarlık gücünün kendi lehlerine sonuç yarattığını söylemek mümkündür.

3.4.2. Halka Arz Tutarı 50 Milyon US dolar ve Üstü, Sabit Fiyat ile Talep Toplayan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde halka arz tutarı 50 Milyon US dolar ve üstü, sabit fiyat ile talep toplayan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlere ilişkin veriler tablo 67'dedir.

Tablo 67

Halka Arz 50 M+SF Talep Toplama, Yıldız Pazar

Yıldız Pazar Sabit Fiyat ile Talep Toplama 50 Milyon US \$ Üstü Halka Arz	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
	Ham Gtr.	Ham Gtr.	Ham Gtr.	Ham Gtr.	Ham Gtr.	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
	Ortalama Getiri	4,5%	12%	17%	51%	144%	3,40%	-1,55%	7,80%	25,7%
Örnekleme	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Minimum %	-4,38	-24,7	-72,5	-45,9	-71,1	-8,96	-35,32	-60,46	-23,79	-41,08
Maximum %	23,21	182,1	254,6	349,1	1034	18,27	121,35	123,89	199,44	400,45
Medyan	0,5%	-2%	-16%	12%	25%	-0,18%	-9,67%	-15,6%	2,37%	-2,67%
Standart Sapma	0,088	0,647	1,042	1,200	3,455	0,093	0,474	0,676	0,678	1,388
Varyans	0,008	0,419	1,085	1,440	11,93	0,009	0,225	0,456	0,460	1,926
t test	0,314	0,947	0,845	0,576	0,675	0,520	0,401	0,953	0,998	0,740

Tabloya göre ilk gün aşırı getirisi %3,4 olan bu ilk halka arzların 1. ay aşırı getirisi -%1,55 olmuştur. 12. ay sonu itibarıyla %7,8 aşırı getiri sağlamış, 24. ay getirisi %25,7 ve 36. ay %58,1 pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi uzun dönemde, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemine göre daha da yüksek bir pozitif aşırı getiri sağlamıştır. Büyük tutarlı ilk halka arzlarında pazarlık şansı olan fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, daha fazla kısa ve uzun dönem aşırı getiri elde edilmesi beklenir. 1993-2020 dönemi ilk halka arzlarında kısa dönemde (ilk gün) fiyat aralığı ile talep toplama küçük bir farkla daha fazla aşırı getiri sağlamasına rağmen uzun dönemde (36 ay) sabit fiyatla talep toplama yöntemi daha fazla pozitif getiri sağlamıştır. Bu durumda, ilk halka arzda, pay alan yatırımcıların pazarlık gücünden bağımsız olarak payların düşük fiyatlandığını söylemek mümkündür.

3.4.3. Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı %50 ve Üzerinde Olan ve Yıldız Pazarda İşlem Gören Şirketler

1993-2020 araştırma döneminde yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlere ilişkin veriler tablo 68’de verilmiştir.

Tablo 68

Yurtdışı Kurumsal Tahsis +%50, Yıldız Pazar

Yıldız Pazar	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay	İlk Gün	1. Ay	12. Ay	24. Ay	36. Ay
Yurt Dışı Tahsis %50 ve Üzeri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Ham Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri	Aşırı Getiri
Ortalama Getiri	5,51%	2,27%	6,01%	26,6%	92,4%	6,02%	1,03%	-0,09%	10,27%	-1,56%
Örnekleme	26	26	26	26	25	26	26	26	26	25
Minimum %	-11,6	-22,64	-75,02	-65,03	-64,17	-12,81	-42,51	-103,49	-102,52	-735,28
Maximum %	21,50	31,93	254,6	349,2	1035	22,83	35,46	123,89	199,44	400,45
Medyan	5,47%	0,73%	-8,0%	-0,2%	9,01%	6,44%	6,39%	2,16%	4,47%	-0,95%
Standart Sapma	0,086	0,145	0,700	0,887	2,558	0,092	0,177	0,436	0,618	1,912
Varyans	0,007	0,021	0,490	0,786	6,544	0,009	0,031	0,190	0,382	3,655
t test	0,002	0,806	0,996	0,617	0,985	0,002	0,965	0,677	0,706	0,205

Tabloya göre ilk gün aşırı getirisi %6,02 olan bu ilk halka arzların 1. ay aşırı getirisi %1,03 olmuştur. 12. ay sonu itibariyle çok küçük bir negatif -%,09 aşırı getirisi sağlamış, 24. ay getirisi %10,27 olurken ve 36. ayda tekrar küçük bir -%1,56 aşırı getirisi elde edilmiştir. Yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üstünde olan şirketlerde ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkünken, uzun dönemde (36 ay) piyasa getirisine çok yakın bir getiri elde edilmiştir. İlk halka arz fiyatının bu modelde uzun dönem için doğru belirlendiğini söylemek mümkündür.

IV. TÜRKİYE’DE İLK HALKA ARZLARIN KISA VE UZUN DÖNEMLİ FİYAT PERFORMANSINI ETKİLEYEN DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de gerçekleşen ilk halka arzların performanslarının nelere bağlı olduğu birçok değişkenden yararlanılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Analiz iki aşamada gerçekleştirilmiştir. Öncelikle, 1993-2020 dönemindeki analize konu olan 347 ilk halka arzın performansına etki ettiği düşünülen değişkenler, literatür doğrultusunda, seçilmiş, açıklanmış ve bu değişkenlerden modeller oluşturulmuştur. Daha sonra hisse senetlerinin getirileri ile bu getirilerin belirleyici unsurları olarak tespit edilen modeller arasındaki ilişki çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemiyle incelenmiştir.

4.1. Veri ve Yöntem

Bu bölümde, analiz için gerekli olan veriler ve araştırmanın yöntemi hakkında bilgi verilmiştir.

4.1.1. Araştırmanın Veri Seti

İlk halka arz hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını temsil etmesi amacıyla belirlenen getiriler, kısa dönem için ilk gün ham getiri, ilk gün aşırı getiri ve uzun dönem için 36. ay ham getiri ve 36. ay aşırı getirileridir. Söz konusu bağımlı değişkenler buldukları pazar, buldukları sektör, halka arz büyüklüğü ve (1993-2004), (2005-2020) ve (1993-2020) dönemleri ve son durum itibariyle mali durumları için ayrı ayrı ayrı gruplandırılarak açıklayıcı değişkenlerle ilişkileri incelenmiştir. Söz konusu incelemelerde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin etkisi dikkate alınmamıştır.

Bağımlı değişkenler ile ilişkilendirilmiş olan Halka Arz Hasılatı, Halka Açılma Oranı, Halka Arz Yöntemi, Satış Yöntemi, Halka Arz Fiyatı, Bulduğu Pazar içsel değişkenler, aynı tarihlerdeki Hisse Senedi Piyasa Getirisi, Yıllık Halka Arz Sayıları, Yıllık İlk Halka Arz Tutarları, Yıllık İlk Halka Arz Ortalama Tutarları, Bir Önceki Yıl İlk Halka Arz Ortalama Getirileri, Mevduat Faiz Oranları ve Yıllık Enflasyon dışsal değişkenler şeklinde belirlenen toplam 13 değişken açıklayıcı değişkenler olarak tanımlanmıştır.

Seçilen bağımlı değişkenler ve açıklayıcı değişkenler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

4.1.1.1. Bağımlı Değişkenler

Bağımlı değişkenler ilk gün ham getiri, ilk gün aşırı getiri, 36. ay satın al ve tut ham getiri ve 36. ay satın al ve tut aşırı getiriden oluşmaktadır. Tüm getiriler düzeltilmiş getirilerdir.

İlk Gün Ham Getiri: İlk kez halka arz edilen hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı ilk gün gerçekleşen getirisi ilk gün ham getiridir.

İlk Gün Aşırı Getiri: İlk kez halka arz edilen hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı ilk gün gerçekleşen getirisinin aynı tarihteki Bist100 endeks getirisi ile farkı ilk gün aşırı getiridir.

36. Ay Satın Al ve Tut Ham Getiri: İlk kez halka arz edilen hisse senedinin halka arz fiyatıyla satın alınması ve elde tutulması ile 36. ayda elde edilen getiridir.

36. Ay Satın Al ve Tut Aşırı Getiri: İlk kez halka arz edilen hisse senedinin halka arz fiyatıyla satın alınması ve elde tutulması ile 36. ayda elde edilen getirinin aynı tarihteki Bist100 endeks getirisi ile farkı 36. ay satın al ve tut aşırı getirisidir.

Bu değişkenlerden hisse senedinin ilk gündeki getirileri ile uzun dönem performansı arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla bu getiriler açıklayıcı değişken olarak da kullanılmıştır.

4.1.1.2. Açıklayıcı Değişkenler

Açıklayıcı değişkenler, Halka Arz Hasılatı, Halka Açılma Oranı, Halka Arz Yöntemi, Satış Yöntemi, Bulunduğu Pazar, İlk Halka Arz Birim Satış Fiyatı içsel değişkenler, Yıllık Halka Arz Sayıları, aynı tarihlerdeki Hisse Senedi Piyasa Getirisi, Bir Önceki Yıl İlk Halka Arz Ortalama Getirileri, Mevduat Faiz Oranları ve Yıllık Enflasyon dışsal değişkenlerdir.

- **Halka Arz Hasılatı:** Bu çalışmada, hisse senedinin fiyat performansını etkilediği düşünülen ilk halka arz ile sağlanan fonun büyüklüğü açıklayıcı değişken olarak

belirlenmiştir.²⁸³ Halka arz hasılatı ile hisse senedi getirileri arasında ters orantılı bir ilişki beklenmektedir. Analizde kullanılan 347 ilk halka arzın dolar cinsinden hasılat tutarları Borsa İstanbul veri tabanından elde edilmiştir. İlk halka arzların fiyat performanslarının değerlendirilmesinde bu değişkenden yararlanan araştırmacılara; Gale– Stiglitz, Aggarwal–Rivoli, Carter-Manaster, Manuer-Senbet, Hanley, Kıymaz örnek gösterilebilir.²⁸⁴

- **Halka Açılma Oranı:** Halka açılma oranı, ilk halka arzlarda firmaların halka açmaya karar verdiği hisse senetlerinin oranıdır. Bu çalışmada halka açılma oranı, hisse senetlerinin performanslarını açıklayıcı bir değişken olarak belirlenmiştir. Bu değişken ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki için ön beklenti pozitif veya negatif olabileceği şeklindedir. Halka arz oranları İstanbul Borsası veri tabanından elde edilmiştir. Literatürde, ilk halka arzların performanslarının değerlendirilmesinde bu değişkenden faydalanan çalışmalara; Krinsky Rotenberg, Grinblatt-Hwang, Affleck-Graves vd. örnek olarak gösterilebilir.²⁸⁵
- **Halka Arz Yöntemi:** Halka arz yönteminin, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları üzerindeki etkisini ortaya koymak için bu çalışmada bir kukla değişken oluşturulmuştur. Kukla değişken, halka arz sermaye artırımını yolu ile yapılırsa “1” değerini, portföyden satış-mevcut payların halka arzı yoluyla yapılırsa “0” değerini almaktadır. Halka arzın sermaye artırımını yöntemi ile yapılması durumu ile hisse senedi getirileri arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir. Analize konu olan 347 ilk halka arz için uygulanan halka arz yöntemleri Borsa İstanbul veri tabanından elde edilmiştir. “Literatürde, bu değişkenden yararlanan araştırmacılara; Leland-Pyle, James-Wier, Garfinkel, Akbulak, Özer, Kıymaz, Teker-Ekit örnek olarak gösterilebilir.”²⁸⁶
- **Satış Yöntemi:** 1993-2020 araştırma döneminde hisse senetlerini ilk kez halka arz eden olan firmaların uyguladıkları satış yöntemleri sırası ile sabit fiyatla talep toplama (direkt satış yöntemi), fiyat aralığı ile talep toplama ve borsada satış yöntemleridir. İlk halka arzlarda uygulanan satış yöntemlerinin hisse senetlerinin fiyat

²⁸³ Amar Galijasević Josef Tegbaru, Can IPO first day returns be predicted? A multiple linear regression analysis, Royal Institute of Technology School of Engineering Sciences, s.18

²⁸⁴ Ayten Turan Kurtaran, Türkiye’de İlk Halka Arzların Fiyat Performanslarının Sektörler İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi, Doktora Tezi, 2012, Karadeniz Teknik Üniv.

²⁸⁵ Ayten Turan Kurtaran, Age., s.191

²⁸⁶ Ayten Turan Kurtaran, Age., s.191

performansları üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla bu değişken oluşturulmuştur. Kukla değişken, hisse senetlerin işlem gördüğü pazarlara göre farklılaştırılarak kullanılmıştır. Yıldız Pazar için fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi kullanılmışsa “1” değerini, diğer yöntemler “0” değerini, Ana Pazar için sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile hisse senetleri halka arz edilmişse “1” değerini, diğer yöntemlerle hisse senetleri halka arz edilmişse “0” değerini ve Alt Pazar için borsada satış yöntemi kullanılmışsa “1” değerini, diğer yöntemler “0” değerini almaktadır. İlgili pazarlarda seçilen halka arz yöntemi ile hisse senedi getirileri arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir. Analize konu olan 347 ilk halka arz için uygulanan satış yöntemleri Borsa İstanbul veri tabanından elde edilmiştir. “Bu değişkenin kullanıldığı çalışmalara Kırkulak ve Küçükkocaoğlu-Alagöz örnek olarak gösterilebilir.”²⁸⁷

- **Bulunduğu Pazar:** 1993-2020 tarihleri arasında ilk kez halka arz edilen şirketlerin son durum itibariyle buldukları Pazar modele kukla değişken olarak eklenmiştir. İlk kez halka arz edilen 347 şirketten halen Yıldız Pazarda işlem gören hisse senetleri için kukla değişken değeri “1” diğer pazarlar için “0” alınmıştır. Şirket hisse senetlerinin bulunduğu pazarın hisse senedi getirilerine etkisi her iki yönlüde olabilecektir. Ayrıca şirketler, buldukları Pazar bazında gruplandırılarak, diğer açıklayıcı değişkenlerin etkisi Pazar bazında da analiz edilmiştir.
- **İlk Halka Arz Birim Satış Fiyatı:** İlk halka arz hisse senetlerinin özellikle kısa dönem getirisinde birim hisse senedi fiyatının açıklayıcı olup olmadığı analiz edilmiştir.²⁸⁸ Toplam şirket değeri değişmemekle birlikte yüksek birim fiyatlı hisselerde likidite problemi olabileceği ve fiyat adımlarının daha yüksek olması nedeniyle volatilitenin yüksek olabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle satış fiyatı yüksek hisselerde fiyat performansı daha düşük olabilecektir. Hisse senedi birim fiyatları ile getirileri arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir.
- **Yıllık Halka Arz Sayıları:** Halka arz piyasasının canlılığını ölçmek amacıyla kullanılacak değişkenlerden birisi yıllık halka arz sayılarıdır. Yıllık ilk halka arz sayısının yüksek olması canlı bir piyasanın varlığına işaret olacaktır. Bu değişkenle hisse performansları arasında iki yönlüde ilişki gözlemlenebileceği düşünülmektedir. Halka arz sayılarının fazla olması, yatırımcılar açısından alternatiflerin fazla olması

²⁸⁷ Ayten Turan Kurtaran, Age., s.192

²⁸⁸ Amar Galijasević Josef Tegbaru, Can IPO first day returns be predicted? A multiple linear regression analysis, Royal Institute of Technology School of Engineering Sciences,s.18

ve daha yüksek getiri beklentisine yol açabileceği gibi, şirketlerin canlı piyasada fiyatları yeterince yüksek görüp halka arza gitmiş olabileceğine ve fiyatların düşebileceğine de işaret ediyor olabilir. Bu veri Borsa İstanbul data setinden alınmıştır.

- **Yıllık İlk Halka Arz Tutarları:** Yıllık halka arz sayıları gibi o yıl içinde yapılan ilk halka arzların toplam büyüklüğü de hisse senetlerinin fiyat performansı üzerinde etkili olabilir. Canlı bir piyasada yatırımcı psikolojisinin olumlu olması hisse fiyatlarında olumlu sonuçlar yaratacağı gibi tersi durumda geçerlidir. Özellikle Türkiye gibi nispeten piyasa büyüklüğü sınırlı piyasalarda ilk halka arzların tutarı belli bir büyüklüğü aşarsa piyasa tarafından karşılanamama sorunu ortaya çıkabilir. Bu durum hisse performanslarına olumsuz yansıyabilir. Bu nedenle yıllar itibarıyla bu değişkenin hisse performansına etkisi değişebilecektir.
- **Yıllık İlk Halka Arz Ortalama Tutarları:** Yıllık ilk halka arzların toplam tutarı, sayısı kadar ilk halka arzların ortalama büyüklükleri de önemlidir. Ortalama büyüklükler piyasanın hareketliliğini gösterdiği gibi her piyasanın ilk halka arz tutarı alışkanlık seviyesi hakkında da gösterge olabilir. Ortalamanın üstündeki tutarlı ilk halka arzlar satış kolaylığı açısından düşük fiyatlamaya yönelebileceklerdir. Bu değişkenin hisse performansına etkisini doğrusal olarak beklemekteyiz.
- **Hisse Senedi Piyasa Getirisi:** İlk halka arz edilen hisse senedinin kısa ve uzun dönem performanslarına etki eden değişkenlerden birisi olarak aynı dönemdeki hisse senedi piyasa getirileri dikkate alınmıştır. Bist100 endeksinin ilgili dönemlerdeki getirisi Borsa İstanbul veri tabanından hesaplanmıştır. Hisse senedi piyasa getirisi ile ilk halka arzların fiyat performansları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Halka arzlar ve makroekonomik değişkenler, yani dış faktörler arasındaki ilişkiye bakan sınırlı sayıda çalışma vardır. Bunlardan biri Lougran ve arkadaşlarının çalışmasıdır.²⁸⁹ 15 ülkede endeksler ve GSYİH büyüme oranları ile halka arz sayıları ve enflasyona göre düzeltilmiş hisse senedi fiyatı arasındaki pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

²⁸⁹ Loughran, Tim, Jay R. Ritter, and Kristian Rydqvist, 1994. Initial public offerings: international insights. Pacific Basin Finance Journal 2(2), 165-200.

Rydqvist ve Högholm, 11 Avrupa ülkesi (1980-1989) ve İsveç'teki aile şirketlerini (1970-1991), kapsayan çalışmalarında ilk halka arz sayı ve performanslarının piyasa döngüleri ile değil hisse senedi fiyat getirisi ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır.²⁹⁰

“Bu değişkenin kullanıldığı diğer çalışmalara; Ritter, Kunz ve Aggarwal, Özer, Kıymaz örnek olarak gösterilebilir.”²⁹¹

- **Bir Önceki Yıl İlk Halka Arz Ortalama Getirileri:** İlk halka arza olan talebi etkileyen faktörlerden birisi olarak daha önce halka arzı yapılmış hisse senetlerinin getirileri açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Bu amaçla, yıllar itibariyle ilk halka arzların ortalama yıllık getirileri hesaplanmış, ilk halka arzın yapıldığı yıldan bir önceki yıl getirisi (ham getiri ve aşırı getiri ayrı ayrı hesaplanmıştır) açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Bu getiriler ile ilk halka arz kısa dönem getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir.
- **Mevduat Faiz Oranları:** İlk halka arz hisse senetlerinin performansını etkileyen makro değişkenlerden birisi olarak 1 aylık ortalama mevduat faizleri kullanılmıştır. Söz konusu oranın işletmeler için maliyet unsuru olan kredi faiz oranlarını da dolaylı olarak yansıttığı varsayılmıştır. Mevduat faiz oranları verisi T.C. Merkez Bankası veri tabanından alınmıştır. Mevduat faiz oranları ile ilk halka arz hisse senedi performansları arasında kısa dönemde aynı yönlü, uzun dönemde ise ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Ancak, Breinlinger ve Glogova²⁹² yaptıkları çalışmada makroekonomik faktörlerin halka arz sıklığı ile ilişkisini zayıf bulmuşlardır. Halka arzların hacmi ile, GSYİH büyüme oranı ve faiz oranları arasında bir ilişki bulamamışlardır.
- **Yıllık Enflasyon:** İlk halka arz hisse senetlerinin performansını etkileyen makro değişkenlerden diğeri olarak yıllık tüketici fiyat enflasyonu kullanılmıştır. Hisse senedi getirileri ile enflasyon arasındaki ilişki hisse bazlı olarak değişiklik göstermektedir. Özellikle uzun dönemli ilk halka arz hisse senetlerinin performansı üzerinde enflasyonun sektör bazlı pozitif veya negatif etkileri beklenmektedir. Enflasyon verisi ekonomiatlası.com sitesinden temin edilmiştir. Yıllık enflasyon oranları ile ilk halka arz hisse senedi performansları arasında kısa dönemde aynı yönlü

²⁹⁰ Rydqvist, Kristian and Kenneth Högholm, 1995. Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management* 1(3), 287-315.

²⁹¹ Ayten Turan Kurtaran, Age., s.195

²⁹² Breinlinger, Luise and Evgenia Glogova, 2002. Determinants of Initial Public Offerings-A European Time-Series Cross-Section Analysis. *Financial Stability Report* 3, 87-106

bir ilişki beklenmektedir. Uzun dönemde bu ilişki sektör bazında farklılık gösterebilecektir.

- **Mali Durum** : İnceleme dönemi içinde ilk halka arzını gerçekleştiren şirketlerin 36 aylık veri dönemi sonrasında mali durumlarında bozulmaya paralel borsa kotundan çıkartılması veya yakın izleme pazarına alınması durumu modele kukla değişkenler yoluyla tanımlanmıştır. Mali durumunda sorun olmayan ve halen İstanbul Borsasında aktif olarak işlem görmeye devam eden veya kendi isteği ile borsa kotundan çıkan şirket hisse senetleri “1” kodu ile diğer hisse senetleri ise “0” kodu ile tanımlanmıştır. Kısa ve uzun dönem hisse performansı ile mali durum arasında doğrusal yönlü bir ilişki beklenmektedir.

4.1.2. Araştırmanın Yöntemi:

1993-2020 dönemi ilk halka arzlarını kapsayan araştırma da kısa (ilk gün) ve uzun dönem (36 ay) için ayrı ayrı olmak üzere fiyat performanslarını etkilediği düşünülen açıklayıcı değişkenlerle modeller oluşturulmuştur. Söz konusu modeller, oluşturulan alt gruplar bazında da ayrı ayrı test edilmiştir.

İlk halka arzlarda hisse senetlerin performanslarını etkileyen değişkenlerin etki yönlerinin ve bir bütün olarak açıklama güçlerinin test edilmesinde kullanılan yöntem, çok değişkenli doğrusal regresyon yöntemidir. Regresyon yönteminde, hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli getiri oranları, analize katılan açıklayıcı değişkenlerle açıklanmaya çalışılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki etkileşim oranını gösteren beta katsayıları yardımıyla hisse senetlerinin getiri oranları üzerinde hangi değişkenin ne kadar etkili olduğu test edilmiş ve ulaşılan sonuçlar yorumlanmıştır. Belirlenmiş 4 adet bağımlı değişken için çok sayıda regresyon modeli oluşturulmuştur. Belirlenen tüm açıklayıcı değişkenler, her grup için, bağımlı değişkeni açıklama güçlerine göre modellere dahil edilmiş veya çıkartılmıştır. Bağımlı değişken olarak tanımlanan kısa ve uzun dönem ilk halka arz getirileri ile açıklayıcı değişken olarak belirlenen değişkenler arasında kurulan modellerde açıklama gücü en yüksek modeller oluşturulmaya çalışılmıştır. Oluşturulan regresyon modellerinin istatistikî sonuçları, örnek olarak sadece genel grup için ayrıntılı olarak tablolaştırılmış ve incelenmiş, diğer gruplar için sonuçlar, özet tablolara aktarılmış, ayrıntılı istatistiklere eklerde yer verilmiştir.

4.2. Araştırmanın Bulguları:

1993-2020 dönemini kapsayan 347 ilk halka arzın kısa ve uzun dönemli fiyat performanslarını açıklamaya çalışan regresyon modelleri, oluşturulan her ayırım için ayrı ayrı test edilmiştir. Bu ayırımlar: 1993-2020 **Dönemsel Ayırımı**, 1993-2004 Dönemsel Ayırımı, 2005-2020 Dönemsel Ayırımı, **Halka Arz Büyüklüğü Ayırımı** : 50 milyon US dolar ve Üstü, 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon dolar Arası, 9,9 milyon US dolar altı, **Sektörel Ayırım** : 1993-2020 Sanayi Sektörü, 1993-2020 Mali Sektör, 1993-2020 Hizmet Sektörü, 1993-2020 Teknoloji Sektörü, **Pazar Ayırımı** : 1993-2020 Yıldız Pazar, 1993-2020 Ana Pazar, 1993-2020 Alt Pazar, 1993-2020 Diğer Pazar, **Mali Durum Ayırımı** : 1993-2020 Mali Durumu Sorunsuz, 1993-2020 Mali Durumu Sorunlu ve Özel Gruptur.

Her ayırım için, ayırımın özellikleri ve kısa/uzun dönem olup olmamasına bağlı olarak farklı farklı regresyon modelleri kullanılmıştır.

4.2.1. Kısa Dönem, ilk Gün Ham Getiri : İlk halka arzı yapılan toplam 347 şirketin ilk gün ham getirilerini açıklamaya çalışan ve 13 açıklayıcı değişkenle oluşturulan modelin sonuçları Tablo 69’da verilmiştir.

Tablo 69

İlk Gün Ham Getiri 13 Değişkenli Regresyon Modeli **Regresyon İstatistikleri**

Çoklu R	0,162			
R Kare	0,026			
Ayarlı R Kare	-0,012			
Standard Hata	0,103			
Gözlem	347			
F	0,6930			
Anlamlılık F	0,7703			
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri
Sabit Terim	0,0903	0,0305	2,9639	0,0033
Ham Getiri T-1 Yıl	-0,0132	0,2138	- 0,0617	0,9508
Mevduat Faiz Oranları %	0,0002	0,0005	0,2880	0,7735
Endeks Getiri Gün1	0,2587	0,2122	1,2191	0,2237
Halka Arz Sayısı	-0,0010	0,0009	- 1,0684	0,2861
Toplam Yıllık Halka Arz \$	0,0000	0,0000	0,7309	0,4653
Halka Arz Fiyatı TL	-0,0006	0,0016	- 0,3511	0,7257
Toplam \$	-0,0000	0,0000	- 0,9423	0,3467
Halka Açılma Oranları	-0,0177	0,0353	- 0,5024	0,6157
Yurtdışı Kurumsal	-0,0000	0,0003	- 0,1580	0,8746
Ortalama Halka Arz Tutarı \$	0,0000	0,0000	0,2727	0,7853
Mali Durum	-0,0145	0,0135	- 1,0695	0,2856
Enflasyon Oran	0,0002	0,0005	0,3189	0,7500
Sermaye Artırımı Kukla	-0,0003	0,0137	- 0,0185	0,9853

R Kare ve Ayarlı R Kare değerleri modelin açıklama gücünün olmadığını göstermektedir. Buna rağmen açıklayıcı değişkenlerin beta katsayılarının işaretlerini ve denkleme katkılarını değerlendirmek için P-değerlerine bakabiliriz. Öncelikle sabit terim hariç tüm açıklayıcı değişkenler, istatistiki olarak, bağımlı değişkeni açıklamakta anlamsız çıkmıştır. İlk halka arzların bir önceki yıl ortalama getirileri ile ilk gün ham getiri arasındaki ilişki, beklentimizin aksine ters yönlü çıkmıştır. Bir önceki yıl ilk halka arzlarının ortalama getirisinin yükselmesi, denkleme göre ilk halka arz ilk gün getirisini düşürmektedir. Mevduat faiz oranları ve enflasyon oranı ile ilk gün ham getiri arasında ilişki sifıra yakındır. Bu açıklayıcı değişkenler ilk gün ham getiriyi açıklamakta anlamlı değildir. Aynı gün endeksin getirisi ile ilk gün getirisi arasında beklendiği üzere pozitif yönlü bir ilişki vardır. O yıl içinde yapılan halka arz sayısı ile ilk gün getirisi arasında ters yönlü ancak zayıf bir ilişki vardır. Yıl içinde yapılan halka arz sayısı arttıkça, ilk gün getirisi de yükselmektedir. Toplam yıllık halka arz tutarı, yıllık ortalama halka arz tutarı, yurtdışı kurumsal tahsis oranı, toplam ilk halka arz tutarı ile ilk gün getirisi arasındaki ilişki sifirdır. Birim halka arz fiyatı ile ilk gün getirisi arasında ters yönlü ancak çok zayıf bir ilişki vardır. Halka açılma oranı ile ilk gün getirisi arasında ters yönlü bir ilişki gözükmemektedir. Yani halka açılma oranı arttıkça ilk gün ham getiri düşmektedir. Aynı şekilde şirketlerin mali durumları ile ilk gün getirileri arasında da ters yönlü bir ilişki gözükmemektedir.

4.2.2. Kısa Dönem, İlk Gün Aşırı Getiri. İlk halka arzı yapılan toplam 347 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan ve 13 açıklayıcı değişkenle oluşturulan modelin sonuçları tablo 70’te verilmiştir. Model oluşturulurken açıklayıcı değişkenlerde herhangi bir eleme yapılmamış, tüm değişkenler modele dahil edilmiştir.

Tablo 70

İlk Gün Aşırı Getiri 13 Değişkenli Regresyon Modeli

Çoklu R	0,2251
R Kare	0,0507
Ayarlı R Kare	0,0136
Standart Hata	0,1032
Gözlem	347
F	1,3671
Anlamlılık F	0,1734

(Devam ediyor)

(Tablo 70 devamı)

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri
Sabit Terim	0,0923	0,0316	2,9205	0,0037
A. Getiri T-1 Yıl	- 0,0438	0,2236	-0,1957	0,8450
Endeks Getiri Gün1	- 0,7397	0,2124	-3,4831	0,0006
Halka Açılma Oranları	- 0,0181	0,0352	-0,5143	0,6074
Mali Durum	- 0,0145	0,0135	-1,0712	0,2849
Enflasyon Oranı %	0,0002	0,0005	0,3437	0,7313
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0004	0,0137	-0,0311	0,9752
Mevduat Faiz Oranları %	0,0002	0,0005	0,2818	0,7782
Halka Arz Fiyatı	- 0,0006	0,0016	-0,3687	0,7126
Halka Arz Sayısı	- 0,0010	0,0009	-1,0810	0,2805
Toplam Yıllık Halka Arz \$	0,0000	0,0000	0,8425	0,4001
Toplam \$	- 0,0000	0,0000	-0,9449	0,3454
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0000	0,0003	-0,1506	0,8803
Ortalama Halka Arz Tutarı \$	0,0000	0,0000	0,2375	0,8124

R Kare ve Ayarlı R Kare değerleri bu modelin de açıklama gücünün olmadığını göstermektedir. P değerleri üzerinden baktığımızda, sabit terim ve endeks getiri gün1 dışında açıklayıcı değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. Yıllık ortalama halka arz tutarı, yurtdışı kurumsal tahsisat, toplam halka arz büyüklüğü ile ilk gün aşırı getiri arasındaki ilişki sıfır düzeyindedir. Benzer şekilde enflasyon oranı, halka arz birim fiyatı ve halka arzın sermaye artırımı yoluyla yapılmış olması da ilk gün hisse performansını açıklamada etkili değildir. Buna karşın, bir önceki yıl ilk halka arzlarının getirisi, halka açılma oranı, mali durum ve endeksin aynı gündeki performansı ile ters yönlü, mevduat faiz oranı ile aynı yönlü bir ilişki gözükmemektedir. İstatistiki olarak anlamlı açıklayıcı değişken, endeksin aynı günlerdeki getirisi ile beklediğimiz ilişki ters yönlüdür ve denkleminizde de ters yönlü bir ilişki çıkmıştır. Yani, halka arzın ilk günü endeks getirisi arttığında halka arz hisse senedinin ilk gün aşırı getirisi düşmektedir.

En geniş anlamda açıklayıcı değişkenleri içeren bu model için korelasyon katsayıları matrisi tablosu oluşturulmuştur. (Tablo 71)

Tablo 71

Korelasyon Katsayıları Matrisi

	A.Getiri T-1 Yıl	Endeks Getiri	Halka Açılma	Mali Durum	Enflasyon %	Sermaye Artırımı	Mevduat Kukla	Halka Arz Fiyatı	Halka Arz Sayısı..	Toplam Yıllık	Toplam \$	Yurtdışı Kurum	Ortalama Halka Arz	Aşırı Getiri.. gun1
A. Getiri T-1 Yıl	1,00	0,04	-0,13	-0,02	0,12	-0,02	0,10	-0,13	0,39	0,57	0,06	0,17	0,12	0,01
Endeks Getiri Gun1	0,04	1,00	-0,07	-0,09	-0,01	0,01	0,02	-0,04	-0,01	0,01	-0,06	-0,12	0,01	-0,18
Halka Aç. Oranları	-0,13	-0,07	1,00	-0,09	-0,21	-0,16	-0,20	0,08	-0,28	0,05	-0,05	-0,12	0,24	0,00
Mali Durum	-0,02	-0,09	-0,03	1,00	0,15	0,06	0,15	-0,04	0,12	-0,08	-0,12	-0,06	-0,11	0,03
Enflasyon Oranı%	0,12	-0,07	-0,21	0,15	1,00	0,18	0,96	-0,31	0,17	-0,34	-0,15	0,13	-0,31	0,08
Sermaye Art. Kukla	-0,02	0,01	-0,16	0,06	-0,18	1,00	-0,15	-0,01	0,17	0,04	-0,14	-0,02	-0,07	-0,02
Mevduat Oranları %	0,10	-0,02	-0,20	0,15	0,96	-0,15	1,00	-0,32	0,17	-0,32	-0,14	0,18	-0,28	0,08
Halka Arz Fiyatı	-0,13	-0,04	0,08	-0,4	-0,31	-0,01	-0,32	1,00	-0,12	0,08	0,20	0,22	0,10	-0,05
Halka Arı Sayısı	0,39	-0,01	-0,28	0,12	0,17	0,17	0,17	-0,12	1,00	0,36	-0,11	0,09	-0,22	-0,03
Yıllık Halka Arz S	0,57	0,01	0,05	-0,08	-0,34	0,04	-0,32	0,08	0,36	1,00	0,28	0,21	0,59	0,01
Toplam \$	0,06	-0,06	-0,05	-0,12	-0,15	-0,14	-0,14	0,20	-0,11	0,28	1,00	0,43	0,48	-0,02
Yurtdışı Kurumsal	0,17	-0,12	-0,12	-0,06	0,13	-0,02	0,18	0,22	0,09	0,21	0,43	1,00	0,18	0,02
Ortalama Halka Arz Tutarı \$	0,12	0,01	0,24	-0,11	-0,31	-0,07	-0,28	0,10	-0,22	0,59	0,48	0,18	1,00	0,02
A.Getiri gun1	0,01	-0,18	0,00	-0,03	0,08	-0,02	0,08	-0,05	-0,03	0,01	-0,02	0,02	0,02	1,00

Tabloya göre değişkenler arası korelasyon sorunu büyük ölçüde gözükmemektedir. Ortalama halka arz büyüklüğü ile toplam halka arz büyüklüğü arasında 0,59 katsayısı en yüksek korelasyona işaret etmektedir.

1993-2020 dönemi ilk halka arzlarının ilk gün getirilerini etkileyen değişkenleri saptama amaçlı olarak oluşturulan tüm veri modelleri ve bu modellere ilişkin ayrıntılı sonuçlar Ek : 9.1 ve 9.2’de, özet istatistiki bilgiler tablo 72’de verilmiştir.

Tablo 72

Tüm Veri Modelleri Özet

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Ham Getiri İlk Gün		Ham Getiri İlk Gün		A. Getiri İlk Gün		A.Getiri İlk Gün	
	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	0,0903	0,0305	0,0780	0,0232	0,0923	0,0316	0,0782	0,0239
Ham Getiri T-1 Yıl	- 0,0132	0,2138	0,0762	0,1338	-	-	-	-
A Getiri T-1 Yıl	-	-	-	-	- 0,044	0,224	0,0769	0,1547
Mevduat Faiz Oranları %	0,0002	0,0005	-	-	0,0002	0,0005	-	-
Endeks Getiri Gün1	0,2587	0,2122	0,2862	0,2084	-	0,2124	-	0,2085
Halka Arz Sayısı	- 0,0010	0,0009	-	-	0,7397	-	0,7148	-
Toplam Yıllık Halka Arz \$	0,0000	0,0000	-	-	0,0010	0,0009	-	-
Halka Arz Fiyatı	- 0,0006	0,0016	-	-	0,0000	0,0000	-	-
Toplam \$	- 0,0000	0,0000	-	-	0,0006	0,0016	-	-
Halka Açılma Oranları	- 0,0177	0,0353	- 0,0060	0,0317	0,0000	0,0000	-	-
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0000	0,0003	-	-	0,0181	0,0352	0,0070	0,0315
Ort. Halka Arz Tutarı \$	0,0000	0,0000	-	-	0,0000	0,0003	-	-
Mali Durum	- 0,0145	0,0135	- 0,0124	0,0131	0,0000	0,0000	-	-
Enflasyon Oranı %	0,0002	0,0005	-	-	- 0,015	0,0135	- 0,012	0,0131
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0003	0,0137	-	-	0,0002	0,0005	-	-
					0,0137	0,0137	-	-
					0,0004			
Çoklu R	0,1623		0,1015		0,2251		0,1863	
R Kare	0,0263		0,0103		0,0507		0,0347	
Ayarlı R Kare	- 0,0117		- 0,0013		0,0136		0,0234	
Standart Hata	0,1032		0,1027		0,1032		0,1027	
Gözlem	347		347		347		347	
F	0,6930		0,8897		3,0740		3,0740	
Anlamlılık F	0,7703		0,4702		0,0165		0,0165	

Tablodan da anlaşılacağı üzere belirlenen 13 değişken, halka arzların ilk gün oluşan getirilerini açıklamada son derece yetersiz kalmıştır. Beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın değişkenler modellerden çıkartılarak oluşturulan yeni modellerde de durum farklı değildir.

Aşırı getiri model 4 incelendiğinde, bir önceki yıl halka arzlarının aşırı getirisi arttıkça ilk gün aşırı getiri artmakta buna karşın endeks, halka açılma oranı ve mali durum ile ters yönlü bir ilişki gözükmemektedir. Model 3 ve model 4'te de halka açılma oranı ile ilk gün getirisi ters yönlü ilişki göstermiştir. Yani halka açılma oranı yükseldikçe ilk gün getirisi düşmektedir. Bu durum yine beklentilerimiz yönünde değildir. Genel anlamda halka açılma oranı ile ilk gün getirisi arasında ekonomik anlamda tek yönlü bir ilişki tanımlanamasa bile, uygulamada minimum ekonomik halka açılma tutarına ulaşmak için halka açılma oranının yükseltildiği düşünüldüğünde, fiyatlamada da daha fazla esneklik olabileceği beklenebilecektir. Mali durum değişkeni tüm modellerde negatif katsayılı çıkmıştır, bu değişkende ilk gün getirisi için beklenti oluşturmak zordur. Bu değişkenin daha çok uzun dönem getirisinde anlamlı sonuç üretebileceğini bekliyoruz.

Uluslararası literatürde kullanılmış olan açıklayıcı değişkenlerden önemli bir kısmı ilk gün ham ve aşırı getiri tahmin üzere oluşturulan modellerde sıfır veya sıfıra yakın katsayı almıştır. Bunlar: o yıl içinde yapılan toplam halka arz tutarı, ilk halka arzlardaki tutar miktarı, ortalama ilk halka arz büyüklüğü, yurt dışı kurumsal tahsis oranı, enflasyon oranı, mevduat faiz oranları, ilk halka arzın sermaye artırımını veya ortak satış şeklinde yapılıyor olması, halka arz birim fiyatı ve o yıl içinde yapılan ilk halka arz sayısıdır. Sıfırdan farklı katsayı alan değişkenler ise: bir önceki yıl ham ve aşırı getiri, ilk halka arz ilk gün ortalama getirisi, ilk gün endeks getirisi, halka açılma oranı ve mali durum değişkenleridir. Ancak bu değişkenlerle oluşturulan modellerinde bir bütün olarak ilk gün getirilerini açıklamakta yetersiz kaldığını söylemeliyiz. Uluslararası çalışmalarla paralellik arz eden bu sonuç şaşırtıcı olmamıştır.²⁹³²⁹⁴

Tüm veri üzerinden bu ön sonuçlara ulaşmamıza rağmen, oluşturulacak alt gruplamalarda modellerin nasıl sonuç vereceğini, alt gruplar bazında farklılıkların olup olmayacağını incelemek üzere çalışmamız devam etmiştir.

²⁹³ Amar Galijasević Josef Tegbaru, Can IPO first day returns be predicted? A multiple linear regression analysis, Royal Institute of Technology School of Engineering Sciences, s.33

²⁹⁴ K. S. Manu1 and Chhavi Saini, Valuation Analysis of Initial Public Offer (IPO): The Case of India, journals.sagepub.com/home/par, p.19

4.2.3. Kısa Dönem, Dönemsel Ayrım. 1993-2020 dönemi iki alt döneme ayrılmış ve her alt dönem için ilk halka arzlarının ilk gün getirilerini etkileyen değişkenleri saptama amaçlı olarak modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan dönemler ve modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.3 ve 9.4’te, özet istatistiki bilgiler tablo 73’te verilmiştir.

Tablo 73

Dönemsel Ayrım Modeller Özet

	Model 1		Model 2		Model 3	
	A. Getiri İlk Gün 93-04		A. Getiri İlk Gün 05-20		A. Getiri İlk Gün 93-20	
	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	0,2740	0,1067	0,0725	0,0571	0,0923	0,0316
Ham Getiri T-1 Yıl	-	-	-	-	-	-
A Getiri T-1 Yıl	- 0,8245	0,9365	0,0805	0,2988	- 0,0438	0,224
Mevduat Faiz Oran %	- 0,0014	0,0014	0,0023	0,0025	0,0002	0,0005
Endeks Getiri Gün1	- 0,6929	0,2685	- 0,9669	0,4222	- 0,7397	0,2124
Halka Arz Sayısı	- 0,0006	0,0033	- 0,0005	0,0013	- 0,0010	0,0009
Top. Yıl Halka Arz \$	0,0000	0,0000	- 0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Halka Arz Fiyatı	0,0048	0,0062	- 0,0003	0,0017	- 0,0006	0,0016
Toplam \$	- 0,0000	0,0000	- 0,0000	0,0000	- 0,0000	0,0000
Halka Açıl. Oranları	0,0061	0,0521	0,0023	0,0025	- 0,0181	0,0352
Yurtdışı Kurumsal	0,0001	0,0004	- 0,0002	0,0004	- 0,0000	0,0003
Ort. Arz Tutarı \$	- 0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Mali Durum	- 0,0240	0,0204	- 0,0010	0,0193	- 0,0145	0,0135
Enflasyon Oranı %	0,0005	0,0008	- 0,0008	0,0041	0,0002	0,0005
Sermaye Artırımı Kukla	0,0007	0,0202	- 0,0116	0,0199	- 0,0004	0,0137
<i>Çoklu R</i>	<i>0,2813</i>		<i>0,2637</i>		<i>0,2251</i>	
<i>R Kare</i>	<i>0,0791</i>		<i>0,0696</i>		<i>0,0507</i>	
<i>Ayarlı R Kare</i>	<i>0,0043</i>		<i>- 0,00</i>		<i>0,0136</i>	
<i>Standart Hata</i>	<i>0,1128</i>		<i>0,0935</i>		<i>0,1032</i>	
<i>Gözlem</i>	<i>174</i>		<i>173</i>		<i>347</i>	
<i>F</i>	<i>1,0573</i>		<i>0,9143</i>		<i>3,0740</i>	
<i>Anlamlılık F</i>	<i>0,4002</i>		<i>0,5397</i>		<i>0,0165</i>	

Tablodan da anlaşılacağı üzere belirlenen 13 açıklayıcı değişkenin 1993-2020 dönemi ilk halka arzlarının ilk gün getirilerini açıklama gücü düşük olduğu gibi 1993-2004 ve 2005-2020 alt dönemlerinde de söz konusu değişkenlerle oluşturulan modellerin de açıklama gücü yoktur.

1993-2004 döneminde yapılan ilk halka arzlarda: Yıllık ortalama halka arz tutarı, yurtdışı kurumsal tahsis, toplam halka arz tutarı, yıllık halka arz tutarı ile yıllık halka arz sayısı, enflasyon ve sermaye artırımını yoluyla halka arz, ilk gün hisse performansını açıklamada etkisiz veya çok düşük etkide değişkenlerdir. Aynı şekilde halka arz birim hisse fiyatı, mevduat faiz oranları ile halka açılma oranının beta katsayıları da çok

düşüktür. Diğer değişkenler mali durum, endeks getirisi ve bir önceki yıl halka arz ortalama getirileri ise ilk gün hisse performansı ile ters yönlü ilişki göstermektedir.

2005-2020 döneminde yapılan ilk halka arzlarda: Yıllık ortalama halka arz tutarı, yurtdışı kurumsal tahsis, toplam halka arz tutarı, yıllık halka arz tutarı ile yıllık halka arz sayısı, halka arz birim fiyatı, enflasyon ve mali durum, hisse performansını açıklamada etkisiz veya çok düşük etkide değişkenlerdir. Aynı şekilde mevduat faiz oranları ile sermaye artırımını ile halka arzın beta katsayıları da çok düşüktür. Diğer değişkenler, bir önceki yıl halka arz ortalama getirisi pozitif, endeks getirisi ve halka açılma oranı ise ilk gün hisse performansı ile negatif yönlü ilişki göstermektedir. 1993-2004 dönemi ile paralel sonuçlar elde edilmiştir.

4.2.4. Kısa Dönem Halka Arz Büyüklüğü Ayrımı. Halka arz büyüklükleri 3 farklı gruba bölünerek her bir grup için ilk gün hisse fiyat performansının farklılaşım farklılaşmadığı araştırılmıştır. İlk grup 50 Milyon US dolar üstü halka arz büyüklüğüne sahip gruptur. Önce tüm değişkenlerle model çalıştırılmış sonra tüm açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan modelden beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın olanlar çıkartılarak yeni model oluşturulmuştur. Halka arz büyüklüğü ile ilk gün getirilerini açıklama imkânı arasında doğrusal bir ilişki beklemekteyiz. Yani büyük tutarlı halka arzlarda, mevcut değişkenlerimizin ilk gün getirisini açıklamakta daha etkili olacağı beklentisine sahibiz. Halka arz büyüklüğü esas alınarak oluşturulan tüm modeller ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.5, 9.6 ve 9.7’de, özet istatistik bilgileri ise tablo 74’te verilmiştir.

Tablo 74

Halka Arz Büyüklüğü Modeller Özeti

	Model 50+Ham Getiri İlk Gün		Model 50+A.Getiri İlk Gün		Model Orta A.Getiri İlk Gün		Model Orta Ham Getiri İlk Gün		Model Küçük A.Getiri İlk Gün		Model Küçük Ham Getiri İlk Gün	
	Katsayı	S. hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	0,0826	0,068	0,0835	0,070	0,0021	0,050	- 0,029	0,052	0,1609	0,039	0,137	0,036
H.Gt. T-1 Yıl	0,1461	0,299	0,1041	0,315	0,3108	0,241	0,227	0,267	0,1468	0,270	0,032	0,225
Mevd. Oran	- 0,0024	0,002	- 1,0874	0,539								
Endeks Getiri Gün 1	- 0,1106	0,541	- 0,1486	0,120	0,1285	0,098	0,095	0,442	- 0,0490	0,038	0,375	0,270
Halka Arz Sayısı							0,002	0,002				
Halka Arz Fiyatı							0,004	0,004	- 0,0072	0,005		
Halka Açılma Oranları	- 0,1456	0,120	- 0,1486	0,120	0,1285	0,098	0,158	0,102	- 0,0490	0,038	- 0,038	0,038
Mali Durum	0,0383	0,051	0,0380	0,051			0,000	0,027	- 0,0303	0,017	- 0,034	0,017
Enflasyon Oranı %	0,0034	0,002	0,0034	0,002								
Ser. Artırımı Kukla	0,0048	0,026	0,0043	0,026	- 0,0363	0,025	- 0,044	0,026	0,0096	0,010	- 0,002	0,018
Çoklu R	0,3386		0,4226		0,2918		0,311		0,2673		0,197	
R Kare	00,1146		00,1786		00,0851		00,097		00,0715		00,039	
Ayarlı R Kare	- 0,0299		00,0445		00,0354		00,026		00,0360		00,013	
Standart Hata	00,0882		00,0883		00,1012		00,100		00,1046		00,105	
Gözlem	558		558		998		998		1191		1191	
F	00,7930		10,3315		10,7121		10,374		20,0122		10,500	
Anlamlılık F	00,6113		00,2506		00,1396		00,226		00,0557		00,192	

Tablodan da anlaşılacağı üzere farklı değişkenlerle oluşturulan ve halka arz büyüklüğüne göre gruplandırılmış ilk halka arzların ilk gün getirilerini açıklamaya çalışan modellerin açıklama güçleri düşüktür.

Model sonuçlarına göre büyük tutarlı halka arzlarda (50+) ilk gün hisse performansının bir önceki yıl halka arz getirileri, mali durum, enflasyon oranı ve halka arzın sermaye artırımını yoluyla yapılmasıyla doğrusal yönlü, endeksin getirisi, halka açılma oranı, mevduat faiz oranı ve halka arz sayısı ile ters yönlü etkileşimde olduğunu söylemek mümkündür. İlk gün endeks getirisi, mevduat faiz oranı ve halka arz sayısı değişkenlerinde beklentilerimiz ile model katsayıları uyumlu değildir.

Orta büyüklükte halka arzlar için, sermaye artırımını ters, bir önceki yılın halka arzlarının getirisi, halka açılma oranı, endeks getirisi ve mali durum doğrusal yönlü etkileşim içindedir. Halka arzın sermaye artırımını yoluyla yapılması büyük tutarlı halka arzlarda pozitif katsayılıyken, bu grup halka arzlarda negatif katsayılı çıkmıştır. Bu grup halka arzlarda ortak satışı seçeneği ilk gün getirisini yükseltmektedir. Benzer durum halka açılma oranları içinde söz konusudur. Halka açılma oranı yükseldikçe, büyük tutarlı halka arzlarda ilk gün getirisi düşerken, bu grupta halka açılma oranı tercih edilir bir durumdur ve oran arttıkça ilk gün getirisi de yükselmektedir.

Küçük tutarlı halka arzlarda, aşırı getiri için, ilk gün endeks getirisi, halka açılma oranı, mali durum, halka arz birim fiyatı ve halka arz sayısı ile negatif, modeldeki diğer değişkenlerle yani bir önceki yıl halka arzlarının ilk gün getirisi ve sermaye artırımını ile pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Endeks getirisi katsayısı ve halka açılma oranı katsayısı yine beklediğimiz yönde değildir. Aynı şekilde halka arz sayısı arttıkça ilk gün getirisinin de yükselmesini beklerdik. Çünkü rekabet arttıkça, bir an önce kaynağa ulaşmak isteyen şirket ve aracı kurum yöneticilerinin fiyat duyarlılığının düşmesi ve daha düşük halka arz fiyatlarına razı olması beklenir. Aynı şekilde yatırımcıların da seçenek çokluğunda ilk gün ıskontosu daha yüksek hisse senetlerini tercih edeceği açıktır. Ancak modelimiz, inceleme döneminde, küçük tutarlı halka arzlar için, halka açılma sayılarının artması ile ilk gün getirilerinin düştüğü şeklinde bir sonuç vermiştir.

Farklı halka arz büyüklüklerinde modele giren değişkenler farklılaşmıştır. Modeller 13 değişkenle denenmiş, beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın açıklayıcı değişkenler çıkartılarak yeni modeller oluşturulmuştur. İkinci denklemden katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın olan değişkenler ise denklemden bu kez çıkartılmamıştır. Buna göre 50 milyon us dolar ve üzeri halka arz büyüklüğü olan ilk halka arzlarda enflasyon oranı

ve mevduat faiz oranı denkleme gireirken, bu değişkenler orta ve küçük ilk halka arzlarda denkleme girememiştir. Bunu, halka arz büyüklüğü ve yatırımcı profilinin değişmesi olgusu ile açıklamak mümkündür. Genel anlamda mevduat müşterisi ve hisse senedi müşterisi birbirinden ayrı karakter ve risk seviyesindedir. Mevduat müşterileri risk sevmeyen müşteri profili olarak tanımlanabilirken, hisse senedi müşterisi risk alabilen müşteri tipidir. Nitekim sermaye piyasası kurumları müşterini tanı kuralı gereği, müşterisinin risk profili çıkartmakla ve uygun yatırım enstrümanlarını onlara sunmakla yükümlüdür. Yoğun reklam ve tanıtımın yapıldığı özelleştirme ve büyük tutarlı halka arzlarda yatırımcı profilinin biraz değiştiğini ve klasik hisse senedi müşterileri dışındaki risk alma dereceleri düşük yatırımcılarında bu halka arzlara katıldığını görebiliyoruz. Bu durum mevduat getirisini (ve enflasyonu) denkleme katan bir etken olabilir. Klasik hisse senedi müşterisi mevduat getirisine duyarsızken özelleştirmelerle hisse senediyle ilk kez tanışan müşterilerin mevduatı hala bir alternatif olarak değerlendirdiğini düşünmek mümkündür. Küçük tutarlı halka arzlarda ise halka arz birim fiyatı ve mali durumun modele girdiğini görüyoruz. Küçük tutarlı (ve nispeten spekülasyon) halka arzların yatırımcı profili, birim fiyata duyarlı gözükmektedir. Birim fiyat yükseldikçe ilk gün getirisi düşmektedir.

4.2.5. Kısa Dönem Sektörel Ayrım. Sektörel ayırım esas alınarak aşırı getiri ilk gün için oluşturulan tüm modeller ve bu modellere ilişkin modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.8, 9.9, 9.10 ve 9.11’de, özet istatistik bilgileri ise tablo 75’te verilmiştir.

Tablo 75

Sektörel Ayrım Modeller Özet

	Model		Model		Model		Model	
	Teknoloji Sektörü		Sanayi Sektörü		Hizmet Sektörü		Mali Sektör	
	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	- 0,0431	0,1325	0,1296	0,0454	0,1942	0,0641	0,0295	0,0461
A Getiri T-1 Yıl	- 0,0437	0,8287	- 0,2037	0,3140	0,1624	0,3090	0,5037	0,2727
Mevduat Faiz Oranları %	- 0,0029	0,0038	-	-	- 0,0009	0,0012	-	-
Endeks Getiri Gün 1	- 2,9280	1,9450	- 0,8380	0,3245	- 1,7464	0,5786	- 0,2772	0,3575
Halka Arz Sayısı	-	-	- 0,0010	0,0013	-	-	-	-
Halka Arz Fiyatı	- 0,0031	0,0267	-	-	- 0,0056	0,0038	-	-
Toplam \$	-	-	-	-	-	-	-	-

(Devam ediyor)

(Tablo 70 devamı)

	Model		Model		Model		Model	
	Teknoloji Sektörü	S.hata	Sanayi Sektörü	S.hata	Hizmet Sektörü	S.hata	Mali Sektör	S.hata
Halka Açılma Oranları	- 0,3723	0,8211	- 0,1757	0,0827	- 0,0278	0,0758	0,0271	0,0390
Mali Durum	0,1495	0,0846	-	-	- 0,0560	0,0319	- 0,0076	0,0257
Enflasyon Oranı %	0,0021	0,0036	0,0085	0,0196	0,0004	0,0011	-	-
Sermaye Artırımı	0,0949	0,2199	- 0,0024	0,0221	- 0,0433	0,0305	0,0097	0,0198
Kukla								
<i>Çoklu R</i>	0,8688		0,2964		0,4010		0,1923	
<i>R Kare</i>	0,7548		0,0879		0,1608		0,0370	
<i>Ayarlı R Kare</i>	0,3624		0,0434		0,0725		- 0,0060	
<i>Standart Hata</i>	0,0737		0,0977		0,1043		0,1002	
<i>Gözlem</i>	14		130		85		118	
<i>F</i>	1,9236		1,9745		1,8204		0,8599	
<i>Anlamlılık</i>	0,2442		0,0743		0,0861		0,5106	
<i>F</i>								

Oluşturduğumuz modellerin ilk gün aşırı getiriye açıklama güçleri çok düşüktür. Sektörel ayırım datası 1993-2020 döneminde, ilk halka arzların ilk gün aşırı getirilerini açıklayabilecek anlamlı modeller üretmemize izin vermemiştir. Açıklayıcı değişkenlerin istatistiki anlamlılıkları benzerlik gösterirken, işaretlerinde beklentilerimizin tersine durumlar oluşabilmiştir.

Sanayi sektörü model değişkenlerinden endeks getiri gün1 ve halka açılma oranı %95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak sabit terimle birlikte anlamlıdır. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. 1993-2020 döneminde sanayi sektöründe yapılan ilk halka arzlarda: sadece mali durum değişkeni pozitif katsayı taşırken, bir yıl önceki halka arzların ortalama getirisi, endeks getirisi, halka açılma oranı halka açılan şirket sayısı ve sermaye artırımı değişkenleri negatif katsayı almıştır. Özellikle bir önceki yıl halka arzların ortalama getirisi, endeks getirisi, halka açılan şirket sayısı ve sermaye artırımı değişkenlerinin katsayılarını pozitif beklerdik.

Hizmet sektörü için oluşturulan modelin açıklama gücü %7 ve düşüktür. İstatistiki olarak sabit terim dışında, endeks getiri gün1 %99, mali durum %90 düzeyinde anlamlıdır. 1993-2020 döneminde hizmet sektöründe yapılan ilk halka arzlarda: sadece bir önceki yıl aşırı getiri oranı ve enflasyon oranı değişkeni pozitif katsayı taşırken, diğer değişkenler negatif katsayı almıştır.

Mali sektör için oluşturulan modelin açıklama gücü düşüktür. İlginç biçimde endeks getiri gün1 istatistiki olarak anlamlı çıkmazken, bir önceki yılın ortalama aşırı getirisi %90 oranında istatistiki anlamlılık sergilemiştir. Bu değişkenin katsayı işareti de beklenen yönde pozitiftir. 1993-2020 döneminde mali sektörde yapılan ilk halka arzlarda: bir önceki yıl ilk halka arzlarının ilk gün ortalama getirisi, halka açılma oranı ve sermaye artırımını değişkenleri pozitif katsayı taşırken, endeks getirisi ve mali durum değişkenleri negatif katsayı almıştır.

1993-2020 döneminde teknoloji sektöründe toplam 8 değişkenle oluşturulan denklemin açıklama gücü %36'dır. Açıklayıcı değişkenlerin tamamı tek tek istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Şimdiye kadar oluşturduğumuz modellerin biri hariç hepsinde anlamlı çıkan endeks getirisi gün1, teknoloji sektörü için istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır. Bu durum gerek sektörel ve gerekse diğer alt gruplamaların yapılmasının yararlı olduğuna, verilerin bütünden farklı değişkenlikler gösterebildiğine delildir. Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde: Mali durum, enflasyon oranı ve sermaye artırımını değişkenlerinin ilk gün hisse performansına pozitif yönlü katkı yaptığını, diğer değişkenlerin ise negatif etki yaptığını görüyoruz.

4.2.6. Kısa Dönem Pazar Ayrımı. Pazar ayrımı esas alınarak ilk gün aşırı getiriler için oluşturulan tüm modeller ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.12, 9.13, 9.14 ve 9.15'te, özet istatistiki bilgiler ise tablo 76'da verilmiştir.

Tablo 76

Pazar Ayrımı Modeller Özet

	Model Yıldız Pazar		Model Ana Pazar		Model Alt Pazar		Model Diğer Kategori	
	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	0,0236	0,0532	0,0819	0,0281	0,0141	0,0724	0,1172	0,0564
A Getiri T-1 Yıl	0,3633	0,3424	-0,0887	0,2757	0,6830	0,5893	-0,1405	0,3263
Endeks Getiri Gün1	-1,1083	0,4783	-1,1085	0,4236	0,1262	0,6653	-0,5828	0,3194
Halka Arz Sayısı	-0,0008	0,0014	-	-	-	-	-	-
Halka Arz Fiyatı	-0,0013	0,0022	-	-	-0,0099	0,0080	-	-
Toplam \$	-	-	-	-	-	-	-	-
Halka Açılma Oranları	0,1010	0,1197	-0,0287	0,0578	-0,0082	0,0662	0,0222	0,0594
Enflasyon Oranı %	0,0007	0,0003	-	-	-	-	-0,0207	0,0248
Sermaye Artırımı Kukla	-0,0258	0,0228	-	-	0,0450	0,0366	-0,0167	0,0242

(Devam ediyor)

(Tablo 76 devamı)

	Model Yıldız Pazar	Model Ana Pazar	Model Alt Pazar	Model Diğer Kategori
	Katsayı	S.hata Katsayı	S.hata Katsayı	S.hata Katsayı
<i>Çoklu R</i>	0,3929	0,2316	0,3763	0,2246
<i>R Kare</i>	0,1544	0,0537	0,1416	0,0504
<i>Ayarlı R Kare</i>	0,0722	0,0302	- 0,0064	0,0034
<i>Standart Hata</i>	0,0929	0,1071	0,0960	0,1071
<i>Gözlem</i>	80	125	35	107
<i>F</i>	1,8780	2,2866	0,9568	1,0732
<i>Anlamlılık F</i>	0,0857	0,0821	0,4601	0,3798

1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen ve halen yıldız pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan ve toplam 7 değişkenle oluşturulan, denklemin açıklama gücü diğer denklemlere göre daha yüksek olmasına rağmen istatistiksel olarak halen anlamsızdır. Açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri gün1 ve enflasyon oranı %95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin, halka açılma oranının, enflasyon oranının ilk gün hisse performansına pozitif yönlü katkı yaptığını, endeks getirisinin, sermaye artırımının, halka arz birim fiyatı ve o yıl içinde yapılan halka arzların sayısının ise negatif etki yaptığını görüyoruz. Enflasyonun fiyat değişimini açıklama etkisi, istatistiki olarak anlamlı olmasına rağmen, katsayısı sıfıra yakındır. Yıldız pazar için oluşturulan modele halka arz birim fiyatı, o yıl içinde yapılan halka arz sayısı negatif katsayı ile girmiştir. Ayrıca düşük bir katsayı ile enflasyon oranının da modelde yer aldığını görüyoruz.

Halen ana pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan 3 değişkenli regresyon modelinde, denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak yoktur. Sabit değer ve endeks getiri gün1 istatistiki olarak anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin, halka açılma oranının ve endeks getirisinin beta katsayılarının sıfırdan farklı olduğunu ve ilk gün fiyat performansına beklentilerimizin aksine negatif etki yaptığını görüyoruz.

Alt pazarda işlem gören hisse senetleri için oluşturulan modelde, diğer modellerin aksine endeks getirisi gün1 değişkeni de istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Açıklayıcı değişkenlerin katsayıları incelendiğinde: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin, sermaye artırımının ve endeks getirisinin beta katsayılarının sıfırdan farklı olduğunu ve ilk gün

fiyat performansına beklentilerimiz doğrultusunda pozitif etki yaptığını, buna karşın halka açılma oranı ve birim halka arz fiyatının negatif katsayılı olduğunu görüyoruz.

Halen yıldız, ana veya alt Pazar dışında işlem gören veya borsa kotundan çıkmış veya çıkartılmış diğer kategorideki hisse senetlerinin, ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan regresyon modelinde de, denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak anlamsızdır. Sabit terim %95 ve endeks getiri gün1 %90 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin katsayıları incelendiğinde: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin, endeks getirisinin, mali durum ve sermaye artırımını değişkenlerinin beta katsayılarının sıfırdan farklı olduğunu ve ilk gün fiyat performansına negatif etki yaptığını, buna karşın halka açılma oranının pozitif katsayılı olduğunu görüyoruz.

4.2.7. Kısa Dönem Mali Durum Ayrımı. 1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen yıldız, ana veya alt Pazarda işlem gören toplam 266 şirket ile mali durumu bozulduğu için borsa kotundan çıkartılan veya yakın izleme pazarı ile piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören toplam 81 şirketin mali durumları esas alınarak oluşturulan grupta oluşan modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.16 ve 9.17’de, özet tablo ise Tablo 77’de verilmiştir.

Tablo 77

Mali Durum Modeller Özet

	Model		Model	
	Mali Durum Sorunsuz		Mali Durum Sorunlu	
	Katsayı	S.hata	Katsayı	S.hata
Sabit Terim	0,0694	0,0193	0,0529	0,0478
A Getiri T-1 Yıl	0,0544	0,1718	0,1769	0,3639
Endeks Getiri Gun1	- 0,6840	0,2719	- 0,7658	0,3348
Halka Açılma Oranları	- 0,0131	0,0356	0,0096	0,0717
Sermaye Artırımı Kukla	-	-	- 0,0155	0,0294
Çoklu R	0,1549		0,2652	
R Kare	0,0240		0,0703	
Ayarlı R Kare	0,0128		0,0214	
Standart Hata	0,1026		0,1051	
Gözlem	266		81	
F	2,1458		1,4371	
Anlamlılık F	0,0949		0,2299	

Tablonun incelenmesi ile de anlaşılacağı üzere regresyon modeli ile ilk gün aşırı getirileri, mali durum özelinde oluşturulmuş grupta da, açıklamak mümkün olmamıştır.

1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen ve halen yıldız, ana veya alt Pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan regresyon modelinde, beklentimiz çok sayıda değişkenin denkleme gireceği yönünde olmasına rağmen, sadece 3 değişkenin beta katsayıları sıfırdan farklı çıkmıştır. Denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak halen anlamsızdır. Açıklayıcı değişkenlerden sadece endeks getiri gün1 istatistiki olarak %95 seviyesinde anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin işaretlerine bakarsak: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin katsayısının pozitif diğer iki açıklayıcı değişken, endeks getirisi ve halka açılma oranının katsayısının ise negatif olduğunu görüyoruz.

Mali durumu sorunlu grup için oluşturulan regresyon modelinde, toplam 4 değişkenin beta katsayıları sıfırdan farklı çıktığını görüyoruz. Denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak halen anlamsızdır. Endeks getiri gün bir %95 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı çıkarken diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. Açıklayıcı değişkenlerin işaretlerine bakarsak: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin ve halka açılma oranının katsayısının pozitif diğer iki açıklayıcı değişken endeks getirisi ve sermaye artırım katsayısının ise negatif olduğunu görüyoruz.

4.2.8. Kısa Dönem Özel Grup. 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan 347 şirketin 16 adeti tez yazarının yönetici olduğu şirketlerin liderliği ve kontrolünde yapılmıştır. Aynı veri seti kullanılarak söz konusu şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 78'tedir.

Tablo 78

İlk Gün A. Getiri Özel Grup 7 Değişkenli Model

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,9265
R Kare	0,8585
Ayarlı R Kare	0,7346
Standart Hata	0,0440
Gözlem	16
F	6,9319
Anlamlılık F	0,0070

(Devam ediyor)

(Tablo 78 devamı)

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	- 0,0671	0,0786	- 0,8538	0,4181
Endeks Getiri Gün1	- 1,1535	0,8646	- 1,3341	0,2189
TL Mevduat Faiz Oranı	0,0072	0,0030	2,4146	0,0422
Enflasyon Oranı %	- 0,0073	0,0041	- 1,7856	0,1120
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0645	0,0451	- 1,4308	0,1904
Halka Açılma Oranları	0,1512	0,1530	0,9885	0,3519
Halka Arz Fiyatı	0,0231	0,0114	2,0285	0,0770
Bir Önceki Yıl Ort. Getiri	0,5199	0,2989	1,7396	0,1201

16 şirket için oluşturulan regresyon modelinde, toplam 7 değişkenin beta katsayıları sıfırdan farklı çıkmıştır, denklemin ilk gün aşırı getirilerini açıklama gücü %73'tür. Açıklayıcı değişkenlerden TL mevduat faiz oranı %95, halka arz fiyatı %90 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler tek tek istatistiki olarak anlamlı olmamakla birlikte model birlikte istatistiki olarak anlamlıdır. Tüm modelde ve diğer alt modellerde istatistiki olarak anlamlı çıkan endeks getirisi gün1, özel grup hisse senetleri için istatistiki olarak anlamlı değildir. Açıklayıcı değişkenlerin katsayılarına bakarsak: Endeks getirisi gün1 ve enflasyon oranı ile sermaye artırımı değişkenleri negatif katsayı, mevduat faiz oranı, halka açılma oranı, halka arz fiyatı ve bir önceki yıl halka arz ortalama getirisi pozitif katsayı almıştır. Endeks getirisi gün1 ve sermaye artırımı değişkenlerinin katsayıları beklenen yönde değildir. Ancak, diğer gruplar ve tüm verili modellerde de ilk gün endeks getirisinin katsayısı genel olarak negatif çıkmıştır. Endeks getirisinin negatif olduğu günlerde, bu durum ilk halka arz ilk gün aşırı getirisine olumlu yansımakta, endeks getirisinin pozitif olduğu günlerde ise ilk gün aşırı getirisi bundan olumsuz etkilenmektedir. Halka açılma oranı, halka arz fiyatı, daha önceki halka arzların ortalama getirisi ve mevduat faiz oranı ise beklendiği gibi ilk gün aşırı getiri ile doğrusal bir ilişki içindedir.

4.2.9. Kısa Dönem Değerlendirme. Bu bölümün amacı, regresyon yöntemiyle ilk halka arzlarda ilk gün getirisini tahmin etmenin mümkün olup olmadığını değerlendirmektir. Bu amaçla, olası etkiye sahip bir dizi açıklayıcı değişken seçilmiş ve farklı gruplandırmalar yapılmış ve tarihsel halka arz verileri kullanılmıştır. Öncelikle tüm açıklayıcı değişkenlerle farklı gruplar için regresyon modelleri yapılmış, daha sonra azaltılmış açıklayıcı değişken setleri ile modellerin öngörülebilirliği sınanmıştır. Modellerde kullanılan açıklayıcı değişkenlerin pozitif ilk gün getirisi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı anlaşıldığı gibi, modele dahil edilmeyen, getiri üzerinde potansiyel etkisi olan diğer faktörlerin de varlığı teyit edilmiştir.

Çalışmada, gerek seçilen tüm açıklayıcı değişkenlerin modele dahil edilmesi ile, açıklayıcı değişken sayısının azaltılması veya gerekse farklı gruplandırmalarla (özel grup hariç) şaşırtıcı derecede düşük bir R kare ile çok zayıf bir doğrusallık saptanmıştır.

Sonuç olarak, oluşturulan modellerde, seçilen açıklayıcı değişkenler ile halka arzların ilk gün getirisi arasındaki korelasyon çok düşüktür. Bir yatırımcı, halka arzın ilk günkü getirisini tahmin etmek için bu açıklayıcı değişkenlerle oluşturulmuş modelleri kullanmamalıdır. Halka arzların ilk gün getirisinin tahmininde başka açıklayıcı değişkenler araştırılmalı ve yeni modeller oluşturulmalıdır. Ayrıca bilgi asimetrisi, kazananın laneti ve sinyal teorisi gibi konuların, halka arzların genel olarak düşük fiyatlı olmasının ve bazı duygusal faktörlerin matematiksel bir regresyona dahil edilmesinin zor olmasının nedenleri olabileceği unutulmamalıdır.

4.2.10. Uzun Dönem, 36. Ay Satın Al ve Tut Ham Getiri. 1993-2018 döneminde (36 aylık elde tutma dönemi henüz dolmayan halka arzlar örneklemden çıkartılmıştır) ilk halka arzı yapılan ve halka arz fiyatıyla söz konusu 330 hisse senedine yatırım yapmış yatırımcının 36. ayda elde edeceği getiri olarak tanımlanan uzun dönem ham getirisini etkileyen değişkenleri analiz etmeye yönelik olarak oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 79’dadır.

Tablo 79 Uzun Dönem Ham Getiri 10 Değişkenli Model

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,6773			
R Kare	0,4587			
Ayarlı R Kare	0,4417			
Standart Hata	3,9716			
Gözlem	330			
F	27,03			
Anlamlılık F	0,00			
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0535	0,9120	0,0587	0,9532
Ham getiri gun1	0,5175	2,1744	0,2380	0,8120
Endeks getiri ay36	0,7819	0,0676	11,5670	0,0000
Toplam Halka Arz \$	0,0000	0,0000	0,3626	0,7172
Yurtdışı Kurumsal	0,0048	0,0093	0,5133	0,6081
Halka Açılma Oranları	0,4348	1,2545	0,3466	0,7291
Halka Arz Yöntemi	- 0,8587	0,6637	- 1,2937	0,1967
Mali Durum	- 0,0573	0,5419	- 0,1058	0,9158
A. getiri ay12	0,8875	0,2460	3,6084	0,0004
A. getiri ay24	0,9015	0,1425	6,3281	0,0000
Pazar	- 0,0238	0,6123	- 0,0389	0,9690

Oluşturulan modelin açıklama gücü, Ayarlı R kare 0,44'tür. Yani uzun dönem fiyat performansının %44'lük kısmı modelle açıklanabilmektedir. Açıklayıcı değişkenler endeks getiri ay36, aşırı getiri ay12 ve ay24 istatistiki olarak anlamlı iken, diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. F değeri denklemin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde yer alan değişkenler ve beta katsayılarının işaretleri şöyledir: Halka arz ilk gün ham getirisi bu modelde açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır ve katsayısı pozitif 0,5175'tir. Bist100 endeksinin 36. ayda sağladığı getiri aynı şekilde pozitif katsayılı ve 0,7819'dur. Endeksin aynı dönemdeki getirisi beklendiği üzere pozitif katsayılıdır. İlk halka arz büyüklüğünün uzun dönem hisse performansı üzerinde herhangi bir etkisi görünmemektedir. Aynı şekilde ilk halka arzda yurtdışı kurumsal tahsis oranı, uzun dönem hisse performansı açıklamakta düşük oranlı bir etkiye sahiptir. İlk halka arzda halka açılma oranı ise pozitif yönlü 0,4348 katsayıya sahiptir. Halka arz edilen hisse senetlerinin 12. ve 24. aydaki aşırı getirilerinin de hisse senedinin uzun dönemli performansını açıklamakta önemli olduğu görünmektedir. İlk halka arzın talep toplama yöntemi, uzun dönemli hisse performansında negatif yönlü olarak açıklama gücüne sahiptir. Hissenin halen işlem gördüğü Pazar ve mali durumunun ise negatif yönlü işaretlerine rağmen katsayıları düşüktür.

4.2.11. Uzun Dönem, 36. Ay Satın Al ve Tut Aşırı Getiri

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halka arz fiyatıyla söz konusu 330 hisse senedine yatırım yapmış yatırımcının 36. ayda elde edeceği ham getirinin, aynı dönemdeki Bist100 endeksinden farkı alınarak hesaplanan uzun dönem aşırı getirisini etkileyen değişkenleri analiz etmeye yönelik olarak oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 80'dedir.

Tablo 80

Uzun Dönem A. Getiri 10 Değişkenli Model

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,5748
R Kare	0,3304
Ayarlı R Kare	0,3095
Standart Hata	3,9716
Gözlem	330
F	15,744
Anlamlılık F	0,000

(Devam ediyor)

(Tablo 80 devamı)

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0535	0,9120	0,0587	0,9532
Ham getiri gun1	0,5175	2,1744	0,2380	0,8120
Endeks getiri ay36	- 0,2181	0,0676	- 3,2266	0,0014
Toplam Halka Arz \$	0,0000	0,0000	0,3626	0,7172
Yurtdışı Kurumsal	0,0048	0,0093	0,5133	0,6081
Halka Açılma Oranları	0,4348	1,2545	0,3466	0,7291
Halka Arz Yöntemi	- 0,8587	0,6637	- 1,2937	0,1967
Mali Durum	- 0,0573	0,5419	- 0,1058	0,9158
A. getiri ay12	0,8875	0,2460	3,6084	0,0004
A. getiri ay24	0,9015	0,1425	6,3281	0,0000
Pazar	- 0,0238	0,6123	- 0,0389	0,9690

Oluşturulan modelin açıklama gücü, Ayarlı R kare 0,30'dur. Uzun dönem ham getiri modeli ile aynı değişkenler kullanılmasına rağmen modelin açıklama oranı %44'ten %30'a gerilemiştir. Model katsayıları endeks getiri ay36 hariç olmak üzere birebir aynıdır. Ham getiri ile aşırı getiri arasındaki endeks getirisi farkı bir bütün olarak modelin açıklama gücünü etkilerken, model katsayıları sabit kalmaktadır. O nedenle çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sadece uzun dönem aşırı getiri üzerinden analizlere devam edilmiştir. Endeks getiri ay36 değişkeninin işareti aşırı getiri için negatife dönmüştür. Çünkü, bu döneme ilişkin endeks getirisi, ilgili hissenin aşırı getirisi hesaplanırken düzeltici olarak işlev görmektedir. Eğer endeks getirisi negatif ise ham getiriyi artırıcı, eğer pozitif ise ham getiriyi azaltıcı fonksiyon görmekte, dolayısıyla aşırı getiri ile ters yönlü çalışmaktadır.

Uzun dönem için en geniş açıklayıcı değişken sayısını içeren modelin korelasyon katsayıları tablo 81'de verilmiştir.

Tablo 81 Uzun Dönem A. Getiri Korelasyon Katsayıları Tablosu

	Ham getiri gun1	Endeks getiri ay36	Toplam Halka Arz \$	Yurtdışı Kurumsal	Halka Açılma Oranları	Halka Arz Yöntemi	Mali Durum	A.Getiri ay12	A.Getiri ay24	Pazar	A.Getiri ay36
Ham getiri gun1	1	0,017	-0,031	0,007	-0,020	-0,097	-0,053	0,194	0,099	0,033	0,094
Endeks getiri ay36	0,017	1	-0,143	0,069	-0,137	-0,016	0,111	0,024	-0,092	-0,025	-0,187
Toplam Halka Arz \$	-0,031	-0,143	1	0,414	-0,056	0,438	-0,120	0,001	0,031	0,354	0,034
Yurtdışı Kurumsal	0,007	0,069	0,414	1	-0,116	0,362	-0,078	-0,015	-0,049	0,282	-0,024
Halka Açılma Oranları	-0,020	-0,137	-0,056	-0,116	1	-0,049	-0,025	-0,075	-0,080	-0,180	-0,009
Halka Arz Yöntemi	-0,097	-0,016	0,438	0,362	-0,049	1	-0,119	0,000	0,025	0,313	-0,040
Mali Durum	-0,053	0,111	-0,120	-0,078	-0,025	-0,119	1	-0,107	-0,117	-0,309	-0,086
A. getiri ay12	0,194	0,024	0,001	-0,015	-0,075	0,000	-0,107	1	0,623	0,077	0,450
A. getiri ay24	0,099	-0,092	0,031	-0,049	-0,080	0,025	-0,117	0,623	1	0,161	0,527
Pazar	0,033	-0,025	0,354	0,282	-0,180	0,313	-0,309	0,077	0,161	1	0,072
A. getiri ay36	0,094	-0,187	0,034	-0,024	-0,009	-0,040	-0,086	0,450	0,527	0,072	1

Aşırı getiri ay12 ve ay24 ile bağımlı değişkenimiz arasında 0,45 ve 0,52'lik pozitif yönlü korelasyon zaten beklentimiz yönündedir. Aynı şekilde ay12 ve ay24 getirileri arasında da 0,62'lik katsayı vardır. Modelin DW değeri 2,19'dur ve otokorelasyon olmadığına işaret etmektedir.

Uzun dönem ham ve aşırı getiri ayrımı esas alınarak oluşturulan modeller ve bu modellere ilişkin özet istatistik bilgileri tablo 82'de verilmiştir.

Tablo 82

Uzun Dönem Getiri Modelleri Özeti

	Model		Model	
	Uzun Dönem		Uzun Dönem	
	Ham Getiri 93-18		Aşırı Getiri 93-18	
	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata
Sabit Terim	0,0535	0,912	0,0535	0,912
Ham getiri gün 1	0,5175	2,1744	0,5175	2,1744
Endeks getiri ay36	0,7819	0,0676	-0,2181	0,0676
Yurtdışı Kurumsal	0,0048	0,0093	0,0048	0,0093
Halka Açılma Oranları	0,4348	1,2545	0,4348	1,2545
Halka Arz Yöntemi	-0,8587	0,6637	-0,8587	0,6637
Mali Durum	-0,0573	0,5419	-0,0573	0,5419
A. getiri ay12	0,8875	0,246	0,8875	0,246
A. getiri ay24	0,9015	0,1425	0,9015	0,1425
Pazar	-0,0238	0,6123	-0,0238	0,6123
Çoklu R	0,6773		0,5748	
R Kare	0,4587		0,3304	
Ayarlı R Kare	0,4417		0,3095	
Standart Hata	3,9716		3,9716	
Gözlem	330		330	
F	27,03		15,7438	
Anlamlılık F	0,0000		0,0000	

Beta katsayıları sıfırdan farklı olan 10 adet açıklayıcı değişkenin 36 ay ham getiri ve aşırı getiri modellerinin açıklama güçleri sırasıyla %44 ve %31'dir. Model uzun dönem ham getiriyi açıklamakta daha başarılıdır.

4.2.12. Uzun Dönem Dönemsel Ayrım

Uzun dönem aşırı getirilerin 1993-2004 ve 2005-2018 dönemsel ayrımı esas alınarak oluşturulan modeller ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.18 ve 9.19'da, özet istatistik bilgileri ise tablo 83'te verilmiştir.

Tablo 83

Uzun Dönem A. Getiri Dönemsel Ayırım Modeller Özet

	Model		Model		Model	
	Uzun Dönem		Uzun Dönem		Uzun Dönem	
	Aşırı Getiri 93-04		Aşırı Getiri 05-18		Aşırı Getiri 93-18	
	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata
Sabit Terim	-1,0399	1,7729	0,993	0,361	0,0535	0,912
Ham getiri gün 1	2,4651	3,7193	-0,8046	0,9584	0,5175	2,1744
Endeks getiri ay36	-0,1819	0,1152	-0,165	0,3832	-0,2181	0,0676
Yurtdışı Kurumsal	0,0004	0,0159	-0,0023	0,0058	0,0048	0,0093
Halka Açılma Oranları	0,3061	2,4622	0,158	0,4741	0,4348	1,2545
Halka Arz Yöntemi	-2,3886	1,4598	-0,0975	0,2997	-0,8587	0,6637
Mali Durum	0,6846	0,9945	-0,7229	0,2147	-0,0573	0,5419
A. getiri ay12	1,1923	0,3728	-0,0798	0,1454	0,8875	0,246
A. getiri ay24	0,8692	0,2072	0,5919	0,1094	0,9015	0,1425
Pazar	0,062	1,0681	0,0169	0,2868	-0,0238	0,6123
Çoklu R	0,5965		0,5099		0,5748	
R Kare	0,3558		0,26		0,3304	
Ayarlı R Kare	0,3163		0,209		0,3095	
Standart Hata	5,3377		1,0413		3,9716	
Gözlem	174		156		330	
F	9,0032		5,095		15,7438	
Anlamlılık F	0,0000		0,0000		0,0000	

1993-2004 alt döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 174 hisse senedi için oluşturulan modelin açıklama gücü %31,6'dır. A. Getiri ay12 ve ay24 istatistiki olarak anlamlı açıklayıcı değişkenlerdir. F testine göre, tahmin edilen katsayılar istatistiksel olarak birlikte anlamlıdır. Toplam ilk halka arz büyüklüğü ve yurtdışı kurumsal tahsisatın modele katkısı sıfır veya sıfıra yakındır. Buna karşın ilk gün ham getiri pozitif ve 2,46 katsayıdır. Dolayısıyla ilk halka arz ilk gün ham getirisinin, uzun dönem getiriye belirlemekte ciddi bir etkiye sahip olduğu söylenebilecektir. Endeks getirisi negatif etki yaparken, 12 ve 24. Aylardaki hisse getirilerinin katsayıları pozitifdir.

2005-2018 alt döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 156 hisse senedi için oluşturulan modelin açıklama gücü %20 civarında ve düşüktür. Sabit terim istatistiki olarak anlamlıdır. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerden mali durum ve aşırı getiri ay24 istatistiki olarak anlamlıyken, diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. F testi modelin bir bütün olarak istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları 1993-2004 ve 1993-2018 dönemleri ile farklılıklar göstermektedir. Her 3 dönem içinde piyasa göstergesi olarak modele eklenen değişken, 36. Ay Bist100 endeksinin hisse ham getirileri ile doğrusal, aşırı getirileri ile ters yönlü

ilişki içinde olması beklenen bir sonuçtur. İlk halka arz edilen şirketlerin ortalama 36 aylık satın al ve tut getirileri ile aynı döneme ait endeksin getirisinin ters yönlü ilişkili olması, endeks yükselirken ilk halka arz aşırı hisse getirisinin düştüğünü göstermektedir. Ham getiri gün bir açıklayıcı değişkeni, 2005-2018 alt döneminde diğer dönemlerin aksine negatif katsayı almıştır. Bu beklentilerimizin aksinedir.

Dönemsel olarak model en yüksek açıklama gücüne %31,6 ile 1993-2004 döneminde ulaşmıştır. 2005-2018 döneminde aynı açıklayıcı değişkenlerden oluşan modelin açıklama gücü %20,9'a düşmüştür. Bu durum bazı açıklayıcı değişkenlerin zaman içinde etkisini kaybettiğine işaret etmektedir.

4.2.13. Uzun Dönem Halka Arz Büyüklüğü Ayrımı

Uzun dönem aşırı getirilerin halka arz büyüklüğü ayrımı esas alınarak oluşturulan modeller ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.20, 9.21 ve 9.22'de, özet istatistik bilgileri ise tablo 84'te verilmiştir.

Tablo 84 *Uzun Dönem Halka Arz Büyüklüğü Modeller Özet*

	Model		Model		Model	
	50M+		Orta		Küçük	
	Uzun Dönem		Uzun Dönem		Uzun Dönem	
	Katsayı	S. Hata	Katsayı	S. Hata	Katsayı	S. Hata
Sabit Terim	-0,6149	0,5355	2,4546	0,9115	-0,59	1,5128
Ham getiri gün1	0,4718	1,1201	-0,8468	1,9382	2,128	3,7965
Endeks getiri ay36	0,2044	0,1002	-0,3243	0,0597	-0,1453	0,1304
Yurtdışı Kurumsal	-0,0035	0,0035	0,0059	0,0091	0,0187	0,0248
Halka Açılma Oranları	1,1688	0,8771	-1,9633	1,9838	0,4383	1,838
Halka Arz Yöntemi	-0,0155	0,212	-0,5554	0,5515	-1,4885	2,157
Mali Durum	0,0987	0,3644	-0,9804	0,5035	0,1576	0,8646
A. getiri ay12	0,6454	0,2922	0,095	0,2533	0,9364	0,3895
A. getiri ay24	0,5977	0,1416	1,9245	0,2134	0,8168	0,2026
Pazar	0,4474	0,2031	-0,4907	0,4979	-0,8967	1,4515
Çoklu R	0,8265		0,8865		0,5067	
R Kare	0,6832		0,7858		0,2568	
Ayarlı R Kare	0,6212		0,7629		0,2174	
Standart Hata	0,6439		1,8659		5,1497	
Gözlem	56		94		180	
F	11,021		34,2473		6,5264	
Anlamlılık F	0,000		0,000		0,000	

Tablonun incelenmesi ile toplam 9 adet açıklayıcı değişkenden oluşan modelin, büyük ve orta büyüklükteki halka arzlar için ait hisse senetlerinin uzun dönem getirilerini

açıklama gücü sırasıyla %62,1 ve %76,2 iken, küçük tutarlı halka arzlarda aynı değişkenlerden oluşan modelin açıklama gücü %21,7'ye düşmektedir.

Halka arz büyüklüğü 50 milyon US dolar ve üstünde olan toplam 56 hissenin uzun dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %62'dir. Açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri ay36, aşırı getiri ay12 ve pazar verisi %95, aşırı getiri ay24 ise %99 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. F testi modelin bir bütün olarak da anlamlı olduğunu göstermektedir. Açıklayıcı değişkenlerin işaretlerine baktığımızda ise, ilk gün ham getiri, endeks getirisi, halka açılma oranı, mali durum, 12 ve 24 . aylardaki getiriler ve bulunduğu pazar kukla değişkeni ile pozitif yönlü, yurtdışı kurumsal tahsis ve halka arz yöntemi ile negatif yönlü bir ilişki vardır. Yurtdışı kurumsal tahsis ile uzun dönem aşırı getiri ilişkisinin doğrusal olması beklenir. Yurtdışı kurumsal tahsisin artmasının, uzun dönemli yatırımcı profiline sahip yatırımcıların uzun dönem getiri beklentilerini daha iyi hesapladıkları ve fiyat pazarlıklarını buna göre yaptıkları varsayımı ile, uzun dönemli getiriyi de artırması beklenebilir.

Halka arz büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon dolar arasında olan toplam 93 hissenin uzun dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü ise %76'dır. Açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri ay36 ve aşırı getiri ay24, sabit terimle birlikte istatistiki olarak anlamlıdır. F testi modelin bir bütün olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir. İlk gün ham getiri, endeks getirisi, halka açılma oranı, halka arz yöntemi, mali durum ve bulunduğu pazar kukla değişkeni ile negatif yönlü, yurtdışı kurumsal tahsis, 12 ve 24 . aylardaki getiriler ile ise pozitif yönlü bir ilişki vardır. Bir önceki grup ile neredeyse tam tersi yönlü katsayılar oluşmuştur. Büyük tutarlı halka arzlarla, orta büyüklükteki halka arzların benzer açıklayıcı değişkenlere tam ters yönlü tepki vermesi durumu ilginçtir. Örneğin aynı dönemde endeks getirisi arttığında orta büyüklükteki halka arzların uzun dönem getirisi düşerken, büyük tutarlı halka arzların uzun dönem getirisi artmaktadır. Bu sonucun ekonomik anlamlılığı bulunmamaktadır.

Halka arz büyüklüğü 9,9 milyon US dolar ve altında olan 180 hissenin uzun dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü sadece %21'dir. Açıklayıcı değişkenlerden sadece aşırı getiri ay12 ve ay24 istatistiki olarak anlamlıdır. Küçük tutarlı halka arzlar olarak tanımlayabileceğimiz bu halka arzların uzun dönemli performansları bu modelde öngörülemeyen açıklayıcı değişkenlerden daha fazla etkilenmektedir.

4.2.14. Uzun Dönem Sektörel Ayırım. Uzun dönem aşırı getirilerin sektörel ayırım esas alınarak oluşturulan modelleri ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.23, 9.24, 9.25 ve 9.26’da özet istatistik bilgileri ise tablo 85’te verilmiştir.

Tablo 85 *Uzun Dönem A. Getiri Sektörel Ayırım Model Özet*

	Model		Model		Model		Model	
	Sanayi Sektörü		Mali Sektör		Hizmet Sektörü		Teknoloji Sektörü	
	Uzun	Dönem	Uzun	Dönem	Uzun	Dönem	Uzun	Dönem
	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata
Sabit Terim	1,387	0,9164	-0,1893	0,6973	-0,2425	3,559	-2,5454	0,536
Ham getiri gun1	1,1176	2,1707	-1,6394	1,6384	-2,3834	8,3482	-1,4038	1,12
Endeks getiri ay36	-0,3086	0,0621	-0,2501	0,0494	0,3155	0,3005	0,0494	0,1
Yurtdışı Kurumsal	0,004	0,0088	0,0019	0,0063	-0,0051	0,0376	-0,0345	0,004
H. Açılma Oranları	-0,2055	2,0136	0,0799	0,6865	-1,1586	6,9595	10,122	0,877
Halka Arz Yöntemi	-0,94	0,5669	-0,9282	0,4785	1,844	2,8476	2,555	0,212
Mali Durum	-0,8368	0,5124	0,242	0,4477	0,5412	1,8742	-	-
A. getiri ay12	0,0644	0,2346	1,0902	0,1615	3,0309	1,2197	-1,4782	0,292
A. getiri ay24	1,2068	0,125	0,4499	0,1046	1,0571	0,6858	3,0483	0,142
Pazar	-0,0146	0,5663	0,6275	0,4114	-1,9922	3,1505	0,3224	0,203
Çoklu R	0,8414		0,7728		0,5023		0,9006	
R Kare	0,708		0,5973		0,2523		0,811	
Ayarlı R Kare	0,6845		0,5637		0,1533		0,3072	
Standart Hata	2,3058		1,6846		7,151		1,3408	
Gözlem	122		118		78		12	
F	30,168		17,797		2,549		1,61	
Anlamlılık F	0		0		0,0138		0,379	

1993-2018 inceleme dönemine giren ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayırım sonrası uzun dönem 36 ay getirilerini etkileyen değişkenleri araştırdığımız çalışmamızda kullanılan açıklayıcı değişkenler sanayi sektöründe ve mali sektörde sırasıyla %68,5 ve %56,3 açıklama gücüne sahipken, bu oranlar teknoloji sektöründe %30,7’ye, hizmet sektöründe ise %15,3’e düşmektedir.

Sanayi sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz uzun dönem getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %68,5’tir ve görece olarak yüksektir. Endeks getiri ay36 ve aşırı getiri ay24 istatistik olarak anlamlı değişkenlerdir. Aynı şekilde halka arz yöntemi ve mali durum değişkenlerine de %90 anlamlılık seviyesinde anlamlı demek mümkündür. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ilk gün getirisi, yurtdışı kurumsal tahsis oranı ile 12 ve 24 . aylardaki getirilerle pozitif yönlü, modeldeki

diğer değişkenlerle ise negatif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Aynı dönemdeki endeks getirisi ile negatif yönlü ilişki aşırı getiri için beklenen bir durumdur. Buna karşın ilk gün ham getiri pozitifse uzun dönemde de getiri pozitif etkilenmektedir.

Mali sektörde işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %56'dır. Endeks getiri ay36, aşırı getiri ay 12 ve 24 istatistiki olarak %100 anlamlı görünürken, halka arz yöntemi için %95 seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır yorumu yapılabilir. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde halka açılma oranı, yurtdışı kurumsal tahsis oranı, mali durum ve bulunduğu pazar ile 12 ve 24 . aylardaki getirilerle pozitif yönlü modeldeki diğer değişkenlerle ise negatif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. İlk gün ham getiri ile negatif yönlü ilişki beklenen bir durum değildir. Aynı dönemdeki sanayi sektörü şirketleri için oluşturulan modeldeki bazı açıklayıcı değişkenlerle farklı yönlü ilişki tespit edilmiştir. Bu durum sektörel farklılıkların uzun hisse performansını açıklamakta farklılaştığını göstermektedir.

Hizmet sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %15'tir. Modelin açıklama gücü diğer sektörlerle göre daha da düşüktür. Açıklayıcı değişkenlerden sadece aşırı getiri ay12 istatistiki olarak %95 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde endeks getirisi, halka arz yöntemi, mali durum ile 12 ve 24 . aylardaki getirilerle pozitif yönlü modeldeki diğer değişkenlerle ise negatif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. İlk gün getiri ile negatif yönlü ilişki mali sektör şirketlerinde de gördüğümüz bir durumdur. Her 3 sektördeki hisseler için oluşturulan modellerde ortak olan durum 12 ve 24. aylardaki getirilerle pozitif yönlü ilişkidir.

Teknoloji sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz uzun dönem getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %30'dur. Açıklayıcı değişkenlerden aşırı getiri ay24 %90, anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ilk gün getirisi, aşırı getiri ay12 ve yurtdışı kurumsal tahsis oranı ile negatif yönlü modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. İlk gün getiri ile negatif yönlü ilişki mali sektör ve hizmet sektörü şirketlerinde de gördüğümüz bir durumdur. Diğer sektördeki hisseler için oluşturulan modellerde ortak olan durum 12 ve 24. aylardaki getirilerle pozitif yönlü ilişki, teknoloji sektöründe 12 ay için negatif katsayıya dönmüştür.

4.2.15. Uzun Dönem Pazar Ayrımı. Uzun dönem aşırı getirilerin pazar ayrımı esas alınarak oluşturulan modelleri ve bu modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.27, 9.28, 9.29 ve 9.30'da özet istatistik bilgileri ise tablo 86'da verilmiştir.

Tablo 86 *Uzun Dönem A. Getiri Farklı Pazarlar Model Özeti*

	Model		Model		Model		Model	
	Yıldız Pazar		Ana Pazar		Alt Pazar		Diğer Kategori	
	Uzun Dönem		Uzun Dönem		Uzun Dönem		Uzun Dönem	
	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata
Sabit Terim	0,0387	0,676	0,2327	0,4066	-0,0394	0,396	0,4441	3,172
Ham getiri gun1	-1,6927	2,564	-0,8864	1,6642	-1,4474	2,054	4,0059	5,964
Endeks getiri ay36	-0,1809	0,067	-0,4121	0,0621	-0,66	0,078	0,033	0,188
Yurtdışı Kurumsal	0,0009	0,01	-0,0081	0,0076	-0,0019	0,012	0,0131	0,024
Halka Açılma Oranları	0,7213	2,335	0,863	0,9981	0,7304	0,718	0,3294	3,599
Halka Arz Yöntemi	-0,3913	0,646	-0,3388	0,5254	-0,0854	1,052	-2,4725	1,978
Mali Durum	-	-	-	-	-	-	-0,575	1,457
A. getiri ay12	-0,0111	0,309	0,8207	0,2099	0,2652	0,209	1,7907	0,679
A. getiri ay24	1,2715	0,185	0,4827	0,1194	0,29	0,188	1,0176	0,351
Çoklu R	0,8289		0,7311		0,8885		0,5700	
R Kare	0,6871		0,5344		0,7895		0,3249	
Ayarlı R Kare	0,6545		0,5037		0,7328		0,2698	
Standart Hata	2,0657		1,8101		1,0688		6,2496	
Gözlem	75		114		34		107	
F	21,0223		17,383		13,93		5,896	
Anlamlılık F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin, halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu, aktif pazarlarda (yıldız pazar, ana pazar ve alt pazar) işlem gören hisse senetlerinin, oluşturulan regresyon modelleriyle uzun dönemli aşırı getirilerini sırasıyla %65,4, %50,3 ve %73,3 oranında açıklamak mümkünken, diğer kategorideki hisse senetleri için bu büyük ölçüde mümkün olamamıştır. Çünkü bu grup hisse senedi için modelin açıklama gücü sadece %27 olmuştur.

İnceleme dönemi sonrası diğer kategoriye girecek olan hisse senetlerinin, bu kategoriye girmeden önce diğer hisse senetlerinden ayrıştığını söylemek mümkündür.

Halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin uzun dönem performanslarını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %65'tir. Açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri ay36 ve aşırı getiri ay24 istatistik olarak anlamlı, diğer değişkenler istatistik olarak

anlamsızdır. F değeri modeldeki açıklayıcı değişkenlerin birlikte anlamlı olduğunu göstermektedir. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ilk gün getirisi, endeks getirisi, halka açılma yöntemi ve 12. ay getirisi ile negatif yönlü, modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşimde olduğunu görmekteyiz. İlk gün getiri ile negatif yönlü ilişki mali sektör, hizmet sektörü ve teknoloji sektörü şirketlerinde de gördüğümüz bir durumdur. Yıldız pazarın bu sektörlerdeki şirketlerin çoğunluğundan oluşması durumunda, elde edilen sonuç açıklanabilecektir. Yıldız pazar için ilginç olan, 12. ay aşırı getirisinin işaretinin negatif olmasıdır.

Halen ana pazarda işlem gören şirketlerin uzun dönem performanslarını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %50'dir. Açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri ay36, aşırı getiri ay12 ve aşırı getiri ay24 istatistiki olarak %100 anlamlıdır. Modeldeki değişkenler de birlikte istatistiki olarak anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ilk gün getirisi, endeks getirisi, yurtdışı kurumsal tahsis oranı ve halka açılma oranları ile negatif yönlü, modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Yıldız pazarda da gördüğümüz üzere endeks getirisi ile bu grup hisselerin aşırı getirisi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yurtdışı kurumsal tahsis oranı ve halka açılma oranları ile beklediğimiz ilişki ise doğrusal olmasına rağmen modelde ters yönlü çıkmıştır.

Halen alt pazarda işlem gören şirketlerin uzun dönem performanslarını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %73'tür. Açıklayıcı değişkenlerden sadece endeks getiri ay36 istatistiki olarak %100 anlamlılık düzeyinde anlamlı iken diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. Ancak F testi açıklayıcı değişkenlerin birlikte istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ilk gün getirisi, endeks getirisi, yurtdışı kurumsal tahsis oranı ve halka arz yöntemi ile negatif yönlü modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Yıldız Pazar ve ana pazarda da gördüğümüz üzere endeks getirisi ile bu grup hisselerin getirisi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Her 3 grup için de geçerli olduğu üzere ilk halka arzların uzun dönemli getirisi ile endeksin getirisi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yani endeksin getirisi arttıkça ilk halka arz hisselerinin getirisi düşmektedir. İstatistiki olarak anlamlı tek değişken de 36. ay endeks getirisidir.

Halen diğer kategoride gruplandırılan şirketlerin uzun dönem performanslarını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %27'dir. Açıklayıcı değişkenlerden sadece

aşırı getiri ay12 ve aşırı getiri ay24 istatistiki olarak anlamlıyken, model bir bütün olarak da anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde mali durum ve halka arz yöntemi ile negatif yönlü, modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Aktif pazarlardaki hisse senetleri ile paralel bir yapı görmemekteyiz. Özellikle ilk gün getirisi ve endeks getirisi ile pozitif yönlü ilişki beklediğimiz ancak aktif pazarlarda işlem gören hisse senetlerinde görmediğimiz bir durumdur.

4.2.16. Uzun Dönem Mali Durum Ayrımı. 1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen yıldız, ana veya alt pazarda işlem görmeye devam eden ve mali durumu sorunlu diğer şirketler olarak gruplandırılması sonucu oluşturulan modellere ilişkin modellere ilişkin ayrıntılı tablo ve yorumlar ek 9.31 ve 9.32’de, özet istatistiki bilgileri ise tablo 87’de verilmiştir.

Tablo 87

Uzun Dönem Mali Durum Ayrımı Model Özeti

	Model		Model	
	Mali Durum Sorunlu		Aktif İşlem Gören	
	Katsayı	S.Hata	Katsayı	S.Hata
Sabit Terim	0,911	1,7321	0,0896	0,323
Ham getiri gun1	-0,284	6,9707	-1,5578	1,303
Endeks getiri ay36	-0,1239	0,2263	-0,3072	0,041
Yurtdışı Kurumsal	-0,0222	0,0299	-0,004	0,005
Halka Açılma Oranları	-1,9878	4,2257	0,5878	0,74
Halka Arz Yöntemi	-0,9704	2,2696	-0,4727	0,371
A. getiri ay12	1,367	0,9529	0,547	0,148
A. getiri ay24	0,9025	0,3579	0,7944	0,092
Pazar	-		0,5314	0,315
Çoklu R		0,4768		0,7531
R Kare		0,2273		0,5672
Ayarlı R Kare		0,1532		0,551
Standart Hata		5,9335		1,9263
Gözlem		81		223
F		3,0683		35,058
Anlamlılık F		0,0069		0

Tablonun incelenmesi ile de anlaşılacağı üzere halen Borsa İstanbul’da yıldız, ana veya alt pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk halka arzlarından 36 ay sonraki performanslarını açıklamaya çalışan regresyon modeli 8 değişkenle %55,1 oranında açıklama getirirken, aynı dönemlerde ilk halka arzı yapılmış ancak daha sonra mali durumu nedeniyle borsa kotundan çıkartılmış veya yakın izlemeye alınmış şirketlerde

benzer değişkenler sadece %15,3 oranında açıklama getirebilmektedir. Katsayı işaretlerini incelersek paralel bir yapı görmemize rağmen, halka açılma oranı, aktif işlem görmeye devam eden şirket hisselerinde 0,587 iken, mali durumu sorunlu şirket hisselerinde -1,987'dir. Aktif hisse senetlerinde halka açılma oranı ile uzun dönem fiyat performansı doğru orantılı iken, mali durumu sorunlu şirketlerde ters orantılıdır. Bu grup şirketlerde ilk halka arzı yüksek olan şirketlerde, bu yüksekliğin uzun dönem performansına olumsuz yansıdığını söyleyebiliriz.

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen Borsa İstanbul'da yıldız, ana veya alt pazarda işlem gören toplam 223 şirketin ilk halka arz uzun dönem getirilerini açıklamaya çalışan modelde açıklayıcı değişkenlerden endeks getiri ay36, aşırı getiri ay12 ve aşırı getiri ay24 %100 anlamlılık düzeyinde ve pazar verisi ise %90 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır. Aynı şekilde değişkenler birlikte istatistiki olarak anlamlı bir model oluşturmuştur. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde ham getiri gün1, endeks getirisi, yurtdışı kurumsal ve halka arz yöntemi ile negatif yönlü, modeldeki diğer değişkenlerle ise pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Mali durumu sorunsuz ve aktif işlem gören şirketler için pazar gruplandırmasında da gördüğümüz üzere endeks getirisi ile uzun vadeli aşırı getiri arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Aynı şekilde ilk gün ham getiri ile uzun dönem aşırı getiri 36ay arasında da ters yönlü bir ilişki gözükmemektedir.

Mali durumları nedeniyle borsa kotundan çıkartılmış, piyasa öncesi işlem platformuna aktarılmış veya yakın izleme pazarına alınmış 81 şirketin uzun dönem halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklayıcı değişkenlerinin beta katsayıları incelendiğinde, sadece 12 ve 24. ay aşırı getirileri ile pozitif, modeldeki diğer değişkenlerle ise negatif yönlü bir etkileşim olduğunu görmekteyiz. Aynı şekilde açıklayıcı değişkenlerden sadece 24. ay aşırı getirinin katsayısının istatistiki olarak %95 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz.

4.2.17. Uzun Dönem, Özel Grup. 1993-2018 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan 347 şirketin 16 adeti tez yazarının yönetici olduğu şirketlerin liderliği ve kontrolünde yapılmıştır. Aynı veri seti kullanılarak söz konusu şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı şöyledir: (Tablo 88)

Tablo 88

*Özel Grup Uzun Dönem 8 Değişkenli Model
Regresyon İstatistikleri*

Çoklu R	0,7399			
R Kare	0,5475			
Ayarlı R Kare	0,0303			
Standart Hata	1,0558			
Gözlem	16			
F	1,0587			
Anlamlılık F	0,4766			
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	-0,5000	1,8357	-0,2724	0,7932
A. getiri gün1	-3,6951	9,826	-0,3761	0,718
Endeks getiri ay36	0,4471	0,7728	0,5786	0,581
A. getiri ay12	-0,6808	1,1375	-0,5986	0,5683
Ser. Art. Kukla	0,1438	1,3591	0,1058	0,9187
H.Açılma Oranları	-0,0837	4,1442	-0,0202	0,9844
Halka Arz Fiyatı	0,3284	0,4489	0,7315	0,4882
A. getiri ay24	0,8861	0,5066	1,7491	0,1238
Yurtdışı Kurumsal	-0,0056	0,0188	-0,2978	0,7745

1993-2018 döneminde tez yazarının yönetici olduğu kurumların liderliğinde ilk halka arzı yapılmış 16 şirketin uzun dönem 36 ay performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %3'tür. Modelin açıklama gücü yoktur. Açıklayıcı değişkenlerin hiçbirisi istatistiki olarak anlamlı değildir. Açıklayıcı değişkenlerin beta katsayıları incelendiğinde aşırı getiri gün1, aşırı getiri ay12, halka açılma oranı ve yurtdışı kurumsal tahsisat oranı değişkenlerinin katsayılarının negatif, endeks getiri ay36, sermaye artırımını kukla, halka arz fiyatı ve aşırı getiri ay24 değişkenlerinin katsayılarının ise pozitif olduğunu görüyoruz.

Diğer ana grup ve alt gruplara göre özel grup için oluşturulan denklemin açıklama gücünün çok düşük olmasının nedeni, özel grup uzun dönem aşırı getiri ortalamasının tüm ortalamadan farklı olarak, pozitif ve medyanının sıfıra daha yakın olması olabilir.

V. SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Bu çalışma esas olarak, 1993-2020 döneminde, İstanbul Borsasında işlem görmek üzere yapılan ilk halka arzların kısa ve uzun dönemli performanslarının incelenmesini kapsamaktadır. 1993-2020 döneminde ilk halka arzını gerçekleştirmiş ve bu araştırma kapsamına alınmış şirketlerin sayısı 347'dir. Söz konusu şirketler, halka arzlarına ilişkin bu inceleme kapsamında ihtiyaç duyulan verilere ulaşabilme kriterine göre seçilmiştir. Bu kriterler: Düzeltilmiş Halka Arz Fiyatı, Toplam Halka Arz Hasılatı, Sermaye Artırımı/Ortak Satışı rakamları, (Varsa) Ek Satış Tutarları, Yurtiçi/Yurt Dışı Tahsis Oranları, Halka Açılma Oranları, Halen İşlem Gördüğü Pazar, Sektörü ve Halka Arzda Tercih Ettiği Satış Yöntemidir. Bu dönem içinde ilk halka arzını gerçekleştirdikten ve 36 aylık uzun dönem inceleme süresi bittikten sonra borsa kotundan çıkan ve çıkartılan, tasfiye edilen, bir başka şirketle birleşen veya bir başka şirkete dönüşen şirketlerde araştırma kapsamının içinde tutulmuştur.

Kısa dönem fiyat performans ölçümünde kullanılan ilk gün ve ilk ay getirileri iki farklı biçimde hesaplanmıştır. Bunlardan ilki ham getiri değeri BİST100 Endeksine göre düzeltilmiş aşırı getiridir. Uzun dönem fiyat performansında ise satın al ve tut yöntemi, ham ve aşırı getiri için hesaplanmış ve kullanılmıştır.

5.1. Türkiye'de 1993- 2020 Döneminde İlk Halka Arzların Performansının Analizi Sonuçlarının Yorumu

5.1.1. Kısa Dönem Performans Sonuçlarının Yorumu

1993-2020 inceleme döneminde ilk gün ortalama ham getiri %6,66, ilk ay ortalama ham getiri %19,68, ilk gün ortalama aşırı getiri %6,74 ve ilk ay ortalama aşırı getiri %16,96 olmuştur. Araştırma döneminde kapsama alınan şirket sayısı 347'dir. Medyan değerleri ortalama değerlere paraleldir. İlk gün ham getiri medyanı %6,23, ilk ay ham getiri medyanı %10,05 iken, ilk gün aşırı getiri medyanı %6,84 ve ilk ay aşırı getiri medyanı ise %9,98 olmuştur.

Araştırmada elde edilen bu sonuçlar, uluslararası ampirik literatüre paralel biçimde, ilk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun 1993-2020 arası yıllarda yapılan halka arzlar için Türkiye'de de geçerli olduğuna kanıt sunmaktadır.

1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzların ilk işlem günü yıllık ortalama aşırı getirileri yıllar itibariyle, 2016 yılı hariç, sürekli olarak endeks getirisinin üzerinde olmuştur. 1993-2020 döneminde toplam 347 halka arzın 231 adetinde ilk gün aşırı getirisinin pozitif olduğu (%66), 98 adetinde ilk gün aşırı getirisinin negatif olduğu (%28,2) ve 16 adetinde ise sıfır (+/-0,5) (%4,6) olduğu görülmektedir. İnceleme döneminde yapılan ilk halka arzdan sadece 16 adedi (ilk halka arzların %4,6'sı) endeks seviyesinde getiri sağlamıştır. Diğer ilk halka arzlar ise endeksin altında veya üstünde aşırı getiri sağlamıştır. Ağırlıklı olarak pozitif ilk gün aşırı getirisi olması inceleme döneminin ortalamasını da pozitif yapmıştır.

1993-2020 inceleme döneminde yapılan toplam 347 adet ilk halka arzın tutarının 19,032,152,202- US dolar ve bu dönem için ilk gün ortalama aşırı getirinin %6,74 olduğu düşünülürse, toplam 1,282,767,058.- US dolar “masada bırakılan para” söz konusudur. İlk halka arza katılan yatırımcılar için getiri olan bu tutar, halka açılan şirketler için maliyettir.

5.1.2. Canlı Piyasa / Durgun Piyasa Analiz Sonuçlarının Yorumu

1993-2020 inceleme dönemi bir bütün olarak ele alındığında ve ilk halka arzların canlı veya durgun olduğu dönemler için farklılaşan, canlı ve durgun dönemlerin genel karakteristiği diyebileceğimiz bir ilk gün getiri tanımlaması bulunmamaktadır. İlk gün getirileri, dönemsel olarak farklılık göstermekle birlikte, piyasaların canlı veya durgun olduğu dönemlere göre belirgin bir farklılık göstermemektedir. Nitekim ilk halka arzların sayısı ve tutar olarak en yoğun olduğu 1993-2000 yılları arasında ilk gün aşırı getiri %7,45 olurken, yine sayısı ve tutar olarak en yoğun ikinci dönem olan 2010-2014 döneminde aşırı getiri sadece %4,41 olmuştur. Buna karşın özellikle tutar olarak daha düşük olan 2019-2020 yılında ilk gün aşırı getiri %9,19 olmuştur.

5.1.3. Uzun Dönem Performans Sonuçlarının Yorumu

1993-2020 dönemi ilk halka arzlarının uzun dönem fiyat performanslarını ölçmek için satın al ve tut yöntemi tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, her bir halka arz için halka arz fiyatından satın alınan hisse senetleri için 12, 24 ve 36. aylara denk gelen tarihlerdeki satın al ve tut getirileri ayrı ayrı hesaplanmıştır. Satın al ve tut yöntemine göre 12. ayda pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 14 iken negatif getiri elde edilen yıl sayısı 13 olmuştur. 24. ayda pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 6 olurken negatif getiri elde edilen yıl sayısı

19'a çıkmıştır. 36. ay itibariyle pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 5, negatif getiri elde edilen yıl sayısı ise 20 olmuştur. Yıllar itibariyle ilk halka arzların fiyat performansı, gösterge endekse göre düşük kalmıştır.

Uluslararası literatürde uzun dönem olarak kabul edilen 36 aylık aşırı getirilere baktığımızda, ortalama satın al ve tut aşırı getirinin $-52,3\%$ ve medyanın $-47,75\%$ olduğunu görmekteyiz.

Bu çerçevede, inceleme döneminde Borsa İstanbul'da uzun dönemde istatistiksel olarak aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğunu gözükmektedir. Diğer bir deyişle, araştırmada elde edilen sonuçlar, uluslararası ampirik literatüre paralel biçimde, ilk halka arzlarda uzun dönemde (36 ay) aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu ve aşırı getirinin işaretinin negatif olması dolayısıyla da uzun dönemde düşük performans olgusunun Türkiye'de de geçerli olduğuna kanıt sunmaktadır.

5.1.4. Yapısal Ayrım Sonuçlarının Yorumu

1993-2020 araştırma dönemi yapısal özelliklerine göre ayrıma tabi tutulmuş ve kısa ve uzun dönem sonuçları tablo 89'da özetlenmiştir.

Tablo 89

Yapısal Ayrım Özet Tablosu

	İlk Gün Aşırı Getiri	36. Ay Aşırı Getiri
Dönemsel Ayrım		
1993-2004	7,65%	-103,04%
2005-2020	5,83%	3,64%
1993-2020	6,74%	-52,30%
Sektörel Ayrım		
Sanayi	5,66%	-79,69%
Hizmet	6,73%	-10,22%
Mali	7,11%	-48,63%
Teknoloji	10,55%	-6,31%
Halka Arz Büyüklüğü Ayrımı		
50 mil.US \$ ve üstü	5,88%	0,77%
10 mil. US \$ ile 49,9 mil. US \$ arası	4,97%	-80,87%
9,9 mil. US \$ ve altı	8,11%	-54,17%
Halka Arz Yapısı Ayrımı		
Sermaye Artırımı	6,38%	-98,64%
Ortak Satışı	7,10%	67,50%
Karma	7,10%	-90,10%

(Devam ediyor)

(Tablo 89 devamı)

Halka Açılma Oranı Ayrımı		
%50 ve Üzeri	6,32%	-99,53%
%20 ile %49,9 Arası	6,79%	-38,31%
%19,9 ve Altı	6,75%	-69,76%
Satış Yöntemi Ayrımı		
Borsada Satış	7,34%	-13,44%
Sabit Fiyatla Talep Toplama	7,15%	-21,57%
Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	4,54%	-92,34%
Yurtdışı Kurumsal Tahsis Oranı Ayrımı		
%50 ve üzeri	7,51%	-10,02%
%10,1 ile %49,9 arası	5,36%	-194,63%
%10 ve altı	6,91%	-24,01%
Pazar Ayrımı		
Yıldız Pazar	6,97%	10,67%
Ana Pazar	6,61%	-56,32%
Alt Pazar	7,06%	-97,64%
Diğer Pazarlar	6,63%	-78,29%
Mali Durum Ayrımı		
Mali Durumu Sorunsuz	6,84%	-28,68%
Mali Durumu Sorunlu	6,44%	-125,47%

- İlk halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun tüm ayrımlardaki halka arzları için de geçerli olduğunu söylemek mümkündür. En yüksek ilk gün aşırı getirisi %10,55 ile teknoloji sektöründe, en düşük ilk gün aşırı getirisi ise %4,54 ile fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde görülmüştür. Bu durum ilk halka arz fiyatlamasının en hatalı şekilde teknoloji sektöründe yapıldığını gösteriyor şeklinde yorumlanabilir.
- Dönemsel ayırım kriterine baktığımızda, 2005-2020 inceleme dönemi için kısa dönemde ilk halka arzlarda endeks getirisinin üstünde getiri elde etmenin mümkün olduğunu görüyoruz. Ancak bu dönemde elde edilen pozitif getiri diğer iki dönemin altında ve %5,83 seviyesindedir. Buna karşın 2005-2020 döneminde yapılan halka arzlarda uzun dönemde de endeksin üzerinde ortalama aşırı getiri elde etmek mümkündür sonucuna ulaşılmıştır.
- 1993-2020 araştırma döneminde 50 milyon US dolar ve üstü halka arz büyüklüğü olan ilk halka arzlarda ilk gün aşırı getiri ortalama %5,88, olmuştur. Uzun döneme baktığımızda ise 36 ay için %0,77 getiri vardır. Kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu 50 milyon US dolar ve üstü halka arzlar için söz konusu iken uzun dönemde sadece endeks seviyesine yakın bir getiriyi görmekteyiz.

- 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon US dolar arasında halka arz büyüklüğü olan ilk halka arzlarda ilk gün aşırı getiri ortalama %4,6 ve 36 ay için -%80,87 getiri vardır. 9,9 milyon US dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan ilk halka arzlarda ise ilk gün aşırı getiri ortalama %8,11dir. Uzun döneme baktığımızda ise 36 ay için -%54,17 getiriye görmekteyiz. Kısa dönem ilk gün aşırı getiri oranı %8,11 ile bu ayırmda en yüksek grup bu gruptur. Halka arz büyüklüğü açısından incelendiğinde, ilk halka arzda en yüksek iskonto, küçük tutarlı halka arzlarda gözükmektedir.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzını sermaye artırımını yoluyla yapan şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %6,38, 36 ay için ise -%98,64 iken, ilk halka arzını ortak satışı yoluyla yapan şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %7,1, 36 ay için ise yine pozitif %67,5 olmuştur. Aynı dönemde ilk halka arzını karma yöntem ile yapan şirketlerde ise ilk gün aşırı getiri ortalama %7,1, 36 ay için ise -%90,1 getiri söz konusudur.
- Halka arzı sermaye artırımını veya karma yöntem ile yapan tüm şirketlerde kısa dönem için düşük fiyatlama olgusu gözlemlenirken, uzun dönem için düşük performans gözlemlenmiştir. Buna karşın halka arzı ortak satışı şeklinde yapan şirketlerde kısa dönem ve uzun dönem için aşırı getiri pozitif olmuştur. Beklentilerimizin aksine halka arzın ortak satışı şeklinde olması kısa dönemde düşük fiyatlama, uzun dönemde ise yüksek performans olarak karşımıza çıkmıştır. Bu sonuçta özelleştirmelerin ortak satışı niteliğinde olmasının etkisi olduğu düşünülmektedir.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirketlerde, ilk gün aşırı getiri ortalama %6,32, 36 ay için ise -%99,53 olmuştur. Halka açılma oranı %20 ile %49,9 arasında olan şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %6,79, 36 ay için -%38,31 iken, ilk halka arzında halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirketlerde ise ilk gün aşırı getiri ortalama %6,75, 36 ay için -%69,76 olmuştur. Tüm halka açılma oranları için kısa dönem düşük fiyatlama ve uzun dönem düşük performans olgusu geçerlidir.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında borsada satış yöntemini kullanan şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %7,34, 36 ay için -%13,44 getiri vardır. İlk halka arzında sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan şirketlerde

ise ilk gün aşırı getiri ortalama %7,15, 36 ay için yine -%61,2 iken, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %4,54, 36 ay için yine -%92,34 olmuştur. Tüm satış yöntemleri için kısa dönem yüksek fiyatlama, uzun dönem düşük performans olgusunun geçerli olduğunu söylemek mümkündür.

- En düşük ilk gün aşırı getiri fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde olmuştur. %4,54 ile endeks performansının üstüne çıkan ancak tüm ortalamanın (%6,74) altında kalarak en düşük artı performans bu grupta oluşmuştur. Daha çok, büyük tutarlı halka arzlarında tercih edilen bir yöntem olan fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi diğer yöntemlere göre daha etkin gözükmektedir. Aynı şekilde bu yöntemde oluşan ilk gün aşırı getiri ortalama medyan değeri de (%2,28) tüm gruplar içinde en düşük ikinci medyan değeridir.
- Kısa dönemde en uygun fiyatlama performansını gösteren fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi uzun dönemde aynı başarıyı yakalayamıyor. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemi ile halka arzını yapan şirketlerin aşırı getirisi 36 ay için -%92,34 olurken, borsada satış yöntemi ile halka arzını gerçekleştiren şirketler grubunda 36 ay için aşırı getiri -%13,44 olmuştur. Uzun dönem performans ölçüsü üzerinden değerlendirdiğimizde borsada satış yöntemi ile daha etkin fiyatlama yapıldığını söylemek mümkün gözükmektedir.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirketlerde ilk gün aşırı getiri %7,51 36 ay için ise -%10,02'dir. İlk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirketlerde ise ilk gün aşırı getiri %5,36, 36 ay için -%194,63 iken, yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerde, ilk gün aşırı getiri ortalama %6,91, 36 ay için -%24,01 olmuştur. İstanbul borsasında işlem görmek üzere yapılan halka arzların adet olarak büyük çoğunluğunda yurtdışı tahsis oranı %10'un altındadır. İlk halka arzlarında yurtdışı tahsis oranı farklılığı kısa dönem düşük fiyatlama uzun dönem düşük performans olgusunu değiştirmemektedir. Ancak, yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirketler için uzun dönem performansının göstergesi endekse yakınsadığı da dikkate alınmalıdır. Ayrıca, yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 olan grubun halka arz fiyatlamasının da diğer gruplara göre daha etkin olduğunu söylemek mümkündür. Bu grubun ilk gün aşırı getirisi %5,36 ve medyan değeri %1,39 olmuştur

- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %6,97, 36 ay için %10,67 pozitif aşırı getiri vardır. Ortalama aşırı getiriler üzerinden bakıldığında yıldız pazarda işlem gören şirketler için hem kısa hem de uzun dönemde düşük fiyatlama yüksek performans olgusu geçerlidir.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerde, ilk gün aşırı getiri ortalama %6,61, 36 ay için -%56,32 aşırı getiri varken, halen alt pazarda işlem gören şirketlerde ilk gün aşırı getiri ortalama %7,06, 36 ay için ise -%97,64 ortalama aşırı getiri olmuştur. 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yakın izleme pazarında veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören veya borsa kotu dışına çıkmış/çıkarılmış şirketlerde ise ilk gün aşırı getiri ortalama %6,63, 36 ay için ise -%78,29'dir.

Diğer gruba giren şirket hisse senetlerinin aktif işlem gören gruplardaki şirket hisse senetlerinden farklılaşması beklenmesine rağmen kısa ve uzun dönem aşırı getiri sonuçları bu durumu teyit etmemektedir.

- Gerek kısa dönem ve gerekse uzun dönem için, ilk halka arz şirket hisselerinin işlem gördükleri pazarın, hisse performansları üzerinde istatistiki anlamda bir etkisinin olmadığı söylenebilecektir. Ancak mutlak rakamlar üzerinden, yıldız pazar hisse senetlerinin uzun dönem performanslarının %10,67 aşırı ortalama getiri ve -%7,17 medyan ile oldukça başarılı olduğunu söyleyebiliriz.
- 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen İstanbul borsasında işlem görmeye devam eden şirketler ile kendi isteği ile borsa kotundan ayrılmış şirketlerde (mali durumu sorunsuz) ilk gün aşırı getiri ortalama %6,84, 36 ay için -%28,68 ortalama aşırı getiri gözükmektedir. Aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen yakın izleme pazarında veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören veya borsa kotu dışına çıkarılmış şirketlerde (mali durumu sorunlu) ise ilk gün aşırı getiri ortalama %6,44, 36 ay için ise -%125,47 aşırı getiri söz konusudur.
- Mali durumu sorunlu hale gelecek olan hisse senedine yatırım yapıldığında ilk gün %6,44 aşırı getiri elde edilmektedir. Mali durumu sorunsuz kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirisinin %6,84 olduğu düşünülürse, bu grupta

yer alan şirket hisse senetleri ile mali durumu sorunsuz şirket hisse senetlerinin ilk gün ortalama aşırı getirileri arasında ciddi bir fark olmadığı görülmektedir. İlk halka arz getirileri şirketlerin daha sonra yaşayabilecekleri mali sorunları yansıtacak nitelikte değildir. Bu durum, ilk halka arz zamanında şirketlerin mali açıdan birbirinden farklılaşmadığı veya bu durumlarının ilk gün getirisine yansımadağı şeklinde yorumlanabilir. Beklentimiz bu tür şirketlerin piyasaya girişte zorlanabilecekleri, halka arz fiyatından daha yüksek iskonta vermek zorunda kalabilecekleri yönünde olmasına rağmen, gerçekleştirmeler bu beklentimizi yansıtmamıştır.

- İlk halka arzların kısa dönemde düşük fiyatlanması fenomeni mali durumu daha sonra bozulacak olan şirketler için farklılık göstermezken ve uzun dönemde ilk halka arzların düşük performans göstermesi fenomeni de mali duruma göre değişiklik göstermemiştir. Ancak, uzun dönem 36. ay satın al ve tut aşırı getirilerine yakından baktığımızda, mali durumu bozulmakta olan şirketlerin, bu durumlarını 36. aydaki getirilerinin endeksin bir hayli altında kalması yoluyla sinyal verdiğini söyleyebilmekteyiz. Nitekim, mali durumu sorunsuz şirketler grubunda 36. aydaki ortalama aşırı getiri -%28,68 olurken, mali durumu sorunlu hale gelen şirketler grubunda 36. aydaki aşırı getiri -%125,47 olmuştur.
- Uzun dönem 36 ay aşırı getiri (ve medyan değerleri), genel anlamda hisse performanslarının endeks getirisinin altında kaldığını göstermektedir. Bu durum uluslararası literatürde gördüğümüz saptamalara paralellik arz etmektedir. Uzun dönem endeks performansına en yakın performansı 50 milyon us dolar ve üstü grup için ortalama aşırı getiride %0,77 ile görüyoruz. Bu grubun kısa dönem hisse performansının da ortalama ilk gün getirisinin altında kaldığı düşünülürse kısa ve uzun dönemde en etkin fiyatlamaların bu grupta yapıldığını söyleyebiliyoruz.

5.1.5. En Uygun İlk Halka Arz Yapılarının Yorumu

1993-2020 araştırma döneminde halka arz tutarı 50 Milyon US dolar ve üstü, fiyat aralığı ile talep toplayan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin ilk gün aşırı getirisi %4,37, birinci ay aşırı getirisi de pozitif ve %4,52 olmuştur. 12. ay sonu itibariyle -%4,92 getiri sağlamasına rağmen, 24 ve 36. aylarda sırasıyla %5,84 ve %10,54 pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Büyük tutarlı ve fiyat aralığı ile talep toplanan halka arzlarda kısa ve uzun dönemde pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Kısa dönemde genel ortalamaya

göre daha düşük ilk gün aşırı getirisi ve uzun dönemde endekse paralel bir getiri söz konusudur. İlk halka arz fiyatlamasının bu grup hisse senetleri için daha doğru yapıldığını söylememiz mümkündür.

1993-2020 araştırma döneminde halka arz tutarı 50 Milyon US dolar ve üstü, sabit fiyat ile talep toplayan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin ilk gün aşırı getirisi %3,4, birinci ay aşırı getirisi -%1,55 olmuştur. 12. ay sonu itibariyle %7,8 aşırı getiri sağlamış, 24. ay getirisi %25,69 ve 36. ay %58,06 pozitif aşırı getiri elde edilmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi uzun dönemde, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemine göre daha da yüksek bir pozitif aşırı getiri sağlamıştır. Oysa büyük tutarlı ilk halka arzlarında pazarlık şansı olan fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, daha fazla uzun dönem aşırı getiri elde edilmesi beklenirdi.

1993-2020 dönemi ilk halka arzlarında kısa dönemde (ilk gün) fiyat aralığı ile talep toplama küçük bir farkla daha fazla aşırı getiri sağlamasına rağmen uzun dönemde (36 ay) sabit fiyatla talep toplama yöntemi daha fazla pozitif getiri sağlamıştır. Bu durumda, ilk halka arzda, pay alan yatırımcıların pazarlık gücünden bağımsız olarak payların düşük fiyatlandığını söylemek mümkündür.

1993-2020 araştırma döneminde yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerde ilk gün aşırı getirisi %6,02, birinci ay aşırı getirisi ise %1,03 olmuştur. 12. ay sonu itibariyle çok küçük bir negatif -%,09 aşırı getiri sağlamış, 24. ay getirisi %10,27 olurken ve 36. ayda tekrar küçük bir -%1,56 aşırı getiri elde edilmiştir. Yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üstünde olan şirketlerde ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkünken, uzun dönemde (36 ay) piyasa getirisine çok yakın bir getiri elde edilmiştir. İlk halka arz fiyatının bu modelde uzun dönem için doğru belirlendiğini söylemek mümkündür.

5.2. Türkiye’de 1993- 2020 Döneminde İlk Halka Arzların Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Analizi Sonuçlarının Yorumu

Çalışmanın dördüncü bölümünde, Türkiye’de gerçekleşen ilk halka arzların performanslarının nelere bağlı olduğu birçok değişkenden yararlanılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Analiz iki aşamada gerçekleştirilmiştir. Öncelikle, 1993-2020 dönemindeki analize konu olan 347 ilk halka arzın performansına etki ettiği düşünülen değişkenler, literatür doğrultusunda, seçilmiş, açıklanmış ve bu değişkenlerden modeller

oluşturulmuştur. Daha sonra hisse senetlerinin getirileri ile bu getirilerin belirleyici unsurları olarak tespit edilen modeller arasındaki ilişki çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemiyle incelenmiştir.

İlk halka arz hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını temsil etmesi amacıyla belirlenen getiriler, kısa dönem için ilk gün ham getiri, ilk gün aşırı getiri ve uzun dönem için 36. ay ham getiri ve 36. ay aşırı getirileridir. Söz konusu bağımlı değişkenler buldukları pazar, halka arz büyüklüğü, buldukları sektör ve (1993-2004), (2005-2020) ve (1993-2020) dönemleri ve son durum itibariyle mali durumları için ayrı ayrı ayrı gruplandırılarak açıklayıcı değişkenlerle ilişkileri incelenmiştir.

Bağımlı değişkenler ile ilişkilendirilmiş olan Halka Arz Hasılatı, Halka Açılma Oranı, Halka Arz Yöntemi, Satış Yöntemi, Halka Arz Fiyatı, Bulduğu Pazar içsel değişkenler, aynı tarihlerdeki Hisse Senedi Piyasa Getirisi, Yıllık Halka Arz Sayıları, Yıllık İlk Halka Arz Tutarları, Yıllık İlk Halka Arz Ortalama Tutarları, Bir Önceki Yıl İlk Halka Arz Ortalama Getirileri, Mevduat Faiz Oranları ve Yıllık Enflasyon dışsal değişkenler şeklinde belirlenen toplam 13 değişken açıklayıcı değişkenler olarak tanımlanmıştır.

Öncelikle tüm açıklayıcı değişkenlerle farklı gruplar için regresyon modelleri yapılmış, daha sonra azaltılmış açıklayıcı değişken setleri ile modellerin öngörülebilirliği sınanmıştır.

5.2.1. Kısa Dönem Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 347 şirketin, ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan ve 13 açıklayıcı değişkenle oluşturulan modelin sonuçları incelendiğinde, modelin açıklama gücünün olmadığını görülmüştür. P değerleri üzerinden baktığımızda ise, sabit terim ve ilk günkü endeks değeri dışında açıklayıcı değişkenlerin istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmıştır. Yıllık ortalama halka arz tutarı, yurtdışı kurumsal tahsisat, toplam halka arz büyüklüğü ile ilk gün aşırı getiri arasındaki ilişki sıfır düzeyindedir. Benzer şekilde enflasyon oranı, halka arz birim fiyatı ve halka arzın sermaye artırımını yoluyla yapılmış olması da ilk gün hisse performansını açıklamada etkili değildir. Buna karşın, bir önceki yıl ilk halka arzlarının getirisi, halka açılma oranı, mali durum ve endeksin aynı gündeki performansı, ilk gün aşırı getiri ile ters yönlü, mevduat faiz oranı ise doğrusal bir ilişki içindedir. İstatistiki olarak anlamlı

tek açıklayıcı değişken olan endeksin aynı günlerdeki getirisi ile, ilk gün aşırı getiri arasında beklediğimiz ilişki, ters yönlüdür ve 13 açıklayıcı değişkenli modelimizde de ters yönlü bir ilişki çıkmıştır. Halka arzın ilk günü endeks getirisi arttığında halka arz hisse senedinin ilk gün aşırı getirisi düşmektedir. Bu durum aşırı getiri tanımında endeks getirisinin düzeltici olarak formüllemesinden kaynaklanmaktadır.

Diğer taraftan, halka açılma oranı yükseldikçe ilk gün aşırı getirisi düşmektedir. Bu durum beklentilerimiz yönünde değildir. Genel anlamda halka açılma oranı ile ilk gün getirisi arasında ekonomik anlamda tek yönlü bir ilişki tanımlanamasa bile, uygulamada minimum ekonomik halka açılma tutarına ulaşmak için halka açılma oranının yükseltildiği düşünüldüğünde, fiyatlama da daha fazla esneklik olabileceği beklenebilecektir.

Mali durum değişkeni, oluşturulan tüm modellerde negatif katsayılı çıkmıştır, bu değişkende ilk gün aşırı getirisi için beklenti oluşturmak zordur. Bu değişkenin daha çok uzun dönem getirisinde anlamlı sonuç üretebileceğini bekliyoruz.

Uluslararası literatürde kullanılmış olan açıklayıcı değişkenlerden önemli bir kısmı ilk gün ham ve aşırı getiri tahmin üzere oluşturulan modellerde sıfır veya sıfıra yakın katsayı almıştır. Bunlar: o yıl içinde yapılan toplam halka arz tutarı, ilk halka arzlardaki tutar miktarı, ortalama ilk halka arz büyüklüğü, yurt dışı kurumsal tahsis oranı, enflasyon oranı, mevduat faiz oranları, ilk halka arzın sermaye artırım veya ortak satış şeklinde yapılıyor olması, halka arz birim fiyatı ve o yıl içinde yapılan ilk halka arz sayısıdır. Sıfırdan farklı katsayı alan değişkenler ise: bir önceki yıl ham ve aşırı getiri, ilk halka arz ilk gün ortalama getirisi, ilk gün endeks getirisi, halka açılma oranı ve mali durum değişkenleridir. Ancak bu değişkenlerle oluşturulan modellerinde bir bütün olarak ilk gün getirilerini açıklamakta yetersiz kaldığını söylemeliyiz. Uluslararası çalışmalarla paralellik arz eden bu sonuç şaşırtıcı olmamıştır.

Çalışmada, seçilen tüm açıklayıcı değişkenlerin modele dahil edilmesi ile veya açıklayıcı değişken sayısının azaltılması veya farklı gruplandırmalarla (özel grup hariç) kısa dönem ilk gün için şaşırtıcı derecede düşük bir açıklama gücü görülmüştür. Oluşturulan ve çalışmada ayrıntıları verilen toplam 20 adet modelde, seçilen açıklayıcı değişkenler ile halka arzların ilk gün getirisi arasındaki korelasyon çok düşük çıkmıştır. Bir yatırımcı, halka arzın ilk günlük getirisini tahmin etmek için bu açıklayıcı değişkenlerle oluşturulmuş modelleri kullanmamalıdır. Halka arzların ilk gün getirisinin

tahmininde başka açıklayıcı değişkenler araştırılmalı ve yeni modeller oluşturulmalıdır. Ayrıca bilgi asimetrisi, kazananın laneti ve sinyal teorisi gibi konuların, halka arzların genel olarak düşük fiyatlı olmasının ve bazı duygusal gerekçelerin matematiksel bir regresyona dahil edilmesinin zor olmasının nedenleri olabileceği de unutulmamalıdır.

Seçilen açıklayıcı değişkenlerle, kısa dönem ilk gün aşırı getiriye açıklamakta başarılı olunmamasına rağmen, uzun dönem için oluşturulan modeller daha anlamlı sonuçlar vermiştir.

5.2.2. Uzun Dönem Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

5.2.2.1. Uzun Dönem Genel Performans Yorumu

1993-2018 döneminde (36 aylık elde tutma dönemi henüz dolmayan halka arzlar örneklemeden çıkartılmıştır) ilk halka arzı yapılan ve halka arz fiyatıyla söz konusu 330 hisse senedine yatırım yapmış yatırımcının 36. ayda elde edeceği getiri olarak tanımlanan uzun dönem ham getirisini etkileyen değişkenleri analiz etmeye yönelik olarak oluşturulan modelin açıklama gücü, ayarlı R kare 0,44 çıkmıştır. Uzun dönem fiyat performansının %44'lük kısmı bu modelle açıklanabilmektedir. Halka arz ilk gün ham getirisi bu modelde açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır ve katsayısı pozitiftir. Bist100 endeksinin 36. ayda sağladığı getiri aynı şekilde pozitif katsayıdır. Endeksin aynı dönemdeki getirisi beklendiği üzere pozitif katsayıdır. İlk halka arz büyüklüğünün uzun dönem hisse performansı üzerinde herhangi bir etkisi görünmemiştir. Aynı şekilde ilk halka arzda yurtdışı kurumsal tahsis oranı, uzun dönem hisse performansı açıklamakta düşük oranlı bir etkiye sahiptir. İlk halka arzda halka açılma oranı ise pozitif yönlü bir katsayıya sahiptir. Halka arz edilen hisse senetlerinin 12. ve 24. aydaki aşırı getirilerinin de hisse senedinin uzun dönemli performansını açıklamakta önemli olduğu görünmektedir. İlk halka arzın talep toplama yöntemi, uzun dönemli hisse performansında negatif yönlü olarak açıklama gücüne sahiptir. Hissenin halen işlem gördüğü Pazar ve mali durumunun ise negatif yönlü işaretlerine rağmen katsayıları düşüktür.

5.2.2.2. Uzun Dönem Dönemsel Ayrımda Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

1993-2018 inceleme dönemini 1993-2004 ve 2005-2018 olarak iki alt bölüme ayırıp, modellerimizi test ettiğimizde, dönemsel olarak modelin en yüksek açıklama

gücüne %31,6 ile 1993-2004 döneminde ulaştığını görmekteyiz. 2005-2018 döneminde aynı açıklayıcı değişkenlerden oluşan modelin açıklama gücü %20,9'a düşmüştür. Bu durum bazı açıklayıcı değişkenlerin zaman içinde etkisini kaybettiğine işaret etmektedir. Tüm zamanlar ve koşullar için geçerli tek bir model bulmak mümkün değildir. Zaman içinde yatırımcı davranışlarında meydana gelen değişiklikleri yansıtan dinamik modeller uzun dönem fiyat performansını açıklamakta daha başarılı olabilecektir.

5.2.2.3. Uzun Dönem Halka Arz Büyüklüğüne Göre Ayrımda Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

1993-2018 inceleme döneminde ilk halka arzı yapılan şirketlerin halka arz büyüklüklerine göre ayrıştırılması sonrası, 9 adet açıklayıcı değişkenden oluşan modellerin, büyük ve orta büyüklükteki halka arzlara ait hisse senetlerinin uzun dönem getirilerini açıklama güçleri sırasıyla %62,1 ve %76,2 iken, küçük tutarlı halka arzlarda aynı değişkenlerden oluşan modelin açıklama gücü %21,7'ye düşmektedir.

Kısa dönem ilk gün getiriye açıklamakta kullanılan modellerde, halka arz büyüklüğüne göre değişen hisse performansları, büyük değişiklikler göstermezken uzun dönemde küçük tutarlı halka arzlar diğer iki kategoriden ciddi şekilde ayrılmıştır.

5.2.2.4. Uzun Dönem Sektörel Ayrımda Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

1993-2018 inceleme dönemindeki ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayrım sonrası uzun dönem 36 ay getirilerini etkileyen değişkenlere yönelik oluşturulan modellerde kullanılan açıklayıcı değişkenler sanayi sektöründe ve mali sektörde sırasıyla %68,5 ve %56,3 açıklama gücüne sahipken, bu oranlar teknoloji sektöründe %30,7'ye, hizmet sektöründe ise %15,3'e düşmektedir.

5.2.2.5. Uzun Dönem Pazar Ayrımda Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin, halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu, aktif pazarlarda (yıldız pazar, ana pazar ve alt pazar) işlem gören hisse senetlerinin, oluşturulan regresyon modelleriyle uzun dönemli aşırı getirilerini sırasıyla %65,4, %50,3 ve %73,3 oranında açıklamak mümkünken, diğer kategorideki hisse senetleri için bu büyük ölçüde mümkün olamamıştır. Bu grup hisse senedi için modelin açıklama gücü sadece %27 olmuştur.

İnceleme dönemi sonrası diğer kategoriye girecek olan hisse senetlerinin, bu kategoriye girmeden önce diğer hisse senetlerinden ayrıştığını söylemek mümkündür.

5.2.2.6. Uzun Dönem Pazar Ayırımında Fiyat Performansını Etkileyen Değişkenlerin Yorumu

Halen Borsa İstanbul'da yıldız, ana veya alt pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk halka arzlarından 36 ay sonraki performanslarını açıklamaya çalışan regresyon modeli 8 değişkenle %55,1 oranında açıklama getirirken, aynı dönemlerde ilk halka arzı yapılmış ancak daha sonra mali durumu nedeniyle borsa kotundan çıkartılmış veya yakın izlemeye alınmış şirketlerde benzer değişkenler sadece %15,3 oranında açıklama getirebilmektedir. Katsayı işaretlerini incelersek paralel bir yapı görmemize rağmen, halka açılma oranı, aktif işlem görmeye devam eden şirket hisselerinde pozitif katsayılı iken, mali durumu sorunlu şirket hisselerinde negatif katsayılıdır. Aktif hisse senetlerinde halka açılma oranı ile uzun dönem fiyat performansı doğru orantılı iken, mali durumu sorunlu şirketlerde ters orantılıdır. Bu grup şirketlerde ilk halka arzı yüksek olan şirketlerde, bu yüksekliğin uzun dönem performansına olumsuz yansıdığını söyleyebiliriz.

Regresyon modellerimizde kısa dönem ilk gün aşırı getirisini açıklamakta yeterli sonuç vermeyen açıklayıcı değişkenler, uzun dönem için daha anlamlı istatistikî ve ekonomik sonuçlar yaratmıştır.

Bu çalışmanın ampirik testlerine ve sonuçlarına dayanarak, Türkiye'de yaygın bir düşük fiyatlandırma olgusunun var olduğu sonucuna varabiliyoruz. Düşük fiyatlı ilk halka arzlar, kısa vadede piyasadan daha iyi performans gösterirken, uzun vadede, özellikle medyan değerleri üzerinden karşılaştırdığımızda, bu performanslarını sürdürmemişlerdir. İstanbul Borsasında işlem görmek üzere ilk halka arzı yapılan hisse senetlerinin ilk gün getirisini regresyon yöntemiyle modellemek ve tahmin etmek mümkün olmamıştır. Ancak, benzer değişkenler ilk halka arz hisse senetlerinin uzun dönem performansını açıklamakta, muhtelif alt ayrımlar bazında son derece başarılı olmuştur.

KAYNAKÇA

- Acar, F. (2001). “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi. Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Vecdi Aral’a Armağan, 317-323.
- Açıkgöz, S., & Gökkaya, V. (2017). Türkiye’de İlk Halka Arz Getirilerinin Değişkenliği. *Ege Academic Review*, 17(1), 33-58.
- Ahearn, Matthew. (2019) “The Underwriter Effect: How Underwriters Influence the Amount of Money Left on the Table for Initial Public Offerings, 2019” University of Maine
- Aggarwal R., L. Krigman and K.Womack, 2002, “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lockup Expiration Selling” *Journal of Financial Economics* 66, 105-137
- Akbulak, S., & Akbulak, Y. (2005), Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık A.Ş., İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Al-Barrak, A. M. (2005). Initial public offerings in Saudi Arabia: motivations, barriers and effects, Doctoral dissertation, Newcastle University, Department of Accounting and Finance Business School
- Albring, S. M., Elder, R. J., & Zhou, J. (2007). IPO underpricing and audit quality differentiation within non-big 5 firms. *International Journal of Auditing*, 11(2), 115-131.
- Allen, D. E., Morkel-Kingsbury, N. J., & Piboonthanakit, W. (1999). The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Applied Financial Economics*, 9(3), 215-232.
- Allison, S., Hall, C., McShea, D., & VanYe, K. (2008). *The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors*. Merrill Corporation.

- Altan, Y , Hotamış, T . (2014). Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 10 (1-2) , 21-46
- Ameer, R. (2012). “Macroeconomic factors and initial Public offerings in Malaysia.” Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 1(1)
- Baron, D. (1982). “A model of demand for investment banking advising and distribution services for new issues” Journal of Finance 37(4). 955-976
- Bayram, V. (2015), “Türkiye’de ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performansı”, Doktora Tezi.
- Bbotson, R. (1975). “Price performance of common stock new issue”. Journal of Financial Economics, 2(3), 235–272.
- Benveniste, Lawrence M. & Spindt, Paul A. (1989). “How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocations of New Issues”, 24 Journal of Finance Economics. 343, 344 (1989).
- Berzek, Ayşe Nur :“Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s.51-65.
- Besley, S. Brigham, E. F. (2005) Essentials of Managerial Finance, Thomson South-Western, Thirteenth Edition.
- Bessler, W. and Thies, S. (2007), "The long-run performance of initial public offerings in Germany", Managerial Finance, Vol. 33 No. 6, pp. 420-441.
- Bildik, R. and M. K. Yılmaz (2008). “The Market Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 2(2): 49-75.
- BİST, (2017). Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, Borsa İstanbul, Kasım 2017, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf

BİST, Yatırımcılar için Borsa İstanbul, Borsa İstanbul, Nisan 2014, s.39, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Yatirimcilar_icin_Borsa.pdf, adresinden 03.03.2021 tarihinde erişilmiştir.

Boehmer, Ekkehart and Fische, (2004). “Underwriter short covering in the IPO aftermarket: A clinical study” *Journal of Corporate Finance* 10.575-594

Bodnaruk, A., Kandel, E., Massa, M., & Simonov, A. (2008). Shareholder Diversification and the Decision to Go Public. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2779-2824.

Borsa İstanbul (BİST) Kotasyon Yönergesi

Brau, J. C. (2012). Why do firms go public?. *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, 467-495.

Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Evidence on what CFOs think about the IPO process: practice, theory, and managerial implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 107-117.

Brau, J. C., Ryan, P. A., & DeGraw, I. (2006). Initial public offerings: CFO perceptions. *Financial Review*, 41(4), 483-511.

Breinlinger, L. & Glogova, E. (2002). “Determinants of initial public offerings: a European time-series cross-section analysis.” Working Paper, Financial Stability Report. Wien: Oesterreichische National Bank.

Breinlinger, Luise and Evgenia Glogova, 2002. “Determinants of Initial Public Offerings- A European Time-Series Cross-Section Analysis.” *Financial Stability Report* 3

Brennan, M. (1997). “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K.” *Journal of Financial Economics*, 4(3), 391–413.

Brown, E. (1999). “Long-run performance analysis of a new sample of UK IPOs.” University of Edinburgh.

Campbell, Tim (1979) “Optimal investment financing decisions and the value of confidanti. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, 913-924.

- Carter, R.B., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *the Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chemmanur T., P. Fulghieri (1995), "Information production, private equity financing, and the Going public decision", Working paper, Columbia University
- Chi, Jing, Carol Padgett (2005), "Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) markets", *Research In International Buiness and Finance*. 19(1), 71-93.
- Cioli, V. & Fargion, R. & Giannozzi, A. & Roggi, O. 2019. "The Determinants of IPO Withdrawals in the Italian Stock Exchange," *Banca Impresa Società, Società editrice il Mulino*, issue 1, pages 79-112.
- Çelik, M.K. (2016), "Firmaların İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performanslarının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Örneği", *International Journal of Management Economics & Business*, 12(27)
- Çetin, N., Töremiş, H.E, & Cantimur, Z. (2014). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi, Ankara: Yetkin Yayınevi.
- Corrigan, Patrick M.,(2019) "The Sellers Curse and the Underwriters Pricing Pivot: A Behavioral Theory of IPO Pricing", *Virginia Law & Business Review* Volume 13 Summer 2019 Number 2
- Corwin, S. and P. Schultz, 2005, "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition," *The Journal of Finance* 60, 443–486.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New York: John Wiley & Sons, Inc., Second Edition.
- Danisoglu, S., N. Guner and Z. Onder (2013). Bank Reputation And IPO Underpricing: Evidence From The Istanbul Stock Exchange, Aidea 2013 Conference Papers

- Dayaratne D. & Wijethunga A. (2015). "The dynamic relationship between initial public offerings (ipos) and macroeconomic variables: Evidences from emerging stock market of Sri Lanka". *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 3(9)
- Demir, Ergül. Saatçioğlu, Özkan. İmrol, Fatih. (2016) "Uluslararası Dergilerde Yayımlanan Eğitim Araştırmalarının Normallik Varsayımları Açısından İncelenmesi", *Current Research in Education*, c. 2, s. 3 (2016): 134.
- Dempsey, T. (2013). *NYSE IPO Guide, Second Edition*, Chicago, IL, United States
- Dhamija, S., & Arora, R. K. (2017). Determinants of long-run performance of initial public offerings: evidence from India. *Vision*, 21(1), 35-45.
- Dimic, N., Lawrence, E. R., & Vulcanovic, M. (2020). The Determinants of IPO Withdrawals: Evidence From SPACs. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3538671>, 1-30.
- Drobetz, W., Kammermann, M., & Wälchli, U. (2005). Long-run performance of initial public offerings: The evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 57(3), 253-275.
- Dunbar, C. G. and Foerster, S. R. (2008). Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market. *Journal of Financial Economics*, 87(3):610–635.
- Durukan M,B., 2002, "The Relationship between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance*, 28, Page: 18 - 38.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The real key to creating wealth*. John Wiley & Sons.
- Ejara, D. D. (2007). Syndicate Size In Global IPO Underwriting. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 6(3), 49-56.
- Elmas, B. (2012). *İlk Halka Arz Teori ve Uygulama*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Elmas, B. (2012) "Borsa İstanbul'da halka açılan şirketlerde düşük fiyatlama anomalisine etki eden değişkenlerin analizi:1995-2010 Dönemi" 2012

- Ercan, M. K., Öztürk, B. Demirgüneş, K. (2003). Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., ve Ban, Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdogan, A., The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Case of Turkey (December 18, 2013). European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences Issue 26 (2010), 57-64.
- Esfahanipour, A., Goodarzi, M., & Jahanbin, R. (2016). Analysis and forecasting of IPO underpricing. Neural Computing and Applications, 27(3), 651-658.
- Ewing, B. And Ö. Öztufan. 2003. “The Performance of Initial Public Offerings in an Emerging Market: The Case of the Istanbul Stock Exchange”, International Journal of Business, 8(2), pp. 150-167.
- Fan, P., & Yamada, K. (2017). Who decides IPO withdrawal and when?, Working Paper. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3033710>
- Fouad Jamaani a, , Abdullahi D. Ahmed. (2021) “Modifier effects of country-level transparency on global underpricing difference: New hierarchical evidence” International Review of Financial Analysis · January 2021
- Galijasević Amar, Josef Tegbaru, “Can IPO first day returns be predicted” A multiple linear regression analysis Stocholm, Sverige 2019, Royal Institute of Technology
- Gandolfi, G., Regalli, M., Soana, M. G., & Arcuri, M. C. (2018). Underpricing And Long-Term Performance Of Ipos: Evidence From European Intermediary-Oriented Markets. Economics, Management & Financial Markets, 13(3).11-36.
- Gitman, L. J.; Principles of Managerial Finance, Pearson Prentice Hall, Twelfth Edition, 2009.
- Griffith, Sean J. (2004) “Spinning and Underpricing: A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings”, Brooklyn Law Reviews. Volume 69 Article 7

- Goergen, M., Khurshed, A., & Renneboog, L. (2009). Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets. *International Review of Law and Economics*, 29(3), 260-271.
- Gökalp, N. K. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi"*, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Gürbüz, A. O. (2004). *Investment Analysis and Portfolio Management*, İstanbul: Yaylım Yayıncılık, 2004, p. 83
- Hakenes, H. and P. Nevries, (2000), "Underpricing initial public offerings due to the value increasing publicity effect," working paper, Westfälische WilhelmsUniversität Münster
- Helbing, P., Lucey, B. M., & Vigne, S. A. (2019). The determinants of IPO withdrawal—Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 56, 415-436.
- Hitchner, J R. 2006. *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons, Inc., Second Edition,
- Houge, T., & Loughran, T. (1999). Growth fixation and the performance of bank initial public offerings, 1983–1991. *Journal of Banking & Finance*, 23(8), 1277-1301.
- Huang, F., & Nie, Z. (2008). Influences of Different Underwriting Mechanisms on Offering Prices and the Case of China. *International Business Research*, 1(2008), 87-92.
- Hurt, Christine.(2005) "Moral Hazard and the Initial Public Offering", 25 *Cardozo L. Rev.* 711
- İMKB, *Halka Arz ve Borsada İşlem Görme*, Borsa İstanbul, 2012, s.17, https://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_Arz_ve_Islem_gorme.pdf, adresinden 02.03.2021 tarihinde erişilmiştir.
- İnceoğlu, M. M. (2004).*Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

- Jaskiewicz, P., González, V. M., Menéndez, S., & Schiereck, D. (2005). Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179-202.
- Jenkinson, Tim. et al., (2016) “Quid Pro Quo? What Factors Influence IPO Allocations to Investors?”, The Financial Conduct Authority, Occasional paper 15, October 2016
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Volume 3, page. 305-360.)
- Jewartowski, T., & Lizińska, J. (2012). Short-and long-term performance of Polish IPOs. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(2), 59-75.
- Kaderli, Y. (2016, Ocak). Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul’da Yapılan Halka Arzların Orta ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(11), 103-117.
- Karaa, İ. E., & Akakçe, G. (2017). Türkiye’de Firmaların Halka Arzdan Çekilme Nedenleri ve Sonuçları. *Journal of Business Research Turk*, 9(3), 375-392.
- Karanovic, G. ve Karanovic, B. (2016) “IPOs performance analysis: evidence from emerging markets in the Balkans”. *Scientific Analysis of Economics and Business*, 63(3), 2016
- Karaoğlan, Sadık. “Halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performansını belirlemeye yönelik ekonometrik bir analiz” Doktora Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, 2018
- Karşlı, Muharrem :Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul: Alfa Yayınları, 2004
- Kaya, T. (2012). The short term performance of initial public offerings in Istanbul stock exchange: 2010-2011 application. *Journal of Business Economics and Finance*, 1(1), 64-76.

- Kaya, T. (2017). Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların Uzun Dönem Performans Analizi: Normalüstü Getiri Mümkün Mü? *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 6-19.
- Khurshed, A. (2011). *Initial Public Offerings: The mechanics and performance of IPOs*, Harriman House Ltd., Hampshire, UK.
- Klausner, Daniel. (2019). "Capital Markets Advisory Leader, Deals", PwC US 29.1.2019
- 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., 2000, "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Journal of Multinational Financial Management*, 10, Page: 213 - 227.
- Kıymaz, H. (1997), "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", *İMKB Dergisi*, 3, 47-73.
- Kıymaz, H. (1997a), "İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performanslarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi". *İMKB Dergisi*. 1 (2), 69-90.
- Killins, R. N. (2019). An investigation of the short-term performance of the Canadian IPO market. *Research in International Business and Finance*, 47, 102-113.
- Kooli, M., & Suret, J. M. (2004). The aftermarket performance of initial public offerings in Canada. *Journal of multinational financial management*, 14(1), 47-66.
- Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2017). *Sermaye Piyasası Temel Konular*, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Kovandova S. & Zinecker M. (2015). "Macroeconomic determinants of ipo activity in Poland between 1993 and 2013". *Trends Economics and Management*, 9 (23)
- Kurtaran, A.T. (2012). "Türkiye'de ilk halka arzların fiyat performanslarının sektörler itibariyle karşılaştırmalı analizi" Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi.

- Kurumahmutoğlu, A. M., İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırma: İlk gün açılış, kapanış ve gün içi performansı zerine Bist'te bir araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019, s.99.
- Küçükkocaoğlu, G. (2005). Finansal Pazarlamada Şirket Değerleme, Eğitim Notları. <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc>
- Küçükkocaoğlu, G. (2008), "Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods", International Research Journal of Finance and Economics, 13, 162-182.
- Latham, S., & Braun, M. R. (2010). To IPO or not to IPO: Risks, uncertainty and the decision to go public. British Journal of Management, 21(3), 666-683.
- Lerner, J. (1994), 'Venture Capitalists and the Decision to Go Public', Journal of Financial Economics, Vol. 35, No. 3, pp. 293–316.
- Lee, P. J., Taylor, S. L. & Walter, T.S. (2016) "Australian IPO Underpricing In The Short and Long Run". Journal of Banking and Finance. 20, 1996.
- Lipman D. F. J. (2009). International and US IPO Planning: A Business Strategy Guide", Wiley and Sons Inc.,
- Ljungqvist, A. P. (1997). "Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence From Germany". European Economic Review. 41, 1309-1320.
- Ljungqvist, A. P. (1995). "When do firms go public? Poisson evidence from Germany". Working Paper, Oxford University
- Ljungqvist, A. (2004). "IPO underpricing: empirical corporate finance". New York University Press, New York.
- Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). "Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing". The Journal of Business, 79(4), 1667–1702.
- Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. (2008). "IPO pricing in the dot-com bubble". New York University Working Paper.
- Logue, D., (1973), "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969," Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, 91–103.

- Loughran, T., Ritter, J. R., ve Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165-199.
- Loughran, T. and J. Ritter, (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *Review of Financial Studies* 15, 413-443
- Lowry, M., Ocer M. S., Schwert G. W. (2010). "The Variability of IPO Initial Returns". *The American Finance Association*
- Madden, B. J. 1999. *CFROI Valuation A Total System Approach to Valuing the Firm*, Butterworth Heinemann.
- Madura, J. (2015). *Financial Markets and Institutions*. 11. bs. USA Stamford: Cengage Learning.
- Madura, J. *Financial markets and institutions*. South-Western Cengage Learning, Nelson Education, Canada, 2014.
- Małachowski, Paweł., Dominika Gadowska-dos Santos, (2021). "What Determines the Success of an IPO? Analysis of IPO Underpricing on the Warsaw Stock Exchange" *Central European Economic Journal* 2021
- Manavgat, Ç. (1991). *Sermaye piyasasında aracı kurumlar*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. Ankara.
- Manavgat Ç. (2016) *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara, s.587.
- Manavgat, Ç. (2016). s.615 Shefsky, Lloyd E. "Financial and Structural Preparation for an Initial Public Offering", *Compleat Law.*, 1987 v4, 63-64
- Marinković, S., Ljumović, I., & Stojković, D. (2012). Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies. *Industrija*, 40(2), 125-143.
- Manu, K. S. and Saini, Chhavi. (2020) "Valuation Analysis of Initial Public Offer (IPO): The Case of India", *Sage Journals*, journals.sagepub.com/home/par
- Mayo, Herbert : *Investments: an introduction*. Cengage Learning. Boston, 2020.

- McDonald, J. G., A. K. Fisher, “New-Issue Stock Price Behavior”, The Journal of Finance, c. 27, s. 1 (1972): 97-102.
- McGuinness, P. (1992). An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong: 1980–90. Journal of Business Finance & Accounting, 19(2), 165-186.
- MEGEP, (2011). Muhasebe ve Finansman: Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Millî Eğitim Bakanlığı, Ankara. http://www.megep.meb.gov.tr/mte_program_modul/moduller_pdf/Sermaye20PiyasasiC4B120Faaliyetleri.pdf
- Merey, M. 1997. “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings: The Case of Istanbul Stock Exchange”. Yüksek Lisans Tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Mun, S.G. and Jang, S.(S). (2019), "Restaurant firms' IPO motivations and post-IPO performances: Staying public, being delisted or merged?", International Journal of Contemporary Hospitality Management, Vol. 31 No. 9, pp. 3484-3502
- M. S. Uşaklı, Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s.55.
- Otlu, F. & Ölmez, S. (2011). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB’de Bir Uygulama, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 2 (2), 14-44.
- Özyeşil, Mustafa. “Dönemsel halka arzlarda şirket büyüklüğü ve halka arz yönteminin kısa ve uzun dönem hisse senedi fiyat performansına etkisi: Borsa İstanbul uygulaması” Doktora Tezi, İstanbul Aydın Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, 2018
- Pagano, M., F. Paaşırta and L. Zingales (1998), ‘Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis’, The Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, pp. 27–64.
- Peng, Liang. (2008) “Empirical Study on the Performance of Initial Public Offerings in China” August 2008. Scientific Research 135-142
- Perera, W. (2015). Why do IPO money on the table for investors on the first day of trading? A theoretical review. International Journal of Accounting & Business

Finance, 1(1), 25–41. Retrieved from: http://www.maco.jfn.ac.lk/ijabf/wp-content/uploads/2017/11/vol1_issue1_3.pdf

Poroy, R., & Erem, T. S. (1964). Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Gelişmesi için Gerekli Hukuki Tedbirler. Sermaye Piyasası Etüdü, Bölüm II, Ankara.

Rajesh K. Aggarwal et al.,(2002). “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling”, 66 Journal of Financial Economics. 105 (2002)

Rani, P., & Kaurmann, V. (2017). “Contagion effect of macroeconomic variables on IPO listing activity: a time series analysis in Indian context”. International Journal of Business Management and Research, 7(4)

Reese, W. P. (1997). “The arrival rate of initial public offers in the UK”. European Financial Management, 3(1), 45-62.

Ritter, J. R. (1987) “The cost of going public” Working Paper #487, University of Michigan

Ritter, J. (1991): “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”. The Journal of Finance, vol. 46, n° 1, pp. 3-28.

Ritter, Jay R. (2011) “Equilibrium in the Initial Public Offerings” Market, 3 Anniversary Review Financial Economics. 347, 348 (2011) (arguing that agency cost theories of IPO underpricing are of first-order importance)

Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. The journal of Finance, 57(4), 1795-1828.

Ritter, Jay R. (2016). “Initial Public Offerings: Underwriting Statistics Through 2016”, tbl.11 (April24,2017), https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/05/IPOs2016_Underwriting.pdf.

Rock, Kevin. (1986) “Why New Issues Are Underpriced”, 15 Journal of Financial Economics. 187 (1986)

Ronen, J., & Yaari, V. (2008). Earnings management. Springer US.

- Rydqvist, K. (1997). "IPO underpricing as tax-efficient compensation". *Journal of Banking & Finance*, 21(3), 295–313
- Rydqvist, Kristian and Kenneth Hogholm, (1995). "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden". *European Financial Management* 1(3)
- Sayılgan, G. (2013). *İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitapevi.
- Sebilcioğlu, F., Karaağaoğlu, S., Karacar, G., Naipoğlu, S., Arkun, F., & Koçer, B. (2013). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul*.
- Sermaye Piyasası Kanunu, (2012). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Kabul Tarihi: 6/12/2012 Yayımlandığı Resmî Gazete: Tarih: 30/12/2012 Sayı: 28513, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>
- Shah S N and Mehta D H (2015), "Initial Performances of IPOs in India: Evidence from 2010-14", *Samvad*, Vol. 9, pp. 1-14.
- Sohail, M. K., & Nasr, M. (2007). Performance of initial public offerings in Pakistan. *International Review of Business Research Papers*, 3(2), 420-441.
- Sosnowski, T. (2015). Motives and effects of the initial public offerings on the Warsaw Stock Exchange. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 10(2), 207-222.
- SPK (2020). *Usulsüz Halka Arzlara İlişkin Açıklama*, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/4>
- SPK, (2000). *Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete*. <http://mevzuat.spk.gov.tr/Onceki/>
- SPK, (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara*.
- SPK, (2011). *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, NO: 56), Sermaye Piyasası Kurulu, 30 Aralık 2011, Resmî Gazete Sayı : 28158*, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/12/20111230-14.htm>

SPK, (2013). Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)", 28 Haziran 2013, Resmî Gazete, 28691, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm>

SPK, (2016). Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73>

SPK, Pay Tebliği (VII-128.1), Resmi Gazete tarihi: 22 Haziran 2013, Sayı : 28685, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm>, adresinden 02.03.2021 tarihinde erişilmiştir.

SPK, **Usulsüz Halka Arzlara İlişkin Açıklama**, Sermaye Piyasası Kurulu, 2020, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/4>, adresinden 21 Şubat 2021 tarihinde erişilmiştir.

S. Besley ve E.F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, Thomson South-Western, Thirteenth Edition, 2005, s.38

Schuster, Josef Anton. (2003). "An Empirical Analysis of European IPO Markets", London School of Economics and Political Science, May 2003

Sullivan, Michael. J. & Unite, Angelo. A., 1999, "The Under-pricing of Initial Public Offerings in the Philippines from 1987 to 1997", Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 2, No. 3, p.285-300.

Stoughton, Z. (1998). "IPO mechanism, monitoring and ownership structure". Journal of Financial Economics, 49(1), 45–78.

Taulli, T., (2013). High-Profit IPO Strategies, 3. bs. USA New Jersey: Wiley,

Tekbaş, M. Ş. vd. (2014). Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. http://serpam.org/wp-content/uploads/Temel_Finans_Matematigi.pdf

Ü. Tekinalp, 1982, s.80; R. Poroy ve T.S. Erem, (1964) "Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Gelişmesi için Gerekli Hukuki Tedbirler". Sermaye Piyasası Etüdü, Bölüm II, Ankara, 1964

- Tekinalp, Ü. (1982). Sermaye piyasası hukukunun esasları. Ekonomik ve sosyal yayınlar. İstanbul.
- Titman, Sheridan, and Trueman, 1986, "Information Quality and the Valuation of New Issues," *Journal of Accounting and Economics* 8, 159–172.
- Toraman, C. ve Körpi, M. (2015). "Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (66), 41–56.
- Tran, A. L. & B. N. Jeon (2011). "The Dynamic Impact of Macroeconomic Factors on Initial Public Offerings: Evidence from Time-Series Analysis". *Applied Economics*, 43(23), 3187-3201.
- Tunçay, E. Borsada ilk halka arzların değerlendirilmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019.
- Türker-Uludağ, D. (2001). Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara.
- Türüdü E., "Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması". Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.
- Tütüncü, L., & Acar, E. (2019). Deliberate Discounts and Underpricing of Turkish IPOs. *Maliye ve Finans Yazıları*, (112), 225-240.
- Wasserfallen, W., & Wittleder, C. (1994). Pricing initial public offerings: Evidence from Germany. *European Economic Review*, 38(7), 1505-1517.
- Wei, J.Z. (1999). *A Layman's Guide to Financial Terms*, University of Toronto.
- Welch, I. (1989). "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings". *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Wilaiporn Laohakosol Dr., Ayush Sharma , Arhan Sthapit (2018) "Macroeconomic Factors and Their Influences on Initial Public Offering (IPO) in Nepal" *International Journal of Research*.

- Yadav, N. R., Dasgupta, H., & Moray, R. (2018). Short term performance analysis of IPOs in India. *Asian Journal of Empirical Research*, 8(11), 392-403.
- Yasaman, H. (1992). *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, Profesörlük Tezi, İstanbul.
- Yıldırım, D., & Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(1), 189-202.
- Yu, T., & Tse, Y. K. (2006). An Empirical Examination of IPO Underpricing in the Chinese A-Share Market. *China Economic Review*. 17, (4), 363-382.



Ek 1 İlk Halka Arzlar Yıllık Dönemsel Getiriler Veri Tablosu

Yıllar	Ham Getiri					Endeks					Aşırı Getiri				
	İlk Gün	1. Ay	12.AY	24.AY	36.Ay	İlk Gün	1.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay	İlk Gün	1.Ay	12.AY	24.AY	36.Ay
2020	11,2%	123,4%	1019,7%	0,0%	0,0%	-0,3%	4,9%	24,8%	0,0%	0,0%	11,5%	118,5%	994,9%	0,0%	0,0%
2019	7,0%	13,8%	225,8%	0,0%	0,0%	0,1%	3,4%	17,0%	0,0%	0,0%	6,8%	10,4%	208,8%	0,0%	0,0%
2018	5,9%	2,4%	19,1%	42,6%	285,6%	0,8%	-1,3%	-13,4%	2,6%	33,4%	5,1%	3,6%	32,4%	39,9%	252,2%
2017	3,3%	19,6%	9,9%	18,4%	171,1%	-0,8%	6,1%	14,4%	3,4%	20,7%	4,0%	13,5%	-4,6%	15,1%	150,5%
2016	-0,5%	-2,5%	50,5%	57,0%	3,8%	0,9%	13,9%	22,0%	60,0%	39,7%	-1,4%	-16,4%	28,5%	-3,0%	-36,0%
2015	3,5%	4,3%	0,8%	7,2%	89,8%	-0,8%	-6,0%	-10,9%	14,0%	26,7%	4,3%	10,2%	11,7%	-6,8%	63,1%
2014	3,6%	6,0%	17,3%	-6,8%	29,5%	0,7%	3,8%	8,8%	0,7%	29,8%	2,9%	2,2%	8,6%	-7,4%	-0,3%
2013	5,0%	10,1%	25,7%	62,4%	22,7%	-0,7%	-6,3%	-3,8%	2,9%	-3,2%	5,7%	16,3%	29,5%	59,5%	25,9%
2012	4,0%	10,9%	0,6%	1,2%	7,8%	-0,1%	3,6%	33,2%	22,2%	34,4%	4,1%	7,3%	-32,6%	-21,0%	-26,6%
2011	5,7%	8,1%	-1,0%	-0,1%	-13,6%	0,0%	-3,9%	1,0%	28,4%	23,5%	5,7%	12,0%	-2,0%	-28,5%	-37,1%
2010	3,9%	11,3%	27,2%	4,9%	-2,0%	0,2%	0,9%	1,0%	6,5%	30,1%	3,7%	10,4%	26,3%	-1,7%	-32,2%
2009	12,6%	22,4%	6,3%	-37,8%	-75,8%	-0,7%	5,9%	49,6%	18,8%	52,3%	13,3%	16,4%	-43,4%	-56,6%	-128,1%
2008	10,7%	0,0%	-8,9%	6,9%	47,0%	0,2%	-9,9%	-21,3%	31,1%	51,9%	10,5%	10,0%	12,4%	-24,2%	-4,9%
2007	8,0%	5,7%	-24,0%	-37,5%	39,0%	0,3%	4,8%	-11,4%	-28,0%	24,6%	7,6%	0,9%	-12,6%	-9,5%	14,3%
2006	9,5%	0,7%	3,2%	-5,6%	-24,1%	0,0%	-7,0%	19,3%	-3,2%	-10,6%	9,5%	7,7%	-16,2%	-2,4%	-13,5%
2005	7,6%	16,0%	37,8%	59,5%	55,6%	-1,2%	3,1%	34,2%	70,5%	22,0%	8,7%	12,9%	3,6%	-11,0%	33,6%
2004	2,6%	0,3%	8,9%	62,4%	68,8%	-0,4%	5,6%	47,6%	103,0%	151,4%	3,1%	-5,3%	-38,7%	-40,6%	-82,6%
2003	12,3%	20,1%	34,2%	-2,7%	111,1%	-0,7%	-7,9%	58,2%	137,1%	299,3%	13,0%	28,0%	-24,0%	-139,8%	-188,1%
2002	-0,9%	-5,3%	-41,7%	-5,7%	60,6%	-1,8%	-7,7%	-0,2%	67,6%	149,8%	0,9%	2,4%	-41,5%	-73,4%	-89,2%
2000	8,4%	21,9%	-35,3%	-25,6%	-26,1%	0,0%	-2,7%	-34,4%	-29,9%	-23,2%	8,5%	24,6%	-0,9%	4,3%	-3,0%
1999	17,4%	115,3%	162,2%	114,4%	126,2%	2,7%	39,2%	115,2%	59,3%	78,4%	14,7%	76,2%	47,1%	55,1%	47,7%
1998	6,2%	1,2%	-1,8%	209,0%	39,4%	-0,5%	0,0%	34,3%	315,7%	176,5%	6,7%	1,2%	-36,1%	-106,7%	-137,1%
1997	6,2%	13,8%	82,5%	129,9%	305,0%	-0,5%	6,7%	67,8%	191,7%	575,8%	6,7%	7,1%	14,7%	-61,8%	-270,8%
1996	9,1%	14,9%	169,5%	197,2%	537,9%	0,4%	9,6%	195,8%	338,0%	790,6%	8,7%	5,3%	-26,3%	-140,8%	-252,7%
1995	6,5%	6,7%	54,4%	234,3%	375,5%	-0,5%	1,5%	57,5%	345,1%	639,8%	7,1%	5,1%	-3,1%	-110,8%	-264,3%
1994	6,1%	-5,8%	82,5%	198,6%	497,3%	-0,9%	1,6%	80,6%	246,2%	947,1%	7,0%	-7,4%	1,8%	-47,7%	-449,9%
1993	9,2%	124,9%	242,7%	596,5%	1243%	0,7%	18,0%	100,4%	300,2%	558,2%	8,5%	106,8%	142,4%	296,3%	684,4%

Ek 2 1993-2020 Hisse Bazında İlk Gün Getiriler

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Arzum Ev Aletleri	17.12.2020	10,00%	0,59%	9,41%
Kervan Gıda Sanayi	26.11.2020	10,00%	0,00%	10,00%
Kontrolmatik Teknoloji	12.10.2020	10,00%	1,06%	8,94%
Esenboğa Elektrik Üretim	1.10.2020	10,00%	1,32%	8,68%
Dinamik Isı Makına	27.08.2020	9,94%	-0,70%	10,64%
Fade Gıda Yatırım	29.07.2020	10,00%	-5,26%	15,26%
Bayrak Ebt Taban	28.05.2020	9,76%	0,39%	9,37%
Ard Grup Bilişim Teknolojileri	29.01.2020	20,00%	-0,03%	20,03%
Papilon Savunma	28.11.2019	20,00%	0,19%	19,81%
Yükselen Çelik	7.11.2019	3,15%	-1,00%	4,15%
Naturel Yenilenebilir Enerji	1.08.2019	1,21%	1,17%	0,03%
Derlüks Deri Sanayi	27.06.2019	-7,52%	0,02%	-7,54%
Ceo Event Medya	23.05.2019	5,21%	0,64%	4,57%
Smartiks Yazılım	9.05.2019	19,83%	-0,20%	20,04%
Formet Çelik Kapı Sanayi	14.05.2018	2,59%	1,05%	1,55%
Kafein Yazılım Hizmetleri	10.05.2018	20,00%	0,61%	19,39%
Şok Marketler Ticaret	8.05.2018	-4,76%	0,53%	-5,29%
Trend G.M.Y.O.	15.02.2018	-7,89%	0,58%	-8,48%
Peker G.M.Y.O.	15.02.2018	-0,55%	2,54%	-3,09%
Medical Park Sağlık Hizmetleri	1.02.2018	-1,32%	-0,28%	-1,03%
Enerjisa Enerji	1.02.2018	5,28%	-1,13%	6,41%
Trabzon Liman İşletmeciliği	18.01.2018	20,00%	1,05%	18,95%
Safkar Ege Sogutmacılık Klıma	11.01.2018	19,70%	2,01%	17,68%
Mavi Giyim	9.06.2017	3,49%	-0,90%	4,39%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Fonet Bılgı Teknolojileri	28.04.2017	6,29%	-0,88%	7,16%
Mistral G.M.Y.O	13.01.2017	0,00%	-0,58%	0,58%
Çuhadaroğlu Metal	12.02.2016	-0,50%	0,88%	-1,38%
Verusaturk Girişim Srmy. Y.O.	12.11.2015	9,32%	0,13%	9,19%
Seyitler Kimya	29.07.2015	7,14%	-2,18%	9,33%
Bantaş Bandırma Ambalaj	13.05.2015	0,00%	1,20%	-1,20%
Senkron Güvenlik Ve İletişim Sistemleri	27.02.2015	0,00%	-2,65%	2,65%
Özerden Plastik Sanayi	18.02.2015	4,80%	1,20%	3,59%
Hedef Girişim Srmy. Y.O.	23.01.2015	0,00%	-2,46%	2,46%
Ulusoy Elektrik	14.11.2014	-0,71%	0,93%	-1,65%
Ulusoy Un	14.11.2014	-3,49%	1,29%	-4,78%
Avivasa Emeklilik	7.11.2014	0,32%	0,60%	-0,28%
Pergamon Status	7.11.2014	-4,00%	2,54%	-6,54%
İzmir Fırça	2.07.2014	3,78%	1,83%	1,96%
Lider Faktoring	13.06.2014	0,33%	1,23%	-0,90%
Tuğçelik Alüminyum Metal	11.06.2014	3,25%	-1,73%	4,98%
Pamukova Elektrik	10.06.2014	4,39%	-1,03%	5,42%
Rta Laboratuvarları	28.05.2014	-3,46%	-0,81%	-2,65%
Körfez G.M.Y.O.	25.04.2014	20,87%	0,57%	20,30%
Arbul Entegre Tekstil	22.04.2014	18,00%	1,41%	16,59%
Politeknik Metal	28.02.2014	1,67%	0,88%	0,79%
Plaspak Kimya Sanayi	14.01.2014	5,26%	0,84%	4,42%
Temapol Polimer Plastik	10.12.2013	1,21%	1,05%	0,16%
San-El Elektrik	27.11.2013	-3,02%	-1,05%	-1,96%
Yayla Enerji	15.11.2013	21,25%	1,28%	19,97%
Verusa Holding	13.11.2013	21,24%	-1,30%	22,54%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
İz Hayvancılık Tarım Ve Gıda	7.11.2013	0,37%	-0,33%	0,69%
Sekuro Plastik	2.10.2013	0,74%	-0,40%	1,14%
Rodrigo Tekstil	31.07.2013	11,06%	0,19%	10,88%
Say Yenilenebilir Enerji	25.06.2013	3,64%	0,70%	2,93%
Menba Holding	24.06.2013	17,00%	2,59%	14,41%
Akyürek Pazarlama	31.05.2013	-1,92%	-4,70%	2,78%
Bakan Medya	29.05.2013	21,07%	-10,47%	31,55%
Taç Tarım	21.05.2013	7,94%	-0,52%	8,46%
Panora G.M.Y.O.	17.05.2013	-0,43%	-1,96%	1,54%
Odaş Elektrik	14.05.2013	0,80%	1,14%	-0,34%
Royal Halı	26.04.2013	-6,32%	0,48%	-6,79%
Servet G.M.Y.O.	22.04.2013	-0,37%	0,90%	-1,27%
Pegasus Hava Taşımacılığı	18.04.2013	1,90%	0,20%	1,70%
Halk G.M.Y.O.	15.02.2013	0,00%	-1,77%	1,77%
Akiş G.M.Y.O.	9.01.2013	-1,30%	1,23%	-2,53%
Avrupa Yatırım Holding	3.12.2012	-0,47%	0,60%	-1,07%
Tümosan Motor Ve Traktör	30.11.2012	0,50%	0,68%	-0,18%
Taze Kuru Gıda	12.10.2012	-7,59%	0,59%	-8,18%
Atlantik Petrol	10.10.2012	-1,33%	0,24%	-1,57%
Ulaşlar Turizm	31.07.2012	16,84%	0,42%	16,42%
Denge Yatırım Holding	27.07.2012	-0,90%	-0,47%	-0,42%
Karakaş Atlantis	26.07.2012	0,80%	2,39%	-1,59%
Etiler Gıda	11.07.2012	-5,34%	0,02%	-5,36%
Akdeniz Yatırım Holding	29.06.2012	13,30%	1,24%	12,06%
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri	25.06.2012	16,33%	2,83%	13,50%
Tgs Dış Ticaret	31.05.2012	-1,79%	0,80%	-2,58%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Ar Tarım Organik Gıda	25.05.2012	21,16%	-0,05%	21,21%
İdealist Danışmanlık	23.05.2012	11,05%	-0,58%	11,63%
Polisan Holding	18.05.2012	-4,89%	-1,47%	-3,42%
Mega Polietilen Köpük	15.05.2012	4,00%	-0,69%	4,69%
Teknosa	11.05.2012	-2,19%	-1,32%	-0,87%
Prizma Pres Matbaacılık	11.05.2012	-0,75%	-0,69%	-0,06%
Orge Enerji	10.05.2012	-8,15%	-0,69%	-7,45%
Oylum Sınai Yatırımlar	27.04.2012	21,30%	-0,46%	21,76%
Sanifoam Sünger	13.04.2012	-3,60%	-0,86%	-2,74%
Beyaz Filo Oto Kiralama	26.03.2012	-0,67%	-1,08%	0,41%
Hitit Holding	5.03.2012	-2,50%	-0,66%	-1,84%
Niğbaş Niğde Beton	28.02.2012	20,59%	-2,00%	22,59%
Taraf Gazetecilik	27.02.2012	7,91%	0,29%	7,62%
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler	14.02.2012	10,00%	-1,53%	11,53%
Özak G.M.Y.O.	10.02.2012	0,00%	0,31%	-0,31%
Avod Gıda	30.11.2011	0,00%	-0,94%	0,94%
Mmc Sanayi Ve Ticari Yatırımlar	30.11.2011	18,97%	0,78%	18,19%
Adese	27.10.2011	-4,26%	1,44%	-5,70%
İnfo Yatırım	30.09.2011	6,86%	0,58%	6,28%
Vanet Gıda	19.08.2011	0,00%	1,23%	-1,23%
Euro Kapital Y.O.	29.07.2011	11,00%	2,48%	8,52%
Aksel Enerji Yatırım Holding	26.07.2011	0,29%	-0,59%	0,88%
Özbal Çelik Boru	21.07.2011	-4,39%	2,21%	-6,60%
Mepet Metro Petrol	18.07.2011	3,64%	2,08%	1,55%
Global Menkul Değ.	23.06.2011	6,06%	0,29%	5,77%
Saray Matbaacılık	17.06.2011	20,94%	0,78%	20,15%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Ericom Telekomünikasyon	7.06.2011	16,90%	-0,62%	17,52%
Ataç İnşaat	3.06.2011	-0,80%	-0,61%	-0,19%
Clk Holding	31.05.2011	5,01%	-0,18%	5,19%
Dagi Giyim	27.05.2011	19,83%	0,28%	19,55%
Kron Telekomünikasyon	18.05.2011	3,64%	-2,11%	5,75%
Bilici Yatırım	11.05.2011	-1,48%	-0,05%	-1,43%
Yaprak Süt Ve Besi Çiftlikleri	10.05.2011	9,67%	-2,93%	12,60%
Akfen G.M.Y.O.	6.05.2011	-3,07%	-2,40%	-0,67%
Kiler G.M.Y.O.	15.04.2011	3,28%	0,46%	2,82%
Bimeks Bilgi İşlem	8.04.2011	0,67%	-0,36%	1,02%
Utopya Turizm	14.02.2011	-12,95%	-3,76%	-9,20%
Berkosan Yalıtım Ve Tecrit	1.02.2011	5,41%	2,48%	2,92%
Bizim Toptan Satış Mağazaları	28.01.2011	6,80%	-2,42%	9,22%
Lokman Hekim	25.01.2011	14,04%	2,44%	11,60%
Kiler	21.01.2011	21,31%	-1,40%	22,71%
Despec Bilgisayar	26.11.2010	1,54%	-0,25%	1,79%
Do & Co Aktiengesellschaft	26.11.2010	13,94%	1,18%	12,76%
Emlak G.M.Y.O.	24.11.2010	-11,63%	1,18%	-12,81%
Uyum Gıda	10.11.2010	-4,91%	-2,96%	-1,95%
Katmerciler Araç Üstü Ekipman	5.11.2010	-2,00%	-0,67%	-1,33%
İhlas Yayın Holding	26.10.2010	21,54%	-0,18%	21,72%
Torunlar G.M.Y.O.	15.10.2010	-2,05%	1,57%	-3,62%
Martı G.M.Y.O.	17.09.2010	-2,82%	0,08%	-2,89%
Gedik Yatırım	22.07.2010	21,52%	0,55%	20,97%
Ekiz Yağ Ve Sabun	13.07.2010	-17,29%	0,20%	-17,49%
Reysaş G.M.Y.O.	2.07.2010	0,00%	0,73%	-0,73%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Çemaş Döküm	24.06.2010	-1,69%	2,02%	-3,71%
İdealist G.M.Y.O.	23.06.2010	21,26%	-0,56%	21,82%
Anel Elektrik	11.06.2010	0,00%	-0,03%	0,03%
Euro Yatırım Holding	10.06.2010	21,64%	0,43%	21,21%
İhlas Gazetecilik	4.06.2010	15,15%	1,01%	14,14%
Mango	17.05.2010	8,89%	0,83%	8,06%
Aksa Enerji	14.05.2010	-2,86%	-0,62%	-2,24%
Latek Lojistik	22.04.2010	4,55%	-1,40%	5,94%
T.S.K.B. G.M.Y.O.	1.04.2010	2,86%	1,32%	1,53%
Koza Altın İşletmeleri	5.02.2010	-5,57%	-0,62%	-4,95%
Ran Lojistik	26.10.2009	12,59%	-0,69%	13,28%
Türk Telekom	9.05.2008	0,43%	0,24%	0,20%
Euro Trend Y.O.	18.04.2008	21,00%	0,24%	20,76%
Tekfen Holding	16.11.2007	5,26%	0,25%	5,01%
Albaraka Türk Katılım Bankası	22.06.2007	20,98%	1,98%	19,00%
Sinpaş G.M.Y.O.	15.06.2007	-1,97%	-0,54%	-1,44%
İş Yatırım	11.05.2007	14,29%	0,47%	13,82%
Halk Bankası	4.05.2007	11,25%	-0,10%	11,35%
Oyak Y.O.	27.04.2007	-3,64%	-0,58%	-3,06%
Avrasya Petrol Ve Turistik Tesisler	18.04.2007	-6,36%	-0,58%	-5,79%
Saf G.M.Y.O.	23.02.2007	21,82%	2,43%	19,39%
Tav Havalimanları	16.02.2007	10,00%	-0,54%	10,54%
Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	29.11.2006	-1,00%	-1,35%	0,35%
Karel Elektronik	12.10.2006	-1,83%	-0,45%	-1,38%
Silverline Endüstri Ve Ticaret	19.06.2006	1,54%	-3,20%	4,74%
Armada Bilgisayar	8.06.2006	-6,67%	2,21%	-8,88%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Euro Yat. Ort.	7.06.2006	13,00%	-3,57%	16,57%
Artı Yatırım Holding	24.05.2006	16,67%	2,32%	14,35%
Metal Gayrimenkul	22.05.2006	15,24%	2,32%	12,92%
Güler Yatırım Holding	17.05.2006	-0,95%	5,07%	-6,03%
Asya Katılım Bankası	3.05.2006	21,71%	-3,99%	25,70%
Coca Cola İçecek	3.05.2006	11,03%	-3,99%	15,02%
Selçuk Ecza Deposu	19.04.2006	21,50%	-1,34%	22,83%
Vestel Beyaz Eşya	11.04.2006	0,00%	2,74%	-2,74%
Datagate Bilgisayar	2.02.2006	21,71%	1,49%	20,23%
Reysaş Taşımacılık	2.02.2006	21,00%	1,49%	19,51%
Mert Gıda	24.11.2005	18,67%	0,23%	18,44%
T. Vakıflar Bankası	9.11.2005	14,72%	0,53%	14,19%
Kapital Yatırım Holding	29.09.2005	2,73%	-3,64%	6,37%
Anel Telekomünikasyon	2.09.2005	11,76%	-0,52%	12,28%
Bim Birleşik Mağazalar	6.07.2005	6,20%	-0,26%	6,46%
Genpower Holding	4.07.2005	12,50%	-0,12%	12,62%
Marka Yatırım Holding	2.05.2005	-5,36%	-1,00%	-4,36%
Akmerkez G.M.Y.O.	7.04.2005	8,75%	-2,81%	11,56%
Trabzonspor	6.04.2005	-1,90%	-2,81%	0,90%
İş Girişim Srm. Y.O.	14.10.2004	1,58%	0,19%	1,39%
Afm Film Prodüksiyon	12.10.2004	-17,93%	0,97%	-18,90%
Denizbank	23.09.2004	7,13%	-1,05%	8,18%
Plastik Akıllı Kart	11.08.2004	-3,91%	-0,42%	-3,49%
Şeker Fin. Kir.	15.07.2004	-3,57%	1,48%	-5,05%
İndeks Bilgisayar	17.06.2004	-0,56%	0,41%	-0,96%
Doğuş Otomotiv	10.06.2004	-4,44%	-1,16%	-3,29%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Türk Traktör	3.06.2004	-4,38%	-0,69%	-3,69%
Desa	29.04.2004	11,61%	-3,55%	15,16%
Yeşil Yatırım Holding	2.03.2004	21,55%	-0,82%	22,37%
Fenerbahçe	12.02.2004	21,90%	-0,01%	21,92%
Gersan Elektrik	5.05.2003	19,64%	-1,86%	21,51%
Koza Anadolu Metal	5.02.2003	5,00%	0,53%	4,47%
Metemtur Otelcilik	15.07.2002	25,00%	0,17%	24,83%
Beşiktaş Futbol Yat.	14.02.2002	-18,26%	-3,69%	-14,57%
Galatasaray	14.02.2002	-8,05%	-3,69%	-4,35%
Atakule G.M.Y.O.	7.02.2002	-2,17%	0,16%	-2,33%
Alkim Kağıt	26.10.2000	4,48%	3,10%	1,37%
Arena Bilgisayar	26.10.2000	8,06%	3,10%	4,96%
Egs Fin. Kir.	19.10.2000	0,00%	-0,05%	0,05%
Link Bilgisayar	19.10.2000	23,53%	-0,05%	23,58%
Sanko Pazarlama	28.09.2000	1,56%	0,43%	1,13%
Favori Dinlenme Yerleri	22.08.2000	7,27%	-1,32%	8,59%
Tek-Art Turizm	3.08.2000	1,79%	0,32%	1,46%
Menderes Tekstil	20.07.2000	-6,67%	0,11%	-6,77%
Escort Computer	13.07.2000	1,06%	-2,38%	3,44%
Turkcell	3.07.2000	5,68%	-5,43%	11,11%
Rhea Girişim Srm. Y.O.	29.06.2000	23,21%	3,08%	20,13%
Ak Enerji	28.06.2000	-6,15%	1,15%	-7,31%
Ayen Enerji	28.06.2000	8,33%	3,08%	5,25%
İpek Doğal Enerji Kaynakları	27.06.2000	7,58%	0,42%	7,15%
Acıbadem Sağlık Hizm.	7.06.2000	-15,00%	-1,44%	-13,56%
Dentaş Ambalaj	31.05.2000	-4,29%	2,91%	-7,19%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Sınai Yatırım Bankası	25.05.2000	6,45%	3,48%	2,97%
Altınyag Madencilik Ve Enerji	17.05.2000	1,18%	3,22%	-2,04%
Zorlu Enerji	17.05.2000	22,06%	3,22%	18,84%
Sezginler Gıda	4.05.2000	21,43%	0,67%	20,76%
Logo Yazılım	1.05.2000	22,41%	-4,10%	26,51%
Batisöke Çimento	27.04.2000	21,11%	-1,62%	22,73%
Soda Sanayii	13.04.2000	22,22%	0,77%	21,45%
Egs Holding	23.03.2000	18,48%	-7,46%	25,94%
Ersu Gıda	23.03.2000	-4,21%	-7,46%	3,25%
Doğan Burda Rizzoli	21.03.2000	5,00%	-1,90%	6,90%
İş Finansal Kiralama	21.03.2000	21,43%	-1,90%	23,33%
Alkim Kimya	24.02.2000	22,22%	-1,51%	23,73%
Lio Yağ	24.02.2000	0,00%	-1,51%	1,51%
Türk Ekonomi Bankası	21.02.2000	9,52%	-1,94%	11,46%
Anadolu Hayat Emek.	17.02.2000	19,23%	8,96%	10,27%
Şeker Piliç	17.02.2000	0,00%	8,96%	-8,96%
Karsan Otomotiv	15.02.2000	11,96%	-5,17%	17,13%
Ag Anadolu Grubu Holding	10.02.2000	5,66%	-3,11%	8,77%
Aksu Enerji	23.12.1999	21,59%	15,15%	6,45%
Goldaş Kuyumculuk	23.12.1999	22,73%	-3,42%	26,15%
Nurol G.M.Y.O.	9.12.1999	22,00%	4,11%	17,89%
Yeşil G.M.Y.O.	7.12.1999	23,17%	-6,56%	29,73%
İş G.M.Y.O.	1.12.1999	23,21%	4,95%	18,27%
Gsd Holding	4.11.1999	10,00%	1,76%	8,24%
Yatırım Finansman Y.O.	29.09.1999	1,61%	1,74%	-0,12%
Inveo Yatırım Holding	13.04.1999	25,00%	5,32%	19,68%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Metro Yatırım Ortaklığı	12.01.1999	7,50%	1,30%	6,20%
Alfa Menkul Değ.	29.09.1998	-5,26%	-7,94%	2,68%
Serve Film Prodüksiyon Eğlence	13.08.1998	10,00%	5,18%	4,82%
Işıklar Enerji Ve Yapı Holding	6.08.1998	-9,41%	-6,84%	-2,58%
Doğan Yayın Holding	29.07.1998	0,00%	-2,21%	2,21%
Arsan Tekstil	25.06.1998	-3,26%	4,07%	-7,33%
Egeli & Co. Yatırım Holding	25.06.1998	-2,00%	4,07%	-6,07%
Mış Dekorasyon	18.06.1998	23,08%	1,91%	21,17%
Toprakbank	18.06.1998	22,41%	1,91%	20,50%
Bak Ambalaj	11.06.1998	21,43%	-2,00%	23,43%
Yapı Kredi Koray G.M.Y.O.	11.06.1998	21,43%	-2,00%	23,43%
Emek Elektrik	7.05.1998	22,35%	-0,73%	23,08%
Pastavilla	7.05.1998	-2,17%	-0,73%	-1,45%
Penguen Gıda	16.04.1998	0,00%	2,34%	-2,34%
Doğuş G.M.Y.O.	19.03.1998	22,22%	1,85%	20,37%
Egs G.M.Y.O.	12.03.1998	0,74%	-2,68%	3,42%
Metro Holding	5.03.1998	20,00%	-0,61%	20,61%
Efes Holding	10.02.1998	8,15%	-6,34%	14,49%
Çimbeton	11.12.1997	7,14%	1,70%	5,45%
Creditwest Faktoring	11.12.1997	-8,24%	1,70%	-9,93%
Kipa Ticaret	13.11.1997	-4,84%	1,85%	-6,69%
Arat Tekstil	30.10.1997	10,26%	-0,16%	10,41%
Mensa Sınai Ticari Ve Mali Yatırımlar	23.10.1997	-15,71%	-3,79%	-11,93%
Toprak Fin. Kir.	22.10.1997	3,75%	-3,79%	7,54%
Park Elek. Madencilik	14.10.1997	1,61%	-0,87%	2,49%
Ata G.M.Y.O.	1.10.1997	17,31%	0,51%	16,80%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Mazhar Zorlu Hol.	17.09.1997	8,82%	0,46%	8,37%
Ünal Tarım Ürünleri	21.08.1997	8,33%	0,35%	7,98%
Klimasan Klima	14.08.1997	13,89%	2,33%	11,56%
Kristal Kola	7.08.1997	-14,00%	-0,61%	-13,39%
Uzel Makina	30.07.1997	2,56%	-1,62%	4,18%
Demisaş Döküm	17.07.1997	-3,33%	0,31%	-3,65%
Ray Sigorta	17.07.1997	0,00%	0,31%	-0,31%
Kervansaray Yatırım Holding	15.07.1997	-17,74%	0,31%	-18,05%
Sabancı Holding	2.07.1997	14,81%	-2,15%	16,97%
Apeks Dış Ticaret	26.06.1997	6,82%	2,08%	4,74%
Selçuk Gıda	25.06.1997	21,67%	4,07%	17,59%
Boyasan Tekstil	22.05.1997	-13,64%	-2,30%	-11,34%
Meges Boya	29.04.1997	-1,61%	-1,10%	-0,52%
Sevgi Hastanesi	10.04.1997	10,61%	0,59%	10,02%
Anadolu Isuzu	3.04.1997	22,81%	-1,05%	23,85%
Şekerbank	3.04.1997	10,61%	-1,05%	11,65%
Vakko Tekstil	30.03.1997	12,73%	2,96%	9,77%
Berdan Tekstil	20.03.1997	6,00%	-4,49%	10,49%
Gümüşsuyu Halı	23.01.1997	23,44%	-6,98%	30,42%
Vakıf G.M.Y.O.	24.12.1996	8,75%	-1,47%	10,22%
Alarko G.M.Y.O.	19.12.1996	8,54%	1,96%	6,58%
Çelebi	7.11.1996	22,62%	0,76%	21,85%
Garanti Y.O.	7.11.1996	-2,38%	0,76%	-3,15%
Borusan Yat. Paz.	31.10.1996	-1,82%	1,03%	-2,85%
Sasa	23.10.1996	2,78%	0,68%	2,09%
Ral Yatırım Holding	17.10.1996	11,54%	1,54%	10,00%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Anadolu Gıda	14.10.1996	23,64%	1,54%	22,09%
İhlas Ev Aletleri	26.09.1996	0,00%	2,33%	-2,33%
Intermedya	12.09.1996	3,70%	-0,44%	4,15%
Tansaş	5.09.1996	23,68%	1,60%	22,08%
Alternatif Y.O.	19.08.1996	0,00%	-1,95%	1,95%
Yataş	8.08.1996	-5,77%	0,10%	-5,87%
Birlik Mensucat	11.07.1996	-5,00%	1,75%	-6,75%
Avrasya G.M.Y.O.	27.06.1996	20,00%	1,37%	18,63%
Adel Kalemcilik	6.06.1996	22,39%	0,37%	22,02%
Boyner Büyük Mağazacılık	6.06.1996	0,00%	0,37%	-0,37%
Konfurt Gıda	29.05.1996	22,64%	1,34%	21,30%
Mudurnu Tavukçuluk	24.04.1996	22,67%	0,69%	21,98%
Akın Tekstil	18.04.1996	12,24%	3,49%	8,76%
Finans Y.O.	15.04.1996	-2,08%	-3,33%	1,25%
Çbs Printaş	4.04.1996	-2,61%	-2,89%	0,29%
İş Y.O.	1.04.1996	23,21%	-2,89%	26,11%
Eminiş Ambalaj	13.12.1995	1,67%	2,06%	-0,39%
Haznedar Refrakter	30.11.1995	22,00%	-4,52%	26,52%
Deniz G.M.Y.O.	23.10.1995	-11,00%	-1,30%	-9,70%
Yapı Kredi B Tipi Y.O.	11.09.1995	22,50%	-0,83%	23,33%
Kaplamin	23.08.1995	2,17%	3,15%	-0,98%
Bossa	10.08.1995	1,11%	-2,67%	3,78%
Alternatifbank	22.06.1995	-14,29%	-3,59%	-10,69%
Tümteks Tekstil	14.06.1995	0,00%	-1,62%	1,62%
Nergis Holding	8.06.1995	-7,14%	-1,62%	-5,52%
Unico Sigorta	8.06.1995	0,00%	-0,74%	0,74%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Esem Spor Giyim	23.05.1995	11,36%	4,16%	7,20%
Ardem	16.05.1995	0,00%	1,77%	-1,77%
Çbs Boya	27.04.1995	10,29%	-1,90%	12,20%
Frigo Pak Gıda	6.04.1995	22,58%	-9,11%	31,69%
Söktaş	23.03.1995	21,67%	4,10%	17,56%
Göлтаş Çimento	23.02.1995	21,33%	3,94%	17,39%
Çemtas	26.12.1994	23,81%	-1,90%	25,71%
Sönmez Pamuklu	12.12.1994	10,00%	-1,80%	11,80%
Raks Ev Aletleri	6.12.1994	0,00%	2,02%	-2,02%
Aksigorta	23.11.1994	12,22%	-1,69%	13,91%
Tukaş	22.11.1994	17,50%	-1,69%	19,19%
Anadolu Biracılık	16.11.1994	15,48%	1,19%	14,28%
Türkiye Sığorta	14.11.1994	2,94%	1,19%	1,75%
Yapı Kredi Sığorta	19.10.1994	10,00%	1,16%	8,84%
Viking Kağıt	13.10.1994	0,00%	-3,62%	3,62%
Bugün Yayıncılık	3.08.1994	1,11%	2,03%	-0,92%
Kerevitaş Gıda	12.05.1994	17,78%	-1,50%	19,28%
Egeplast	3.03.1994	11,11%	-3,02%	14,13%
Sabah Pazarlama	2.03.1994	7,14%	-7,89%	15,04%
İhlas Holding	7.02.1994	-10,00%	0,02%	-10,02%
Atlas Y.O.	25.01.1994	-10,71%	-7,38%	-3,33%
Milpa	24.01.1994	-10,00%	8,86%	-18,86%
Garanti Faktoring	29.11.1993	10,00%	1,01%	8,99%
Aksu İplik	1.11.1993	10,67%	4,14%	6,53%
Emsan Beşyıldız	25.10.1993	10,77%	4,14%	6,63%
Usaş Yatırımlar Holding	20.10.1993	10,94%	-1,76%	12,69%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham Getiri	Endeks İlk Gün Getiri	İlk Gün Aşırı Getiri
Anadolu Sigorta	11.10.1993	8,70%	-1,76%	10,45%
Factofinans	11.10.1993	10,00%	-1,76%	11,76%
Qnb Finans Finansal Kiralama	28.09.1993	10,00%	-2,34%	12,34%
Demirören Gazetecilik	20.09.1993	11,76%	2,25%	9,51%
Tat Gıda	28.07.1993	10,67%	-1,48%	12,14%
Raks Elektronik	20.07.1993	2,56%	-1,48%	4,04%
Koniteks	21.06.1993	10,91%	-2,56%	13,47%
Doğan Holding	14.06.1993	11,54%	6,50%	5,04%
Aktaş Elektrik	27.05.1993	10,00%	2,49%	7,51%
Netaş Telekom.	3.03.1993	-1,82%	0,61%	-2,43%
Ege Seramik	9.02.1993	11,11%	1,84%	9,27%

Ek 3 -A 1993-2020 Hisse Bazında Kısa Vadeli Getiriler

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Arzum Ev Aletleri	17.12.2020	10,00%	31,76%	9,41%	22,96%
Kervan Gıda Sanayi	26.11.2020	10,00%	48,56%	10,00%	36,19%
Kontrolmatik Teknoloji	12.10.2020	10,00%	144,64%	8,94%	134,55%
Esenboğa Elektrik Üretim	1.10.2020	10,00%	117,65%	8,68%	110,60%
Dinamik Isı Makına	27.08.2020	9,94%	167,05%	10,64%	161,41%
Fade Gıda Yatırım	29.07.2020	10,00%	151,67%	15,26%	152,17%
Bayrak Ebt Taban	28.05.2020	9,76%	134,45%	9,37%	128,37%
Ard Grup Bilişim Teknolojileri	29.01.2020	20,00%	191,32%	20,03%	201,72%
Papilon Savunma	28.11.2019	20,00%	68,18%	19,81%	65,65%
Yükselen Çelik	7.11.2019	3,15%	12,22%	4,15%	6,83%
Naturel Yenilenebilir Enerji	1.08.2019	1,21%	10,34%	0,03%	9,40%
Derlüks Deri Sanayi	27.06.2019	-7,52%	-22,18%	-7,54%	-22,50%
Ceo Event Medya	23.05.2019	5,21%	9,38%	4,57%	2,18%
Smartiks Yazılım	9.05.2019	19,83%	4,96%	20,04%	1,06%
Formet Çelik Kapı Sanayi	14.05.2018	2,59%	1,09%	1,55%	7,36%
Kafein Yazılım Hizmetleri	10.05.2018	20,00%	15,06%	19,39%	21,95%
Şok Marketler Ticaret	8.05.2018	-4,76%	-15,24%	-5,29%	-6,57%
Trend G.M.Y.O.	15.02.2018	-7,89%	-3,29%	-8,48%	-3,09%
Peker G.M.Y.O.	15.02.2018	-0,55%	0,55%	-3,09%	-3,17%
Medical Park Sağlık Hizmetleri	1.02.2018	-1,32%	0,26%	-1,03%	-2,74%
Enerjisa Enerji	1.02.2018	5,28%	11,36%	6,41%	10,50%
Trabzon Liman İşletmeciliği	18.01.2018	20,00%	-6,97%	18,95%	-6,23%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Safkar Ege Sogutmacılık Klima	11.01.2018	19,70%	18,69%	17,68%	14,81%
Mavi Giyim	9.06.2017	3,49%	-0,60%	4,39%	-6,16%
Fonet Bilgi Teknolojileri	28.04.2017	6,29%	59,14%	7,16%	53,81%
Mistral G.M.Y.O	13.01.2017	0,00%	0,18%	0,58%	-7,13%
Çuhadaroğlu Metal	12.02.2016	-0,50%	-2,50%	-1,38%	-16,43%
Verusaturk Girişim Srmy. Y.O.	12.11.2015	9,32%	28,81%	9,19%	37,86%
Seyitler Kimya	29.07.2015	7,14%	1,07%	9,33%	8,46%
Bantaş Bandırma Ambalaj	13.05.2015	0,00%	-5,00%	-1,20%	1,48%
Senkron Güv. Ve İletişim Sistemleri	27.02.2015	0,00%	-0,38%	2,65%	1,17%
Özerden Plastik Sanayi	18.02.2015	4,80%	6,27%	3,59%	11,58%
Hedef Girişim Srmy. Y.O.	23.01.2015	0,00%	-5,16%	2,46%	0,87%
Ulusoy Elektrik	14.11.2014	-0,71%	-5,71%	-1,65%	-7,00%
Ulusoy Un	14.11.2014	-3,49%	-12,38%	-4,78%	-14,97%
Avivasa Emeklilik	7.11.2014	0,32%	0,00%	-0,28%	-3,52%
Pergamon Status	7.11.2014	-4,00%	13,47%	-6,54%	7,32%
İzmir Fırça	2.07.2014	3,78%	23,24%	1,96%	21,56%
Lider Faktoring	13.06.2014	0,33%	-2,33%	-0,90%	-7,74%
Tuğçelik Alüminyum Metal	11.06.2014	3,25%	13,00%	4,98%	8,88%
Pamukova Elektrik	10.06.2014	4,39%	-5,37%	5,42%	-4,78%
Rta Laboratuvarları	28.05.2014	-3,46%	-18,15%	-2,65%	-15,05%
Körfez G.M.Y.O.	25.04.2014	20,87%	0,00%	20,30%	-7,54%
Arbul Entegre Tekstil	22.04.2014	18,00%	19,00%	16,59%	9,75%
Politeknik Metal	28.02.2014	1,67%	19,62%	0,79%	5,21%
Plaspak Kimya Sanayi	14.01.2014	5,26%	34,21%	4,42%	37,07%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Temapol Polimer Plastik	10.12.2013	1,21%	14,80%	0,16%	24,55%
San-El Elektrik	27.11.2013	-3,02%	-11,31%	-1,96%	0,26%
Yayla Enerji	15.11.2013	21,25%	47,08%	19,97%	53,92%
Verusa Holding	13.11.2013	21,24%	15,04%	22,54%	23,64%
İz Hayvancılık Tarım Ve Gıda	7.11.2013	0,37%	10,26%	0,69%	8,96%
Sekuro Plastik	2.10.2013	0,74%	3,72%	1,14%	4,24%
Rodrigo Tekstil	31.07.2013	11,06%	-10,64%	10,88%	-5,68%
Say Yenilenebilir Enerji	25.06.2013	3,64%	5,45%	2,93%	9,69%
Menba Holding	24.06.2013	17,00%	10,67%	14,41%	12,42%
Akyürek Pazarlama	31.05.2013	-1,92%	-8,46%	2,78%	-0,27%
Bakan Medya	29.05.2013	21,07%	115,91%	31,55%	130,18%
Taç Tarım	21.05.2013	7,94%	8,82%	8,46%	25,58%
Panora G.M.Y.O.	17.05.2013	-0,43%	-7,02%	1,54%	14,53%
Odaş Elektrik	14.05.2013	0,80%	-2,20%	-0,34%	16,72%
Royal Halı	26.04.2013	-6,32%	-13,68%	-6,79%	-0,50%
Servet G.M.Y.O.	22.04.2013	-0,37%	0,73%	-1,27%	-7,59%
Pegasus Hava Taşımacılığı	18.04.2013	1,90%	25,54%	1,70%	18,39%
Halk G.M.Y.O.	15.02.2013	0,00%	-2,96%	1,77%	-9,67%
Akiş G.M.Y.O.	9.01.2013	-1,30%	-10,75%	-2,53%	-8,91%
Avrupa Yatırım Holding	3.12.2012	-0,47%	-1,41%	-1,07%	-7,27%
Tümosan Motor Ve Traktör	30.11.2012	0,50%	-1,50%	-0,18%	-6,85%
Taze Kuru Gıda	12.10.2012	-7,59%	-5,13%	-8,18%	-5,49%
Atlantik Petrol	10.10.2012	-1,33%	-7,56%	-1,57%	-10,42%
Ulaşlar Turizm	31.07.2012	16,84%	-20,53%	16,42%	-24,22%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Denge Yatırım Holding	27.07.2012	-0,90%	25,67%	-0,42%	20,54%
Karakaş Atlantis	26.07.2012	0,80%	-6,00%	-1,59%	-11,38%
Etiler Gıda	11.07.2012	-5,34%	-8,90%	-5,36%	-12,49%
Akdeniz Yatırım Holding	29.06.2012	13,30%	0,92%	12,06%	-4,49%
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri	25.06.2012	16,33%	55,92%	13,50%	50,08%
Tgs Dış Ticaret	31.05.2012	-1,79%	14,64%	-2,58%	3,03%
Ar Tarım Organik Gıda	25.05.2012	21,16%	157,14%	21,21%	143,69%
İdealist Danışmanlık	23.05.2012	11,05%	8,29%	11,63%	-4,51%
Polisan Holding	18.05.2012	-4,89%	-2,22%	-3,42%	-10,69%
Mega Polietilen Köpük	15.05.2012	4,00%	17,00%	4,69%	15,27%
Teknosa	11.05.2012	-2,19%	-3,23%	-0,87%	-3,86%
Prizma Pres Matbaacılık	11.05.2012	-0,75%	3,25%	-0,06%	2,19%
Orge Enerji	10.05.2012	-8,15%	2,25%	-7,45%	1,19%
Oylum Sınai Yatırımlar	27.04.2012	21,30%	-5,65%	21,76%	0,32%
Sanifoam Sünger	13.04.2012	-3,60%	-10,80%	-2,74%	-4,67%
Beyaz Filo Oto Kiralama	26.03.2012	-0,67%	-3,33%	0,41%	-0,30%
Hitit Holding	5.03.2012	-2,50%	-8,89%	-1,84%	-10,80%
Niğbaş Niğde Beton	28.02.2012	20,59%	61,27%	22,59%	59,37%
Taraf Gazetecilik	27.02.2012	7,91%	20,00%	7,62%	16,31%
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler	14.02.2012	10,00%	4,00%	11,53%	-0,61%
Özak G.M.Y.O.	10.02.2012	0,00%	-1,20%	-0,31%	-3,91%
Avod Gıda	30.11.2011	0,00%	21,20%	0,94%	30,28%
Mmc Sanayi Ve Ticari Yatırımlar	30.11.2011	18,97%	18,62%	18,19%	25,13%
Adese	27.10.2011	-4,26%	-19,48%	-5,70%	-17,78%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
İnfo Yatırım	30.09.2011	6,86%	100,00%	6,28%	103,65%
Vanet Gıda	19.08.2011	0,00%	-2,97%	-1,23%	-10,43%
Euro Kapital Y.O.	29.07.2011	11,00%	42,00%	8,52%	32,56%
Aksel Enerji Yatırım Holding	26.07.2011	0,29%	4,29%	0,88%	17,69%
Özbal Çelik Boru	21.07.2011	-4,39%	-35,85%	-6,60%	-23,64%
Mepet Metro Petrol	18.07.2011	3,64%	28,00%	1,55%	39,43%
Global Menkul Değ.	23.06.2011	6,06%	-13,94%	5,77%	-13,11%
Saray Matbaacılık	17.06.2011	20,94%	67,50%	20,15%	70,40%
Ericom Telekomünikasyon	7.06.2011	16,90%	12,96%	17,52%	13,69%
Ataç İnşaat	3.06.2011	-0,80%	-2,40%	-0,19%	-1,05%
Clk Holding	31.05.2011	5,01%	1,95%	5,19%	1,89%
Dagi Giyim	27.05.2011	19,83%	12,40%	19,55%	12,05%
Kron Telekomünikasyon	18.05.2011	3,64%	16,06%	5,75%	18,89%
Bilici Yatırım	11.05.2011	-1,48%	-8,15%	-1,43%	-2,49%
Yaprak Süt Ve Besi Çiftlikleri	10.05.2011	9,67%	4,00%	12,60%	8,53%
Akfen G.M.Y.O.	6.05.2011	-3,07%	-13,16%	-0,67%	-7,87%
Kiler G.M.Y.O.	15.04.2011	3,28%	-11,15%	2,82%	-4,59%
Bimeks Bilgi İşlem	8.04.2011	0,67%	-9,33%	1,02%	-4,03%
Utopya Turizm	14.02.2011	-12,9%	-13,21%	-9,20%	-15,15%
Berkosan Yalıtım Ve Tecrit	1.02.2011	5,41%	15,68%	2,92%	19,78%
Bizim Toptan Satış Mağazaları	28.01.2011	6,80%	1,20%	9,22%	8,73%
Lokman Hekim	25.01.2011	14,04%	-6,05%	11,60%	1,17%
Kiler	21.01.2011	21,31%	1,64%	22,71%	8,60%
Despec Bilgisayar	26.11.2010	1,54%	13,57%	1,79%	12,25%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Do & Co Aktiengesellschaft	26.11.2010	13,94%	42,43%	12,76%	42,66%
Emlak G.M.Y.O.	24.11.2010	-11,6%	-7,91%	-12,8%	-7,68%
Uyum Gıda	10.11.2010	-4,91%	-13,83%	-1,95%	-7,32%
Katmerciler Araç Üstü Ekipman	5.11.2010	-2,00%	-3,67%	-1,33%	4,56%
İhlas Yayın Holding	26.10.2010	21,54%	44,62%	21,72%	50,32%
Torunlar G.M.Y.O.	15.10.2010	-2,05%	-8,22%	-3,62%	-9,13%
Martı G.M.Y.O.	17.09.2010	-2,82%	-14,08%	-2,89%	-24,70%
Gedik Yatırım	22.07.2010	21,52%	31,01%	20,97%	32,76%
Ekiz Yağ Ve Sabun	13.07.2010	-17,2%	-28,42%	-17,4%	-29,51%
Reysaş G.M.Y.O.	2.07.2010	0,00%	-11,00%	-0,73%	-13,16%
Çemaş Döküm	24.06.2010	-1,69%	-16,46%	-3,71%	-27,75%
İdealist G.M.Y.O.	23.06.2010	21,26%	66,14%	21,82%	56,97%
Anel Elektrik	11.06.2010	0,00%	-7,92%	0,03%	-10,24%
Euro Yatırım Holding	10.06.2010	21,64%	90,64%	21,21%	86,33%
İhlas Gazetecilik	4.06.2010	15,15%	72,12%	14,14%	66,37%
Mango	17.05.2010	8,89%	3,33%	8,06%	0,00%
Aksa Enerji	14.05.2010	-2,86%	-2,45%	-2,24%	-7,64%
Latek Lojistik	22.04.2010	4,55%	8,08%	5,94%	15,78%
T.S.K.B. G.M.Y.O.	1.04.2010	2,86%	-12,38%	1,53%	-2,58%
Koza Altın İşletmeleri	5.02.2010	-5,57%	-8,29%	-4,95%	-9,95%
Ran Lojistik	26.10.2009	12,59%	22,38%	13,28%	16,45%
Türk Telekom	9.05.2008	0,43%	-3,91%	0,20%	6,03%
Euro Trend Y.O.	18.04.2008	21,00%	4,00%	20,76%	13,94%
Tekfen Holding	16.11.2007	5,26%	2,63%	5,01%	-0,53%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Albaraka Türk Katılım Bankası	22.06.2007	20,98%	24,39%	19,00%	12,74%
Sinpaş G.M.Y.O.	15.06.2007	-1,97%	-7,24%	-1,44%	-22,43%
İş Yatırım	11.05.2007	14,29%	-1,43%	13,82%	-2,54%
Halk Bankası	4.05.2007	11,25%	5,62%	11,35%	7,33%
Oyak Y.O.	27.04.2007	-3,64%	-10,91%	-3,06%	-13,20%
Avrasya Petrol Ve Turistik Tesisler	18.04.2007	-6,36%	-18,18%	-5,79%	-20,47%
Saf G.M.Y.O.	23.02.2007	21,82%	50,00%	19,39%	40,01%
Tav Havalimanları	16.02.2007	10,00%	6,00%	10,54%	6,96%
Hub Girişim Ser. Yatırım Ortaklığı	29.11.2006	-1,00%	4,00%	0,35%	9,08%
Karel Elektronik	12.10.2006	-1,83%	-10,55%	-1,38%	-6,84%
Silverline Endüstri Ve Ticaret	19.06.2006	1,54%	-19,62%	4,74%	-21,84%
Armada Bilgisayar	8.06.2006	-6,67%	-39,33%	-8,88%	-42,17%
Euro Yat. Ort.	7.06.2006	13,00%	12,00%	16,57%	3,39%
Artı Yatırım Holding	24.05.2006	16,67%	-7,41%	14,35%	0,25%
Metal Gayrimenkul	22.05.2006	15,24%	-9,52%	12,92%	-1,86%
Güler Yatırım Holding	17.05.2006	-0,95%	-7,62%	-6,03%	5,39%
Asya Katılım Bankası	3.05.2006	21,71%	-1,71%	25,70%	19,75%
Coca Cola İçecek	3.05.2006	11,03%	5,52%	15,02%	26,98%
Selçuk Ecza Deposu	19.04.2006	21,50%	20,56%	22,83%	35,46%
Vestel Beyaz Eşya	11.04.2006	0,00%	-21,25%	-2,74%	-11,61%
Datagate Bilgisayar	2.02.2006	21,71%	54,29%	20,23%	57,90%
Reysaş Taşımacılık	2.02.2006	21,00%	30,00%	19,51%	33,62%
Mert Gıda	24.11.2005	18,67%	81,67%	18,44%	65,73%
T. Vakıflar Bankası	9.11.2005	14,72%	31,93%	14,19%	24,56%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Kapital Yatırım Holding	29.09.2005	2,73%	-2,73%	6,37%	1,94%
Anel Telekomünikasyon	2.09.2005	11,76%	18,82%	12,28%	20,83%
Bim Birleşik Mağazalar	6.07.2005	6,20%	5,26%	6,46%	6,76%
Genpower Holding	4.07.2005	12,50%	12,50%	12,62%	7,94%
Marka Yatırım Holding	2.05.2005	-5,36%	4,46%	-4,36%	2,26%
Akmerkez G.M.Y.O.	7.04.2005	8,75%	0,00%	11,56%	-3,19%
Trabzonspor	6.04.2005	-1,90%	-7,81%	0,90%	-11,00%
İş Girişim Srmy. Y.O.	14.10.2004	1,58%	-1,05%	1,39%	-4,34%
Afm Film Prodüksiyon	12.10.2004	-17,9%	-25,52%	-18,9%	-29,29%
Denizbank	23.09.2004	7,13%	-0,52%	8,18%	-4,64%
Plastik Akıllı Kart	11.08.2004	-3,91%	35,16%	-3,49%	27,03%
Şeker Fin. Kir.	15.07.2004	-3,57%	-17,14%	-5,05%	-21,09%
İndeks Bilgisayar	17.06.2004	-0,56%	-8,89%	-0,96%	-21,28%
Doğuş Otomotiv	10.06.2004	-4,44%	-14,07%	-3,29%	-26,11%
Türk Traktör	3.06.2004	-4,38%	-21,25%	-3,69%	-24,29%
Desa	29.04.2004	11,61%	-11,79%	15,16%	-8,70%
Yeşil Yatırım Holding	2.03.2004	21,55%	55,17%	22,37%	48,32%
Fenerbahçe	12.02.2004	21,90%	13,33%	21,92%	5,71%
Gersan Elektrik	5.05.2003	19,64%	33,93%	21,51%	32,77%
Koza Anadolu Metal	5.02.2003	5,00%	6,25%	4,47%	23,16%
Metemtur Otelcilik	15.07.2002	25,00%	104,79%	24,83%	112,37%
Beşiktaş Futbol Yat.	14.02.2002	-18,2%	-56,96%	-14,5%	-50,52%
Galatasaray	14.02.2002	-8,05%	-29,89%	-4,35%	-23,45%
Atakule G.M.Y.O.	7.02.2002	-2,17%	-39,13%	-2,33%	-28,88%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Alkim Kağıt	26.10.2000	4,48%	-50,75%	1,37%	-7,41%
Arena Bilgisayar	26.10.2000	8,06%	-67,74%	4,96%	-24,41%
Egs Fin. Kir.	19.10.2000	0,00%	-40,38%	0,05%	-21,28%
Link Bilgisayar	19.10.2000	23,53%	-33,33%	23,58%	-14,23%
Sanko Pazarlama	28.09.2000	1,56%	14,06%	1,13%	-12,52%
Favori Dinlenme Yerleri	22.08.2000	7,27%	23,64%	8,59%	38,35%
Tek-Art Turizm	3.08.2000	1,79%	110,71%	1,46%	116,38%
Menderes Tekstil	20.07.2000	-6,67%	70,00%	-6,77%	74,72%
Escort Computer	13.07.2000	1,06%	5,32%	3,44%	5,63%
Turkcell	3.07.2000	5,68%	0,00%	11,11%	10,52%
Rhea Girişim Srm. Y.O.	29.06.2000	23,21%	110,71%	20,13%	113,61%
Ak Enerji	28.06.2000	-6,15%	-10,77%	-7,31%	-5,72%
Ayen Enerji	28.06.2000	8,33%	-1,04%	5,25%	1,86%
İpek Doğal Enerji Kaynakları	27.06.2000	7,58%	90,91%	7,15%	92,82%
Acıbadem Sağlık Hizm.	7.06.2000	-15,0%	16,67%	-13,5%	27,61%
Dentaş Ambalaj	31.05.2000	-4,29%	-27,86%	-7,19%	-16,44%
Sınai Yatırım Bankası	25.05.2000	6,45%	-12,90%	2,97%	-2,16%
Altınyag Madencilik Ve Enerji	17.05.2000	1,18%	-24,71%	-2,04%	-19,09%
Zorlu Enerji	17.05.2000	22,06%	33,82%	18,84%	39,44%
Sezginler Gıda	4.05.2000	21,43%	-5,71%	20,76%	1,69%
Logo Yazılım	1.05.2000	22,41%	134,48%	26,51%	142,35%
Batisöke Çimento	27.04.2000	21,11%	-7,78%	22,73%	7,09%
Soda Sanayii	13.04.2000	22,22%	13,89%	21,45%	16,03%
Egs Holding	23.03.2000	18,48%	23,91%	25,94%	10,61%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Ersu Gıda	23.03.2000	-4,21%	210,53%	3,25%	197,23%
Doğan Burda Rizzoli	21.03.2000	5,00%	40,00%	6,90%	30,95%
İş Finansal Kiralama	21.03.2000	21,43%	97,14%	23,33%	88,10%
Alkim Kimya	24.02.2000	22,22%	13,89%	23,73%	21,33%
Lio Yağ	24.02.2000	0,00%	-27,20%	1,51%	-19,76%
Türk Ekonomi Bankası	21.02.2000	9,52%	-4,76%	11,46%	-15,38%
Anadolu Hayat Emek.	17.02.2000	19,23%	15,38%	10,27%	-16,01%
Şeker Piliç	17.02.2000	0,00%	1,56%	-8,96%	-29,84%
Karsan Otomotiv	15.02.2000	11,96%	54,35%	17,13%	40,15%
Ağ Anadolu Grubu Holding	10.02.2000	5,66%	-22,64%	8,77%	-35,32%
Aksu Enerji	23.12.1999	21,59%	422,73%	6,45%	411,80%
Goldaş Kuyumculuk	23.12.1999	22,73%	145,45%	26,15%	130,06%
Nurol G.M.Y.O.	9.12.1999	22,00%	104,00%	17,89%	45,59%
Yeşil G.M.Y.O.	7.12.1999	23,17%	117,07%	29,73%	69,06%
İş G.M.Y.O.	1.12.1999	23,21%	182,14%	18,27%	121,35%
Gsd Holding	4.11.1999	10,00%	15,00%	8,24%	-29,82%
Yatırım Finansman Y.O.	29.09.1999	1,61%	16,13%	-0,12%	-6,38%
Inveo Yatırım Holding	13.04.1999	25,00%	47,50%	19,68%	17,50%
Metro Yatırım Ortaklığı	12.01.1999	7,50%	-12,00%	6,20%	-73,52%
Alfa Menkul Değ.	29.09.1998	-5,26%	-17,11%	2,68%	-14,02%
Serve Film Prodüksiyon Eğlence	13.08.1998	10,00%	-10,00%	4,82%	22,18%
Işıklar Enerji Ve Yapı Holding	6.08.1998	-9,41%	1,18%	-2,58%	35,66%
Doğan Yayın Holding	29.07.1998	0,00%	-44,44%	2,21%	-10,78%
Arsan Tekstil	25.06.1998	-3,26%	-18,48%	-7,33%	-23,25%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Egeli & Co. Yatırım Holding	25.06.1998	-2,00%	-10,00%	-6,07%	-14,78%
Mış Dekorasyon	18.06.1998	23,08%	71,15%	21,17%	63,87%
Toprakbank	18.06.1998	22,41%	13,79%	20,50%	6,51%
Bak Ambalaj	11.06.1998	21,43%	5,71%	23,43%	-5,85%
Yapı Kredi Koray G.M.Y.O.	11.06.1998	21,43%	-8,57%	23,43%	-20,14%
Emek Elektrik	7.05.1998	22,35%	61,76%	23,08%	67,23%
Pastavilla	7.05.1998	-2,17%	-4,35%	-1,45%	1,12%
Penguen Gıda	16.04.1998	0,00%	-14,29%	-2,34%	-10,58%
Doğuş G.M.Y.O.	19.03.1998	22,22%	74,07%	20,37%	47,88%
Egs G.M.Y.O.	12.03.1998	0,74%	9,63%	3,42%	-11,68%
Metro Holding	5.03.1998	20,00%	57,78%	20,61%	47,94%
Efes Holding	10.02.1998	8,15%	24,44%	14,49%	19,84%
Çimbeton	11.12.1997	7,14%	-14,29%	5,45%	-26,86%
Creditwest Faktoring	11.12.1997	-8,24%	-29,41%	-9,93%	-41,98%
Kipa Ticaret	13.11.1997	-4,84%	25,81%	-6,69%	17,92%
Arat Tekstil	30.10.1997	10,26%	-21,79%	10,41%	-15,48%
Mensa Sınai Tic. Ve Mali Yatırımlar	23.10.1997	-15,7%	-17,14%	-11,9%	-19,09%
Toprak Fin. Kir.	22.10.1997	3,75%	15,00%	7,54%	13,05%
Park Elek. Madencilik	14.10.1997	1,61%	-27,42%	2,49%	-6,08%
Ata G.M.Y.O.	1.10.1997	17,31%	5,77%	16,80%	5,12%
Mazhar Zorlu Hol.	17.09.1997	8,82%	191,18%	8,37%	143,67%
Ünal Tarım Ürünleri	21.08.1997	8,33%	-12,50%	7,98%	-46,51%
Klimasan Klima	14.08.1997	13,89%	4,17%	11,56%	-19,67%
Kristal Kola	7.08.1997	-14,0%	-24,00%	-13,3%	-46,44%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Uzel Makina	30.07.1997	2,56%	7,69%	4,18%	3,37%
Demisaş Döküm	17.07.1997	-3,33%	-15,56%	-3,65%	-18,00%
Ray Sigorta	17.07.1997	0,00%	-20,91%	-0,31%	-23,36%
Kervansaray Yatırım Holding	15.07.1997	-17,7%	-30,65%	-18,0%	-33,09%
Sabancı Holding	2.07.1997	14,81%	-1,85%	16,97%	-6,31%
Apeks Dış Ticaret	26.06.1997	6,82%	-6,82%	4,74%	-12,16%
Selçuk Gıda	25.06.1997	21,67%	146,67%	17,59%	141,89%
Boyasan Tekstil	22.05.1997	-13,6%	-24,55%	-11,3%	-40,52%
Meges Boya	29.04.1997	-1,61%	7,11%	-0,52%	-5,78%
Sevgi Hastanesi	10.04.1997	10,61%	22,91%	10,02%	24,94%
Anadolu Isuzu	3.04.1997	22,81%	21,05%	23,85%	26,74%
Şekerbank	3.04.1997	10,61%	-9,09%	11,65%	-3,40%
Vakko Tekstil	30.03.1997	12,73%	0,00%	9,77%	-26,53%
Berdan Tekstil	20.03.1997	6,00%	-22,40%	10,49%	-15,07%
Gümüşsuyu Halı	23.01.1997	23,44%	31,25%	30,42%	39,63%
Vakıf G.M.Y.O.	24.12.1996	8,75%	87,50%	10,22%	48,82%
Alarko G.M.Y.O.	19.12.1996	8,54%	21,95%	6,58%	-42,51%
Çelebi	7.11.1996	22,62%	102,38%	21,85%	88,13%
Garanti Y.O.	7.11.1996	-2,38%	-20,00%	-3,15%	-34,25%
Borusan Yat. Paz.	31.10.1996	-1,82%	-3,64%	-2,85%	-13,18%
Sasa	23.10.1996	2,78%	2,78%	2,09%	-9,11%
Ral Yatırım Holding	17.10.1996	11,54%	19,23%	10,00%	7,90%
Anadolu Gıda	14.10.1996	23,64%	3,64%	22,09%	-7,69%
İhlas Ev Aletleri	26.09.1996	0,00%	78,85%	-2,33%	69,97%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Intermedya	12.09.1996	3,70%	16,67%	4,15%	-3,88%
Tansaş	5.09.1996	23,68%	60,53%	22,08%	40,38%
Alternatif Y.O.	19.08.1996	0,00%	-6,90%	1,95%	-21,33%
Yataş	8.08.1996	-5,77%	-20,19%	-5,87%	-29,72%
Birlik Mensucat	11.07.1996	-5,00%	-31,25%	-6,75%	-29,68%
Avrasya G.M.Y.O.	27.06.1996	20,00%	-32,00%	18,63%	-21,26%
Adel Kalemcilik	6.06.1996	22,39%	10,45%	22,02%	11,50%
Boyner Büyük Mağazacılık	6.06.1996	0,00%	-3,26%	-0,37%	-2,21%
Konfurt Gıda	29.05.1996	22,64%	0,00%	21,30%	-9,82%
Mudurnu Tavukçuluk	24.04.1996	22,67%	10,67%	21,98%	8,70%
Akın Tekstil	18.04.1996	12,24%	-1,02%	8,76%	4,50%
Finans Y.O.	15.04.1996	-2,08%	-25,00%	1,25%	-20,36%
Çbs Printaş	4.04.1996	-2,61%	58,26%	0,29%	66,12%
İş Y.O.	1.04.1996	23,21%	12,50%	26,11%	20,36%
Eminiş Ambalaj	13.12.1995	1,67%	-1,67%	-0,39%	-20,12%
Haznedar Refrakter	30.11.1995	22,00%	50,00%	26,52%	43,66%
Deniz G.M.Y.O.	23.10.1995	-11,0%	-38,00%	-9,70%	-20,96%
Yapı Kredi B Tipi Y.O.	11.09.1995	22,50%	-15,00%	23,33%	-2,34%
Kaplamin	23.08.1995	2,17%	2,17%	-0,98%	5,11%
Bossa	10.08.1995	1,11%	-8,89%	3,78%	2,39%
Alternatifbank	22.06.1995	-14,2%	-27,14%	-10,6%	-30,68%
Tümteks Tekstil	14.06.1995	0,00%	-8,70%	1,62%	-5,15%
Nergis Holding	8.06.1995	-7,14%	-17,14%	-5,52%	-13,59%
Unico Sigorta	8.06.1995	0,00%	-21,82%	0,74%	-12,01%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Esem Spor Giyim	23.05.1995	11,36%	-9,09%	7,20%	-8,86%
Ardem	16.05.1995	0,00%	-10,29%	-1,77%	-13,71%
Çbs Boya	27.04.1995	10,29%	-2,94%	12,20%	-1,46%
Frijo Pak Gıda	6.04.1995	22,58%	1,61%	31,69%	15,08%
Söktaş	23.03.1995	21,67%	46,67%	17,56%	24,55%
Göлтаş Çimento	23.02.1995	21,33%	166,67%	17,39%	119,98%
Çemtas	26.12.1994	23,81%	11,90%	25,71%	21,82%
Sönmez Pamuklu	12.12.1994	10,00%	-18,75%	11,80%	-6,48%
Raks Ev Aletleri	6.12.1994	0,00%	-25,76%	-2,02%	-17,75%
Aksigorta	23.11.1994	12,22%	-20,00%	13,91%	-13,20%
Tukaş	22.11.1994	17,50%	15,00%	19,19%	21,80%
Anadolu Biracılık	16.11.1994	15,48%	13,10%	14,28%	11,88%
Türkiye Sığorta	14.11.1994	2,94%	-14,71%	1,75%	-15,92%
Yapı Kredi Sığorta	19.10.1994	10,00%	17,50%	8,84%	5,57%
Viking Kağıt	13.10.1994	0,00%	-25,00%	3,62%	-32,63%
Bugün Yayıncılık	3.08.1994	1,11%	-43,33%	-0,92%	-49,44%
Kerevitaş Gıda	12.05.1994	17,78%	148,89%	19,28%	141,32%
Egeplast	3.03.1994	11,11%	-25,00%	14,13%	-1,25%
Sabah Pazarlama	2.03.1994	7,14%	28,57%	15,04%	4,08%
İhlas Holding	7.02.1994	-10,0%	-59,00%	-10,0%	-108,3%
Atlas Y.O.	25.01.1994	-10,7%	-31,43%	-3,33%	-19,17%
Milpa	24.01.1994	-10,0%	-65,00%	-18,8%	-61,13%
Garanti Faktoring	29.11.1993	10,00%	142,86%	8,99%	107,19%
Aksu İplik	1.11.1993	10,67%	22,67%	6,53%	0,23%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	1.Gün Ham	1. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı
		Getiri	Getiri	Getiri	Getiri
Emsan Beşyıldız	25.10.1993	10,77%	146,15%	6,63%	122,34%
Usaş Yatırımlar Holding	20.10.1993	10,94%	131,25%	12,69%	111,18%
Anadolu Sigorta	11.10.1993	8,70%	56,52%	10,45%	36,45%
Factofinans	11.10.1993	10,00%	139,29%	11,76%	119,22%
Qnb Finans Finansal Kiralama	28.09.1993	10,00%	11,11%	12,34%	21,93%
Demirören Gazetecilik	20.09.1993	11,76%	49,02%	9,51%	52,65%
Tat Gıda	28.07.1993	10,67%	160,00%	12,14%	126,67%
Raks Elektronik	20.07.1993	2,56%	6,41%	4,04%	-26,92%
Koniteks	21.06.1993	10,91%	209,09%	13,47%	195,89%
Doğan Holding	14.06.1993	11,54%	67,31%	5,04%	70,12%
Aktaş Elektrik	27.05.1993	10,00%	558,33%	7,51%	523,85%
Netaş Telekom.	3.03.1993	-1,82%	163,64%	-2,43%	142,62%
Ege Seramik	9.02.1993	11,11%	9,63%	9,27%	-0,81%

Ek 4-B 1993-2020 Hisse Bazında Uzun Vadeli Getiriler

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Ard Grup Bilişim Teknolojileri	29.01.2020	1019,74%	0,00%	0,00%	994,89%	0,00%	0,00%
Papillon Savunma	28.11.2019	366,72%	0,00%	0,00%	344,24%	0,00%	0,00%
Yükselen Çelik	7.11.2019	158,52%	0,00%	0,00%	135,34%	0,00%	0,00%
Naturel Yenilenebilir Enerji	1.08.2019	280,00%	0,00%	0,00%	271,84%	0,00%	0,00%
Derlüks Deri Sanayi	27.06.2019	166,52%	0,00%	0,00%	150,03%	0,00%	0,00%
Ceo Event Medya	23.05.2019	68,75%	0,00%	0,00%	51,52%	0,00%	0,00%
Smartiks Yazılım	9.05.2019	314,05%	0,00%	0,00%	299,87%	0,00%	0,00%
Formet Çelik Kapı Sanayi	14.05.2018	153,07%	0,00%	0,00%	171,24%	0,00%	0,00%
Kafein Yazılım Hizmetleri	10.05.2018	55,54%	285,34%	0,00%	69,66%	287,09%	0,00%
Şok Marketler Ticaret	8.05.2018	-28,76%	8,00%	0,00%	-13,97%	7,89%	0,00%
Trend G.M.Y.O.	15.02.2018	-9,21%	55,92%	475,66%	2,48%	55,93%	445,75%
Peker G.M.Y.O.	15.02.2018	64,81%	37,34%	255,73%	74,45%	34,35%	218,18%
Medical Park Sağlık Hizmetleri	1.02.2018	-31,84%	-6,58%	23,37%	-20,37%	-11,56%	-10,62%
Enerjisa Enerji	1.02.2018	-7,66%	50,84%	136,12%	3,69%	46,13%	103,31%
Trabzon Liman İşletmeciliği	18.01.2018	-35,33%	6,72%	222,36%	-21,29%	3,56%	192,09%
Safkar Ege Sogutmacılık Klıma	11.01.2018	11,11%	45,59%	600,50%	26,04%	37,71%	564,57%
Mavi Giyim	9.06.2017	-7,50%	-18,03%	9,01%	-2,38%	-9,15%	-0,95%
Fonet Bılgı Teknolojileri	28.04.2017	9,43%	68,86%	480,32%	0,12%	68,77%	475,01%
Mistral G.M.Y.O	13.01.2017	27,64%	4,49%	24,08%	-11,46%	-14,45%	-22,66%
Çuhadaroğlu Metal	12.02.2016	50,55%	57,05%	3,77%	28,54%	-2,98%	-35,95%
Verusaturk Girişim Srmy. Y.O.	12.11.2015	65,24%	2,44%	44,54%	72,54%	-28,64%	29,03%
Seyitler Kimya	29.07.2015	-23,21%	24,64%	205,16%	-16,51%	-9,46%	185,51%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Bantaş Bandırma Ambalaj	13.05.2015	-13,75%	31,15%	46,08%	-1,92%	22,54%	29,18%
Senkron Güvenlik Ve İletişim Sistemleri	27.02.2015	-50,48%	-60,76%	-67,43%	-42,04%	-67,19%	-106,05%
Özerden Plastik Sanayi	18.02.2015	16,40%	50,46%	182,68%	29,40%	45,24%	144,68%
Hedef Girişim Srm. Y.O.	23.01.2015	10,41%	-4,80%	127,66%	28,74%	-3,32%	95,99%
Ulusoy Elektrik	14.11.2014	-28,29%	-43,47%	34,68%	-26,07%	-35,02%	7,10%
Ulusoy Un	14.11.2014	-31,44%	-43,55%	-10,02%	-30,48%	-36,41%	-37,58%
Avivasa Emeklilik	7.11.2014	21,21%	47,40%	30,43%	19,36%	53,90%	-4,98%
Pergamon Status	7.11.2014	-31,22%	28,14%	3,21%	-35,99%	32,26%	-35,75%
İzmir Fırça	2.07.2014	33,51%	-31,89%	105,41%	28,31%	-32,99%	76,32%
Lider Faktoring	13.06.2014	-10,67%	24,00%	196,79%	-16,25%	27,41%	169,59%
Tuğçelik Alüminyum Metal	11.06.2014	132,50%	-23,25%	2,75%	131,02%	-17,76%	-21,53%
Pamukova Elektrik	10.06.2014	-54,15%	-46,34%	-41,95%	-55,02%	-42,21%	-66,33%
Rta Laboratuvarları	28.05.2014	-32,62%	-24,62%	0,08%	-35,30%	-20,81%	-24,61%
Körfez G.M.Y.O.	25.04.2014	-7,83%	10,43%	59,13%	-18,10%	5,61%	33,49%
Arbul Entegre Tekstil	22.04.2014	-51,00%	-80,00%	-80,00%	-71,76%	-99,74%	-112,59%
Politeknik Metal	28.02.2014	71,85%	169,35%	158,73%	45,27%	147,69%	115,23%
Plaspak Kimya Sanayi	14.01.2014	213,53%	-74,06%	-75,94%	176,20%	-78,32%	-102,25%
Temapol Polimer Plastik	10.12.2013	54,83%	215,68%	299,70%	47,91%	217,34%	294,94%
San-El Elektrik	27.11.2013	41,92%	-33,46%	-47,36%	29,82%	-34,31%	-44,25%
Yayla Enerji	15.11.2013	91,88%	-20,42%	-51,46%	80,36%	-28,45%	-52,98%
Verusa Holding	13.11.2013	44,22%	289,94%	353,18%	36,46%	283,54%	353,13%
İz Hayvancılık Tarım Ve Gıda	7.11.2013	62,27%	-43,96%	-51,65%	50,83%	-57,82%	-55,85%
Sekuro Plastik	2.10.2013	-37,17%	-13,75%	140,15%	-34,78%	-17,02%	137,83%
Rodrigo Tekstil	31.07.2013	-37,02%	-58,72%	-18,72%	-40,00%	-60,99%	-22,51%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Say Yenilenebilir Enerji	25.06.2013	71,82%	71,36%	19,41%	68,24%	61,09%	17,87%
Menba Holding	24.06.2013	63,00%	62,33%	-39,43%	56,74%	49,21%	-41,20%
Akyürek Pazarlama	31.05.2013	-21,17%	-3,78%	-82,61%	-22,13%	-6,68%	-81,30%
Bakan Medya	29.05.2013	-16,53%	-48,55%	-62,19%	-8,19%	-45,53%	-53,06%
Taç Tarım	21.05.2013	160,59%	664,71%	-10,00%	175,40%	672,09%	4,27%
Panora G.M.Y.O.	17.05.2013	-9,93%	14,07%	27,25%	6,29%	21,98%	44,86%
Odaş Elektrik	14.05.2013	2,80%	86,60%	49,30%	18,01%	90,59%	64,62%
Royal Halı	26.04.2013	-23,58%	-40,46%	-62,60%	-8,34%	-35,13%	-54,03%
Servet G.M.Y.O.	22.04.2013	-23,81%	-12,09%	-9,14%	-9,97%	-13,91%	-11,29%
Pegasus Hava Taşımacılığı	18.04.2013	50,54%	45,92%	-11,63%	66,50%	45,21%	-12,59%
Halk G.M.Y.O.	15.02.2013	-13,38%	4,21%	-16,85%	3,94%	-6,43%	-13,78%
Akiş G.M.Y.O.	9.01.2013	27,07%	5,28%	5,77%	44,22%	-4,06%	17,68%
Avrupa Yatırım Holding	3.12.2012	36,00%	40,71%	88,24%	39,18%	28,23%	90,71%
Tümosan Motor Ve Traktör	30.11.2012	43,48%	39,18%	130,26%	48,16%	26,31%	131,93%
Taze Kuru Gıda	12.10.2012	-3,79%	-11,05%	-9,15%	-12,15%	-18,41%	-22,48%
Atlantik Petrol	10.10.2012	-44,22%	52,00%	114,74%	-53,75%	44,45%	100,86%
Ulaşlar Turizm	31.07.2012	-44,74%	-63,16%	-40,53%	-58,10%	-84,79%	-61,20%
Denge Yatırım Holding	27.07.2012	-8,06%	40,60%	7,46%	-23,59%	12,49%	-17,24%
Karakaş Atlantis	26.07.2012	-40,73%	-53,00%	-57,82%	-56,81%	-81,72%	-80,38%
Etiler Gıda	11.07.2012	38,79%	137,19%	318,11%	18,02%	105,90%	285,99%
Akdeniz Yatırım Holding	29.06.2012	46,07%	43,31%	-8,96%	27,08%	18,17%	-40,05%
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri	25.06.2012	-75,10%	-74,90%	-76,53%	-100,54%	-103,92%	-110,95%
Tgs Dış Ticaret	31.05.2012	-45,38%	-7,97%	-30,79%	-84,64%	-50,91%	-76,47%
Ar Tarım Organik Gıda	25.05.2012	52,38%	-12,17%	-44,97%	-3,61%	-56,00%	-95,51%
İdealist Danışmanlık	23.05.2012	-24,31%	16,88%	-13,28%	-81,52%	-26,12%	-62,93%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Polisan Holding	18.05.2012	31,81%	12,58%	12,24%	-31,49%	-27,48%	-41,72%
Mega Polietilen Köpük	15.05.2012	2,50%	-62,50%	-65,00%	-57,84%	-93,34%	-119,63%
Teknosa	11.05.2012	67,10%	53,84%	9,70%	8,88%	24,73%	-41,08%
Prizma Pres Matbaacılık	11.05.2012	7,00%	-34,71%	-49,26%	-52,22%	-64,74%	-100,69%
Orge Enerji	10.05.2012	17,17%	7,22%	-3,28%	-42,05%	-22,82%	-54,70%
Oylum Sınai Yatırımlar	27.04.2012	-20,87%	-63,48%	-70,87%	-71,15%	-90,25%	-112,59%
Sanifoam Sünger	13.04.2012	-30,00%	54,40%	62,68%	-66,91%	33,26%	26,80%
Beyaz Filo Oto Kiralama	26.03.2012	-30,67%	-54,67%	-74,44%	-67,09%	-65,27%	-103,89%
Hitit Holding	5.03.2012	11,11%	-49,44%	-13,89%	-28,89%	-55,18%	-49,03%
Niğbaş Niğde Beton	28.02.2012	-28,43%	-64,71%	-69,12%	-61,52%	-68,88%	-101,76%
Taraf Gazetecilik	27.02.2012	100,00%	27,91%	-53,49%	68,48%	24,90%	-91,73%
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler	14.02.2012	-19,60%	72,01%	114,44%	-50,45%	68,59%	73,58%
Özak G.M.Y.O.	10.02.2012	-22,40%	-15,04%	25,22%	-53,27%	-23,79%	-18,60%
Avod Gıda	30.11.2011	-57,37%	-18,02%	-44,26%	-94,68%	-50,97%	-98,69%
Mmc Sanayi Ve Ticari Yatırımlar	30.11.2011	61,03%	416,70%	64,48%	22,20%	385,26%	8,84%
Adese	27.10.2011	-36,77%	12,52%	225,55%	-64,95%	-24,78%	181,93%
İnfo Yatırım	30.09.2011	-25,14%	-49,63%	-50,96%	-44,43%	-80,23%	-76,96%
Vanet Gıda	19.08.2011	-43,56%	-41,58%	299,37%	-68,83%	-71,20%	248,77%
Euro Kapital Y.O.	29.07.2011	40,19%	-36,59%	-40,59%	16,38%	-78,34%	-87,54%
Aksel Enerji Yatırım Holding	26.07.2011	-8,00%	16,29%	-38,00%	-10,87%	-1,54%	-69,78%
Özbal Çelik Boru	21.07.2011	-46,34%	-51,95%	-79,51%	-51,56%	-70,54%	-117,16%
Mepet Metro Petrol	18.07.2011	-71,82%	-60,36%	27,04%	-75,00%	-83,85%	-13,79%
Global Menkul Değ.	23.06.2011	-56,18%	-58,11%	-63,27%	-55,74%	-79,57%	-88,19%
Saray Matbaacılık	17.06.2011	66,91%	21,64%	-25,98%	68,76%	6,95%	-54,22%
Ericom Telekomünikasyon	7.06.2011	277,46%	-4,79%	-72,68%	288,03%	-27,06%	-98,72%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Ataç İnşaat	3.06.2011	-63,71%	-75,24%	-92,44%	-52,60%	-96,75%	-117,16%
Clk Holding	31.05.2011	-32,35%	18,13%	-49,52%	-20,24%	-17,88%	-73,91%
Dagi Giyim	27.05.2011	23,55%	-26,45%	-44,63%	35,41%	-62,84%	-70,39%
Kron Telekomünikasyon	18.05.2011	-17,58%	-42,73%	-34,77%	-3,54%	-84,75%	-56,38%
Bilici Yatırım	11.05.2011	-20,37%	-20,09%	-37,78%	-8,01%	-60,61%	-52,44%
Yaprak Süt Ve Besi Çiftlikleri	10.05.2011	-34,33%	-48,50%	-52,13%	-22,82%	-83,41%	-66,01%
Akfen G.M.Y.O.	6.05.2011	-25,88%	-27,19%	-39,91%	-13,41%	-60,36%	-52,26%
Kiler G.M.Y.O.	15.04.2011	-48,52%	-56,56%	-74,44%	-37,28%	-79,50%	-82,91%
Bimeks Bilgi İşlem	8.04.2011	-43,78%	-53,24%	-40,62%	-32,60%	-77,25%	-48,79%
Utopya Turizm	14.02.2011	-40,93%	-56,48%	-62,44%	-35,56%	-76,70%	-64,11%
Berkosan Yalıtım Ve Tecrit	1.02.2011	265,56%	268,55%	67,79%	271,18%	241,88%	69,35%
Bizim Toptan Satış Mağazaları	28.01.2011	-5,39%	23,33%	-20,32%	2,51%	0,49%	-14,76%
Lokman Hekim	25.01.2011	-29,55%	-0,59%	2,46%	-23,13%	-27,37%	4,71%
Kiler	21.01.2011	-53,93%	-50,66%	-76,23%	-40,89%	-79,15%	-74,12%
Despec Bilgisayar	26.11.2010	-39,94%	-28,26%	-40,64%	-18,76%	-40,59%	-48,75%
Do & Co Aktiengesellschaft	26.11.2010	57,87%	76,22%	148,15%	75,08%	65,78%	134,85%
Emlak G.M.Y.O.	24.11.2010	3,13%	36,41%	31,49%	20,34%	25,98%	18,20%
Uyum Gıda	10.11.2010	-14,97%	-1,45%	-35,22%	10,76%	-1,35%	-43,28%
Katmerciler Araç Üstü Ekipman	5.11.2010	12,33%	19,33%	17,83%	32,68%	17,55%	15,60%
İhlas Yayın Holding	26.10.2010	-37,69%	-45,38%	-57,69%	-16,92%	-47,97%	-63,11%
Torunlar G.M.Y.O.	15.10.2010	-30,73%	-11,95%	15,24%	-12,60%	-13,98%	1,52%
Martı G.M.Y.O.	17.09.2010	-44,41%	-59,10%	-67,43%	-32,15%	-63,80%	-86,65%
Gedik Yatırım	22.07.2010	49,75%	68,89%	101,80%	46,62%	62,32%	81,05%
Ekiz Yağ Ve Sabun	13.07.2010	-38,95%	-61,05%	-93,98%	-45,01%	-67,38%	-124,54%
Reysaş G.M.Y.O.	2.07.2010	16,66%	-10,08%	-31,96%	6,97%	-19,13%	-61,31%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Çemaş Döküm	24.06.2010	62,03%	25,02%	-24,99%	46,02%	11,42%	-65,15%
İdealist G.M.Y.O.	23.06.2010	455,91%	148,03%	61,42%	440,54%	133,98%	21,49%
Anel Elektrik	11.06.2010	-15,82%	-6,92%	-31,41%	-24,15%	-10,54%	-73,22%
Euro Yatırım Holding	10.06.2010	-6,19%	-36,66%	-26,24%	-14,96%	-42,63%	-54,41%
İhlas Gazetecilik	4.06.2010	67,88%	-19,39%	-40,00%	55,08%	-25,26%	-85,13%
Mango	17.05.2010	42,22%	-15,06%	-83,49%	22,91%	-16,54%	-151,69%
Aksa Enerji	14.05.2010	-6,33%	-25,31%	-0,41%	-22,58%	-29,14%	-67,88%
Latek Lojistik	22.04.2010	14,04%	-47,47%	-68,41%	-0,77%	-50,10%	-112,57%
T.S.K.B. G.M.Y.O.	1.04.2010	-9,52%	-32,38%	-19,05%	-26,10%	-36,49%	-60,75%
Koza Altın İşletmeleri	5.02.2010	34,58%	128,67%	202,46%	8,60%	113,19%	150,50%
Ran Lojistik	26.10.2009	6,27%	-37,78%	-75,77%	-43,37%	-56,56%	-128,08%
Türk Telekom	9.05.2008	-1,74%	30,42%	106,79%	19,52%	-0,68%	54,91%
Euro Trend Y.O.	18.04.2008	-16,00%	-16,64%	-12,84%	5,26%	-47,75%	-64,72%
Tekfen Holding	16.11.2007	-43,79%	-5,68%	41,17%	14,13%	6,58%	14,09%
Albaraka Türk Katılım Bankası	22.06.2007	-8,42%	-15,71%	59,14%	13,99%	4,52%	39,58%
Sinpaş G.M.Y.O.	15.06.2007	-44,47%	-44,31%	-17,07%	-26,98%	-21,36%	-41,13%
İş Yatırım	11.05.2007	-34,07%	-49,74%	36,26%	-26,74%	-23,16%	12,02%
Halk Bankası	4.05.2007	-5,00%	-22,85%	68,09%	1,80%	4,42%	42,94%
Oyak Y.O.	27.04.2007	-45,45%	-61,82%	-28,18%	-41,79%	-33,19%	-55,39%
Avrasya Petrol Ve Turistik Tesisler	18.04.2007	-42,82%	-35,44%	172,98%	-39,16%	-6,81%	145,78%
Saf G.M.Y.O.	23.02.2007	31,36%	-38,10%	44,94%	18,25%	2,04%	14,92%
Tav Havalimanları	16.02.2007	-23,00%	-64,12%	-26,53%	-27,02%	-18,85%	-43,84%
Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	29.11.2006	9,10%	-9,38%	56,46%	-32,63%	30,32%	32,04%
Karel Elektronik	12.10.2006	-15,23%	-74,49%	-15,71%	-54,56%	-41,69%	-43,90%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Silverline Endüstri Ve Ticaret	19.06.2006	-34,85%	-38,07%	-45,17%	-68,38%	-47,87%	-47,16%
Armada Bilgisayar	8.06.2006	-6,00%	-24,61%	-41,03%	-45,73%	-41,01%	-46,48%
Euro Yat. Ort.	7.06.2006	4,93%	-38,97%	-22,91%	-33,94%	-49,37%	-33,84%
Artı Yatırım Holding	24.05.2006	-14,81%	-43,52%	-41,67%	-35,90%	-48,01%	-34,70%
Metal Gayrimenkul	22.05.2006	-12,38%	-33,33%	-43,81%	-33,46%	-37,83%	-36,85%
Güler Yatırım Holding	17.05.2006	-30,48%	-52,02%	-36,02%	-56,24%	-59,39%	-30,93%
Asya Katılım Bankası	3.05.2006	115,71%	157,14%	36,82%	113,18%	161,89%	61,23%
Coca Cola İçecek	3.05.2006	37,24%	61,40%	15,27%	34,71%	66,15%	39,68%
Selçuk Ecza Deposu	19.04.2006	15,89%	-15,31%	-19,35%	10,43%	-11,43%	15,22%
Vestel Beyaz Eşya	11.04.2006	-21,56%	3,02%	-45,40%	-29,50%	4,87%	-10,77%
Datagate Bilgisayar	2.02.2006	-18,62%	4,94%	-59,77%	-14,24%	9,83%	-18,63%
Reysaş Taşımacılık	2.02.2006	15,50%	25,00%	-75,22%	19,88%	29,90%	-34,08%
Mert Gıda	24.11.2005	161,24%	16,04%	-70,29%	154,40%	-29,88%	-40,43%
T. Vakıflar Bankası	9.11.2005	33,21%	63,77%	-49,39%	23,80%	9,18%	-16,27%
Kapital Yatırım Holding	29.09.2005	-12,59%	-2,24%	-48,24%	-18,23%	-65,55%	-39,04%
Anel Telekomünikasyon	2.09.2005	87,46%	88,15%	42,19%	71,98%	36,28%	28,97%
Bim Birleşik Mağazalar	6.07.2005	64,63%	238,81%	367,46%	45,93%	156,06%	343,76%
Genpower Holding	4.07.2005	-14,48%	36,45%	-39,48%	-43,62%	-43,33%	-65,21%
Marka Yatırım Holding	2.05.2005	-11,61%	42,88%	-18,90%	-90,21%	-37,89%	-87,37%
Akmerkez G.M.Y.O.	7.04.2005	11,25%	23,14%	27,90%	-60,75%	-64,47%	-41,54%
Trabzonspor	6.04.2005	20,95%	28,38%	288,94%	-51,05%	-59,23%	219,50%
İş Girişim Srm. Y.O.	14.10.2004	-29,47%	14,21%	-19,61%	-71,03%	-64,35%	-162,70%
Afm Film Prodüksiyon	12.10.2004	-41,28%	-13,55%	7,16%	-79,03%	-91,86%	-141,28%
Denizbank	23.09.2004	172,97%	476,28%	404,24%	121,14%	408,08%	257,37%
Plastik Akıllı Kart	11.08.2004	34,06%	-22,81%	38,13%	-13,63%	-116,84%	-103,61%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Şeker Fin. Kir.	15.07.2004	39,29%	3,57%	-11,47%	-17,40%	-84,25%	-210,07%
İndeks Bilgisayar	17.06.2004	-17,03%	2,81%	34,46%	-77,75%	-94,17%	-137,27%
Doğuş Otomotiv	10.06.2004	-48,34%	-3,40%	-2,44%	-103,49%	-102,52%	-171,29%
Türk Traktör	3.06.2004	-15,83%	98,04%	217,62%	-60,46%	2,37%	65,21%
Desa	29.04.2004	-37,93%	-17,07%	-31,41%	-74,48%	-159,04%	-176,69%
Yeşil Yatırım Holding	2.03.2004	16,38%	7,31%	-38,07%	-27,91%	-134,53%	-149,58%
Fenerbahçe	12.02.2004	25,51%	141,21%	158,16%	-21,18%	-9,72%	21,35%
Gersan Elektrik	5.05.2003	116,96%	-1,90%	15,20%	60,87%	-141,03%	-281,10%
Koza Anadolu Metal	5.02.2003	-48,51%	-3,49%	207,09%	-108,78%	-138,63%	-95,15%
Metemtur Otelcilik	15.07.2002	-11,17%	-4,95%	79,92%	-14,61%	-91,81%	-108,60%
Beşiktaş Futbol Yat.	14.02.2002	-63,54%	-46,00%	-48,03%	-64,86%	-107,53%	-185,00%
Galatasaray	14.02.2002	-44,77%	38,18%	155,02%	-46,09%	-23,35%	18,04%
Atakule G.M.Y.O.	7.02.2002	-47,49%	-10,05%	55,36%	-40,61%	-70,71%	-81,42%
Alkim Kağıt	26.10.2000	-60,45%	-28,47%	85,16%	-31,97%	-1,04%	73,26%
Arena Bilgisayar	26.10.2000	-78,71%	-74,52%	-80,16%	-50,23%	-47,09%	-92,05%
Egs Fin. Kir.	19.10.2000	-74,62%	-74,62%	-74,62%	-48,83%	-52,54%	-85,88%
Link Bilgisayar	19.10.2000	-54,79%	43,00%	-46,38%	-29,00%	65,07%	-57,64%
Sanko Pazarlama	28.09.2000	-40,98%	-12,86%	51,60%	-5,96%	10,76%	30,08%
Favori Dinlenme Yerleri	22.08.2000	-50,91%	-40,00%	-61,09%	-25,14%	-11,74%	-48,35%
Tek-Art Turizm	3.08.2000	-44,64%	-58,48%	-63,58%	-17,50%	-39,20%	-53,15%
Menderes Tekstil	20.07.2000	-3,17%	-28,16%	-44,12%	25,55%	-1,67%	-21,21%
Escort Computer	13.07.2000	-65,53%	-58,51%	-59,40%	-38,69%	-37,62%	-41,41%
Turkcell	3.07.2000	-75,02%	-65,03%	-64,17%	-33,74%	-25,49%	-34,48%
Rhea Girişim Srm. Y.O.	29.06.2000	128,59%	171,18%	135,93%	149,90%	205,33%	161,97%
Ak Enerji	28.06.2000	9,23%	3,38%	-30,07%	37,52%	37,44%	-3,07%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Ayen Enerji	28.06.2000	16,73%	-28,92%	-40,05%	38,03%	5,23%	-14,01%
İpek Doğal Enerji Kaynakları	27.06.2000	-40,00%	-58,15%	-64,43%	-17,78%	-23,27%	-39,99%
Acıbadem Sağlık Hizm.	7.06.2000	-33,85%	-40,47%	-21,31%	-11,83%	-2,80%	8,13%
Dentaş Ambalaj	31.05.2000	-19,66%	6,84%	7,76%	5,38%	44,15%	40,00%
Sinai Yatırım Bankası	25.05.2000	-69,03%	-70,18%	-70,18%	-38,58%	-34,44%	-40,41%
Altinyag Madencilik Ve Enerji	17.05.2000	-65,15%	-29,56%	-71,19%	-40,80%	1,57%	-41,08%
Zorlu Enerji	17.05.2000	-7,35%	35,29%	84,71%	17,00%	66,43%	114,82%
Sezginler Gıda	4.05.2000	-31,43%	-75,71%	-86,86%	2,31%	-41,19%	-46,71%
Logo Yazılım	1.05.2000	-28,69%	-28,69%	-26,75%	0,94%	4,32%	13,63%
Batisöke Çimento	27.04.2000	-28,89%	-24,78%	-6,27%	5,00%	16,12%	35,50%
Soda Sanayii	13.04.2000	-16,82%	-11,26%	-17,79%	25,72%	17,53%	15,26%
Egs Holding	23.03.2000	-86,95%	-84,46%	-84,46%	-34,27%	-53,36%	-41,28%
Ersu Gıda	23.03.2000	81,58%	27,89%	21,58%	134,25%	59,00%	64,76%
Doğan Burda Rizzoli	21.03.2000	-72,72%	-65,45%	-49,43%	-15,96%	-32,50%	-4,12%
İş Finansal Kiralama	21.03.2000	-15,71%	-32,86%	-43,53%	41,05%	0,09%	1,78%
Alkim Kimya	24.02.2000	-44,44%	18,33%	64,35%	0,24%	51,64%	97,06%
Lio Yağ	24.02.2000	-74,80%	-37,60%	-58,24%	-30,12%	-4,29%	-25,53%
Türk Ekonomi Bankası	21.02.2000	-37,05%	-27,68%	-34,37%	6,66%	1,53%	-8,48%
Anadolu Hayat Emek.	17.02.2000	-55,77%	-54,65%	-60,48%	-17,83%	-37,68%	-45,20%
Şeker Piliç	17.02.2000	-72,50%	12,50%	-4,84%	-34,56%	29,46%	10,44%
Karsan Otomotiv	15.02.2000	-35,13%	-32,94%	-38,43%	18,13%	-5,61%	-14,94%
Ag Anadolu Grubu Holding	10.02.2000	-51,42%	-45,92%	-37,97%	-15,64%	-18,42%	-9,35%
Aksu Enerji	23.12.1999	153,07%	142,68%	43,68%	186,02%	148,84%	72,42%
Goldaş Kuyumculuk	23.12.1999	47,64%	111,78%	25,48%	87,71%	124,26%	59,03%
Nurol G.M.Y.O.	9.12.1999	56,00%	94,00%	30,00%	77,90%	88,22%	21,85%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Yeşil G.M.Y.O.	7.12.1999	-23,17%	7,93%	179,88%	3,25%	9,08%	178,82%
İş G.M.Y.O.	1.12.1999	98,40%	49,28%	26,31%	98,91%	20,71%	-2,67%
Gsd Holding	4.11.1999	184,38%	5,75%	-18,29%	110,08%	-21,56%	-79,61%
Yatırım Finansman Y.O.	29.09.1999	128,63%	59,68%	105,98%	14,62%	29,16%	52,56%
Inveo Yatırım Holding	13.04.1999	255,00%	160,00%	230,00%	-67,15%	44,43%	49,13%
Metro Yatırım Ortaklığı	12.01.1999	560,00%	398,75%	512,50%	-87,83%	52,78%	78,18%
Alfa Menkul Değ.	29.09.1998	-13,16%	735,42%	116,14%	-176,24%	334,53%	-124,96%
Serve Film Prodüksiyon Eğlence	13.08.1998	50,00%	98,39%	52,42%	-22,88%	-194,50%	-135,01%
Işıklar Enerji Ve Yapı Holding	6.08.1998	-22,79%	291,18%	-17,90%	-85,57%	16,94%	-173,19%
Doğan Yayın Holding	29.07.1998	-7,64%	456,01%	30,92%	-48,54%	209,30%	-117,22%
Arsan Tekstil	25.06.1998	-43,48%	41,85%	10,87%	-61,32%	-208,85%	-168,25%
Egeli & Co. Yatırım Holding	25.06.1998	-33,60%	52,00%	18,00%	-51,44%	-198,69%	-161,12%
Mış Dekorasyon	18.06.1998	55,77%	265,90%	60,30%	31,61%	-9,25%	-111,19%
Toprakbank	18.06.1998	4,13%	70,76%	-47,66%	-20,03%	-204,39%	-219,16%
Bak Ambalaj	11.06.1998	14,29%	101,43%	54,29%	-17,21%	-153,19%	-119,55%
Yapı Kredi Koray G.M.Y.O.	11.06.1998	14,29%	174,29%	65,71%	-17,21%	-80,33%	-108,12%
Emek Elektrik	7.05.1998	-2,35%	257,59%	-16,84%	-35,10%	-54,46%	-196,03%
Pastavilla	7.05.1998	-26,96%	115,22%	28,26%	-59,70%	-196,83%	-150,93%
Penguen Gıda	16.04.1998	139,29%	265,71%	282,86%	118,47%	-32,45%	156,45%
Doğuş G.M.Y.O.	19.03.1998	33,33%	191,24%	62,45%	-2,91%	-253,93%	-95,67%
Egs G.M.Y.O.	12.03.1998	-31,11%	234,94%	-62,23%	-53,86%	-190,26%	-220,21%
Metro Holding	5.03.1998	211,11%	1166,67%	411,11%	171,22%	843,20%	216,23%
Efes Holding	10.02.1998	-16,00%	189,85%	-15,07%	-35,75%	-204,95%	-194,71%
Çimbeton	11.12.1997	-27,64%	218,56%	143,81%	-5,45%	-120,62%	-61,24%
Creditwest Faktoring	11.12.1997	-61,37%	58,31%	-36,65%	-39,18%	-280,87%	-241,70%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Kipa Ticaret	13.11.1997	100,20%	413,26%	544,28%	120,14%	221,34%	235,47%
Arat Tekstil	30.10.1997	-48,72%	-35,90%	9,80%	-29,36%	-161,04%	-343,78%
Mensa Sınai Ticari Ve Mali Yatırımlar	23.10.1997	-52,86%	-66,43%	25,95%	-30,62%	-198,58%	-346,68%
Toprak Fin. Kir.	22.10.1997	-42,42%	7,35%	191,00%	-20,18%	-124,80%	-181,64%
Park Elek. Madencilik	14.10.1997	-82,74%	-83,55%	639,91%	-46,95%	-157,43%	355,97%
Ata G.M.Y.O.	1.10.1997	15,10%	154,08%	573,47%	48,89%	56,91%	262,75%
Mazhar Zorlu Hol.	17.09.1997	5,34%	-2,19%	167,86%	5,38%	-162,47%	-194,26%
Ünal Tarım Ürünleri	21.08.1997	187,50%	53,16%	417,72%	152,07%	-114,32%	-156,79%
Klimasan Klima	14.08.1997	76,89%	143,92%	489,34%	2,18%	-56,97%	-72,63%
Kristal Kola	7.08.1997	490,00%	72,00%	256,33%	417,92%	-125,50%	-319,74%
Uzel Makina	30.07.1997	190,34%	64,78%	207,57%	95,00%	-110,11%	-369,69%
Demisaş Döküm	17.07.1997	70,35%	6,25%	124,99%	-52,16%	-195,10%	-489,96%
Ray Sigorta	17.07.1997	38,63%	-36,20%	361,53%	-83,88%	-237,55%	-253,42%
Kervansaray Yatırım Holding	15.07.1997	1,90%	-33,32%	106,32%	-120,61%	-234,67%	-508,63%
Sabancı Holding	2.07.1997	254,61%	349,17%	1034,90%	123,89%	199,44%	400,45%
Apeks Dış Ticaret	26.06.1997	48,57%	-46,06%	-33,40%	-90,89%	-205,58%	-699,47%
Selçuk Gıda	25.06.1997	358,33%	737,44%	214,04%	340,49%	486,74%	34,92%
Boyasan Tekstil	22.05.1997	-23,64%	-85,76%	-75,32%	-161,85%	-321,06%	-990,28%
Meges Boya	29.04.1997	45,01%	69,21%	285,92%	-143,55%	-215,06%	-846,02%
Sevgi Hastanesi	10.04.1997	6,15%	-43,45%	-47,28%	-164,44%	-244,31%	-1079,62%
Anadolu Isuzu	3.04.1997	346,77%	221,51%	1181,98%	221,73%	20,40%	180,32%
Şekerbank	3.04.1997	45,66%	215,04%	803,21%	-79,38%	13,94%	-198,44%
Vakko Tekstil	30.03.1997	-31,64%	51,28%	-14,53%	-67,82%	-320,03%	-147,97%
Berdan Tekstil	20.03.1997	-36,00%	-4,00%	188,00%	-145,48%	-191,87%	-825,29%
Gümüşsuyu Halı	23.01.1997	-2,85%	-46,53%	108,74%	-95,55%	-123,78%	-862,41%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Vakıf G.M.Y.O.	24.12.1996	671,50%	200,99%	1960,48%	475,40%	88,72%	487,35%
Alarko G.M.Y.O.	19.12.1996	173,17%	80,49%	723,17%	-80,46%	-85,72%	-735,28%
Çelebi	7.11.1996	346,68%	95,11%	378,66%	87,83%	-69,30%	-530,41%
Garanti Y.O.	7.11.1996	118,51%	27,91%	179,79%	-140,34%	-136,50%	-729,28%
Borusan Yat. Paz.	31.10.1996	84,03%	37,11%	229,07%	-164,07%	-118,30%	-632,12%
Sasa	23.10.1996	115,55%	-9,89%	304,77%	-131,49%	-177,67%	-392,09%
Ral Yatırım Holding	17.10.1996	38,67%	190,99%	-29,04%	-190,98%	24,55%	-724,48%
Anadolu Gıda	14.10.1996	120,07%	47,81%	414,47%	-109,58%	-118,62%	-280,96%
İhlas Ev Aletleri	26.09.1996	476,92%	138,85%	343,08%	204,80%	-3,41%	-320,37%
Intermedya	12.09.1996	20,37%	-60,22%	-31,35%	-226,85%	-305,72%	-831,00%
Tansaş	5.09.1996	576,29%	585,75%	5118,38%	312,13%	357,40%	4268,90%
Alternatif Y.O.	19.08.1996	-8,11%	-22,75%	52,17%	-221,13%	-335,87%	-658,28%
Yataş	8.08.1996	122,65%	242,83%	79,29%	-88,46%	-195,84%	-751,97%
Birlik Mensucat	11.07.1996	13,22%	29,07%	-26,41%	-186,30%	-540,36%	-825,94%
Avrasya G.M.Y.O.	27.06.1996	198,53%	336,34%	163,84%	35,08%	-184,86%	-408,55%
Adel Kalemcilik	6.06.1996	61,76%	220,89%	338,46%	-68,38%	-279,62%	-342,42%
Boyner Büyük Mağazacılık	6.06.1996	141,19%	1308,77%	789,75%	11,05%	808,26%	108,87%
Konfurt Gıda	29.05.1996	93,40%	216,04%	93,40%	-57,34%	-299,06%	-654,64%
Mudurnu Tavukçuluk	24.04.1996	1,33%	148,44%	373,32%	-108,06%	-385,24%	-330,57%
Akın Tekstil	18.04.1996	109,18%	87,76%	129,59%	-11,91%	-465,96%	-597,63%
Finans Y.O.	15.04.1996	68,75%	176,95%	93,87%	-62,11%	-380,97%	-582,83%
Çbs Printaş	4.04.1996	72,17%	121,99%	360,24%	-46,89%	-323,46%	-160,69%
İş Y.O.	1.04.1996	281,90%	334,38%	332,56%	162,84%	-111,07%	-188,37%
Eminiş Ambalaj	13.12.1995	114,89%	171,37%	200,44%	-22,84%	-499,51%	-289,36%
Haznedar Refrakter	30.11.1995	260,00%	452,00%	132,00%	140,56%	-133,12%	-344,62%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Deniz G.M.Y.O.	23.10.1995	-39,00%	382,73%	352,56%	-116,52%	-93,57%	-13,23%
Yapı Kredi B Tipi Y.O.	11.09.1995	15,00%	334,93%	226,41%	-55,86%	-287,69%	-137,59%
Kaplamin	23.08.1995	-12,83%	26,24%	1,89%	-51,78%	-334,25%	-475,47%
Bossa	10.08.1995	56,04%	84,24%	214,06%	15,65%	-246,96%	-422,15%
Alternatifbank	22.06.1995	-10,00%	229,14%	427,65%	-60,30%	-67,27%	-402,21%
Tümteks Tekstil	14.06.1995	16,52%	301,25%	132,81%	-11,83%	79,81%	-523,94%
Nergis Holding	8.06.1995	-23,61%	58,73%	946,76%	-51,97%	-162,71%	290,02%
Unıco Sigorta	8.06.1995	-9,13%	141,17%	140,49%	-39,71%	-76,05%	-533,64%
Esem Spor Giyim	23.05.1995	38,64%	104,78%	424,53%	10,57%	-139,49%	-314,06%
Ardem	16.05.1995	81,12%	515,23%	1061,59%	51,20%	286,41%	359,87%
Çbs Boya	27.04.1995	14,35%	49,68%	230,58%	-11,68%	-146,06%	-476,99%
Frijo Pak Gıda	6.04.1995	105,92%	165,41%	302,68%	85,13%	-1,18%	-345,66%
Söktaş	23.03.1995	93,33%	293,55%	192,22%	20,77%	0,71%	-572,04%
Göлтаş Çimento	23.02.1995	168,54%	438,21%	1021,55%	48,88%	47,40%	-27,63%
Çemtas	26.12.1994	92,79%	260,20%	1238,09%	48,73%	8,97%	93,16%
Sönmez Pamuklu	12.12.1994	2,43%	18,39%	168,75%	-44,79%	-226,51%	-858,07%
Raks Ev Aletleri	6.12.1994	-4,78%	132,39%	115,49%	-53,00%	-109,61%	-918,16%
Aksigorta	23.11.1994	-25,93%	166,79%	1317,89%	-69,64%	-55,47%	399,53%
Tukaş	22.11.1994	15,41%	-9,43%	56,33%	-28,30%	-231,69%	-862,02%
Anadolu Biracılık	16.11.1994	21,77%	121,97%	233,23%	-20,66%	-113,99%	-732,69%
Türkiye Sigorta	14.11.1994	12,94%	174,44%	850,18%	-29,49%	-61,52%	-115,74%
Yapı Kredi Sigorta	19.10.1994	62,86%	252,00%	494,29%	-9,99%	23,89%	-567,98%
Viking Kağıt	13.10.1994	77,29%	151,32%	296,07%	-17,05%	-84,70%	-1019,86%
Bugün Yayıncılık	3.08.1994	-38,76%	219,00%	119,27%	-119,48%	63,75%	-563,10%
Kerevitaş Gıda	12.05.1994	366,67%	212,57%	324,20%	212,74%	-21,49%	-387,33%

Şirket Adı	Halka Arz tarihi	12. Ay Ham Getiri	24. Ay Ham Getiri	36. Ay Ham Getiri	12.Ay Aşırı Getiri	24.Ay Aşırı Getiri	36.Ay Aşırı Getiri
Egeplast	3.03.1994	255,31%	848,52%	1393,40%	107,64%	636,71%	773,56%
Sabah Pazarlama	2.03.1994	-60,71%	-1,60%	-26,20%	-202,84%	-360,51%	-1040,86%
İhlas Holding	7.02.1994	465,17%	471,96%	838,45%	341,72%	147,68%	-109,98%
Atlas Y.O.	25.01.1994	153,57%	222,29%	476,22%	73,79%	-56,42%	-418,87%
Milpa	24.01.1994	-76,60%	-63,75%	60,56%	-160,12%	-321,75%	-869,51%
Garanti Faktoring	29.11.1993	88,35%	3,59%	177,75%	41,71%	-111,49%	-215,96%
Aksu İplik	1.11.1993	59,60%	82,40%	287,63%	-18,33%	-98,63%	-156,20%
Emsan Beşyıldız	25.10.1993	78,45%	16,82%	229,70%	-0,47%	-180,01%	-248,97%
Usaş Yatırımlar Holding	20.10.1993	865,93%	1030,26%	1916,00%	793,21%	797,71%	1440,47%
Anadolu Sigorta	11.10.1993	28,92%	140,25%	331,00%	-43,80%	-92,31%	-144,53%
Factofinans	11.10.1993	0,00%	0,23%	484,95%	-72,72%	-232,32%	9,42%
Qnb Finans Finansal Kiralama	28.09.1993	-14,31%	60,30%	167,24%	-79,20%	-119,31%	-204,93%
Demirören Gazetecilik	20.09.1993	-43,96%	-33,55%	39,32%	-118,68%	-206,81%	-336,38%
Tat Gıda	28.07.1993	1133,68%	1868,56%	2004,66%	997,90%	1489,97%	1428,99%
Raks Elektronik	20.07.1993	194,87%	488,54%	789,83%	59,09%	109,95%	214,16%
Koniteks	21.06.1993	224,37%	1419,09%	1933,85%	107,31%	1034,05%	1388,41%
Doğan Holding	14.06.1993	119,31%	1184,79%	840,72%	26,26%	788,48%	283,49%
Aktaş Elektrik	27.05.1993	145,83%	536,28%	5305,46%	48,40%	4,15%	4622,64%
Netaş Telekom.	3.03.1993	545,53%	1285,27%	2921,84%	393,47%	824,47%	1906,99%
Ege Seramik	9.02.1993	214,43%	864,95%	1208,68%	1,11%	436,74%	278,24%



Ek:4 Araştırmanın Hipotezleri ve İstatistikî Sonuçlar

Ek:4.1. Araştırmanın Hipotez Listesi

Hipotez 1: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 2: İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen şirket hisselerinin uzun dönem aşırı getirileri ortalaması sıfırdan farklıdır.

Hipotez 3: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 4: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 5: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 6: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 7: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 8: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 9: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 10: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 11: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 12: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 13: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 14: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 15: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü

halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 16: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 17: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 18: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 19: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 20: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 21: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 22: 1993-2020 araştırma döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 23: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı

dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 24: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 25: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 26: 1993-2020 araştırma döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 27: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Hipotez 28: 1993-2020 araştırma döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 29: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

Hipotez 30: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları istatistiki olarak farklıdır.

Hipotez 31: 1993-2020 araştırma döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 32: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 34: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 35: 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranları farklıdır.

Hipotez 36: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranları farklıdır.

Hipotez 37: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

Hipotez 38: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

Hipotez 39: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra borsa kotundan çıkmış/çıkartılmış, yakın izleme pazarına alınmış veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören diğer şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 40: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

Hipotez 41: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra mali durumu sorunlu hale gelen şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 42: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra mali durumu sorunlu hale gelen şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Hipotez 43: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış özel grup şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirisi sıfırdan farklıdır.

Hipotez 44: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış özel grup şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay ham getirileri aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisi olan %39,73 oranındaki getiriden farklıdır.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 3: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı birbirinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMi_{1993-2004} = AGMi_{2005-2020}$

H₁: $AGMi_{1993-2004} \neq AGMi_{2005-2020}$

$AGMi_{1993-2004}$: 1993-2004 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMi,2005-2020: 2005-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Kruskal-Wallis sıralamalı tek yönlü varyans analizinin amacı, içinde farklı gruplar bulunan bir ana kütlelin grup medyanlarının eşit olup olmadığını araştırmaktır. Parametrik olmayan istatistik olduğu için Kruskal-Wallis sınaması ana kütlelin normal dağılım gösterdiğini varsaymamaktadır.

Hipotez 3'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4857 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir.

Ek 4 Tablo 1 Hipotez 3 Kruskal-Wallis Testi

kwallis Agetirigun193, by(Agetirigun105)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 172.000 with 172 d.f.
probability = 0.4857

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezinin kabul edildiği ve 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak farklı olmadığı kabul edilmektedir. Bu sonuç, her iki inceleme alt döneminde gerçekleşen ilk halka arzlardan kısa dönemde elde edilen aşırı getirilerin medyanlarının eşit olduğunun kabul edilmesi gerektiğini göstermektedir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 4: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H_0 : 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H_1 : 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin kısa dönem aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.

Hipotez 4'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4751 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi reddedilmemektedir.

Ek 4 Tablo 90 Hipotez 4 Kruskal-Wallis Testi

kwallis Sanilkgun05, by(Sanilkgun93)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 57.000 with 57 d.f.
probability = 0.4751

Test sonuçlarına göre H_0 hipotezinin reddedilmediği ve 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı görülmektedir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 5: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H_0 : 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H_1 : 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin uzun dönem (36 ay) aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı arasında farklılık vardır.

Hipotez 5'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4731 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi reddedilmemektedir.

Ek 4 Tablo 3 Hipotez 5 Kruskal-Wallis Testi

kwallis San36Ay05, by(San36Ay93)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 49.000 with 49 d.f.
probability = 0.4731

Test sonuçlarına göre sıfır hipotez olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir ve 1993-2004 inceleme dönemi ile 2005-2020 inceleme dönemlerinin sanayi sektöründeki hisse senetleri için uzun dönem (36 ay) aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı söylenebilecektir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 6: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az bir medyan farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMHi_{1993-2004} = AGMSi_{1993-2004}$

H₁: $AGMHi_{1993-2004} \neq AGMSi_{1993-2004}$

$AGMHi_{1993-2004}$: 1993-2004 İnceleme döneminde hizmet sektöründe ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMSi_{1993-2004}$: 1993-2004 İnceleme döneminde sanayi sektöründe ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 6'nın test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4677 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi reddedilmemektedir. (Tablo 4)

Ek 4 Tablo 4 Hipotez 6 Kruskal-Wallis Testi

kwallis Hizilkgun93, by(Sanilkgun93)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 34.000 with 34 d.f.
probability = 0.4677

Test sonuçlarına göre H_0 hipotezinin reddedilmediği ve 1993-2004 inceleme döneminde hizmet sektörü ile aynı dönemdeki sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı görülmektedir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 7: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H_0 : 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H_1 : 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hizmet sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren sanayi sektörü hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az bir medyan farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H_0 : $AGM_{Hi,2005-2020} = AGM_{Si,2005-2020}$

H_1 : $AGM_{Hi,2005-2020} \neq AGM_{Si,2005-2020}$

$AGM_{Hi,2005-2020}$: 2005-2020 İnceleme döneminde hizmet sektöründe ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMSi,2005-2020: 2005-2020 İnceleme döneminde sanayi sektöründe ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 7'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4731 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H0 hipotezi reddedilmemektedir. (Tablo 5)

Ek 4 Tablo 5 Hipotez 7 Kruskal-Wallis Testi

kwallis Hizilkgun05, by(Sanilkgun05)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 49.000 with 49 d.f.
probability = 0.4731

Test sonuçlarına göre, 2005-2020 inceleme döneminde hizmet sektörü ile aynı dönemdeki sanayi sektöründeki hisse senetleri için ilk gün aşırı getirilerinin medyanları arasında istatistiki olarak fark olmadığı görülmektedir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 8: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H0: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H1: 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 1993-2004 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanlarından en az birisi farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

Kısa Dönem:

H0: AGMMi,1993-2004 = AGMi,1993-2004

H₁: AGMM_{i,1993-2004} ≠ AGM_{i,1993-2004}

AGMM_{i,1993-2004}: 1993-2004 İnceleme döneminde mali sektörde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGM_{i,1993-2004}: 1993-2004 İnceleme döneminde tüm sektörlerde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Uzun Dönem:

H₀: AGMM_{36i,1993-2004} = AGM_{36i,1993-2004}

H₁: AGMM_{36i,1993-2004} ≠ AGM_{36i,1993-2004}

AGMM_{36i,1993-2004}: 1993-2004 İnceleme döneminde mali sektörde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin 36. ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGM_{36i,1993-2004}: 1993-2004 İnceleme döneminde tüm sektörlerde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin 36. ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 8'in test edilmesi için mali sektör 1993-2004 ilk gün aşırı getiri verileri ile tüm sektörler ilk gün aşırı getiri verileri ve 1993-2004 mali sektör 36 ay aşırı getiri verileri ile tüm sektörler 36 ay aşırı getiri verileri ayrı ayrı Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değerleri her iki test içinde 0.4757 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi reddedilmemektedir. (Tablo 6)

Ek 4 Tablo 6 Hipotez 8 Kruskal-Wallis Testi Mali Sektör – Tüm 1993-2004

kwallis Malilk93, by(Agetirigun193) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test	kwallis Mal3693, by(Agetiri3693) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 60.000 with 60 d.f. probability = 0.4757	chi-squared with ties = 60.000 with 60 d.f. probability = 0.4757

Bu sonuçlara göre; 1993-2004 inceleme döneminde mali sektör ile diğer sektörlerin kısa ve uzun dönem aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak bir fark yoktur. (p=0.4757)

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 9: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₀: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen mali sektör hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanları ile 2005-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen tüm sektörler hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem aşırı getiri oranlarının medyanlarından en az birisi farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri; Kısa Dönem:

H₀: $AGMM_{i,2005-2020} = AGM_{i,2005-2020}$

H₁: $AGMM_{i,2005-2020} \neq AGM_{i,2005-2020}$

$AGMM_{i,2005-2020}$: 2005-2020 İnceleme döneminde mali sektörde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGM_{i,2005-2020}$: 2005-2020 İnceleme döneminde tüm sektörlerde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Uzun Dönem:

H₀: $AGMM_{36i,2005-2020} = AGM_{36i,2005-2020}$

H₁: $AGMM_{36i,2005-2020} \neq AGM_{36i,2005-2020}$

$AGMM_{36i,2005-2020}$: 2005-2020 İnceleme döneminde mali sektörde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin 36. ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGM_{36i,2005-2020}$: 2005-2020 İnceleme döneminde tüm sektörlerde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerin 36. ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 9'un test edilmesi için mali sektör 2005-2020 ilk gün aşırı getiri verileri ile tüm sektörler ilk gün aşırı getiri verileri ve 2005-2020 mali sektör 36 ay aşırı getiri verileri ile tüm sektörler 36 ay aşırı getiri verileri ayrı ayrı Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değerleri her iki test içinde 0.4749 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi reddedilmemektedir. (Tablo 7)

Ek 4 Tablo 7 Hipotez 9 Kruskal-Wallis Testi Mali Tüm 2005-2020

kwallis Malilk05, by(Agetirigun105) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test	kwallis Mal3605, by(Agetiri3605) Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 56.000 with 56 d.f.	chi-squared with ties = 56.000 with 56 d.f.
probability = 0.4749	probability = 0.4749

Bu sonuçlara göre; 2005-2020 inceleme döneminde mali sektör ile diğer sektörlerin kısa ve uzun dönem aşırı getirilerin medyanları arasında istatistiki olarak bir fark yoktur. (p=0.4749)

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 10: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: AGMi,1993-2020 = AGMBi,1993-2020

H₁: AGMi,1993-2020 ≠ AGMBi,1993-2020

AGMi,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMBi,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 10'un test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4751 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 8)

Ek 4 Tablo 8 Hipotez 10 Kruskal-Wallis Testi 50M+ İlk Gün

kwallis Buyilkg, by(Agetiriguntop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 57.000 with 57 d.f.
probability = 0.4751

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 50 milyon dolar ve üstü halka arz tutarı olan büyük halka arzlarla, tüm halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Büyük tutarlı ilk halka arzlarla, tüm ilk halka arzların uzun dönemli karşılaştırması yapıldığında, büyük tutarlı halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin görece olarak daha düşük uzun dönemli olarak ise hisse performansının görece olarak daha yüksek olması beklenmektedir. Bu beklentimizi uzun dönemde test etmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 11: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50

milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan, büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGM_{36i,1993-2020} = AGMB_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGM_{36i,1993-2020} \neq AGMB_{36i,1993-2020}$

$AGM_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMB_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 11'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4746 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 9)

Ek 4 Tablo 9 Hipotez 11 Kruskal-Wallis Testi 50+ Uzun Dönem

kwallis Buy36ay, by(Agetir36aytop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 55.000 with 55 d.f.
probability = 0.4746

Bu sonuçlara göre, beklentimizin aksine H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 50 milyon dolar ve üstü halka arz tutarı olan büyük halka arzlarla, tüm halka arzların uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Büyük tutarlı halka arzlarla orta büyüklükteki halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin istatistiki olarak farklı olup olmadığını görmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 12: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerekleŒen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan Şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerekleŒen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan Şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerekleŒen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan Şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerekleŒen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan Şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerekleŒen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan Şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerekleŒen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan Şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerklerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMO_{i,1993-2020} = AGMB_{i,1993-2020}$

H₁: $AGMO_{i,1993-2020} \neq AGMB_{i,1993-2020}$

$AGMO_{i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerekleŒen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü (orta büyüklük) olan Şirket hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMB_{i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerekleŒen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 12'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4751 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 10)

Ek 4 Tablo 10 Hipotez 12 Kruskal-Wallis Testi Orta Büyüklük İlk Gün

kwallis Ortailkgun, by(Buyilkg)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 57.000 with 57 d.f.
probability = 0.4751

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Büyük tutarlı halka arzlarla orta büyüklükteki halka arzların uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin istatistiki olarak farklı olup olmadığını görmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 13: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us

dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGMO_{36i,1993-2020} = AGMB_{36i,1993-2020}$$

$$H_1: AGMO_{36i,1993-2020} \neq AGMB_{36i,1993-2020}$$

AGMO_{36i,1993-2020}: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMB_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 13'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4746 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 11)

Ek 4 Tablo 11 Hipotez 13 Kruskal-Wallis Testi Orta Büyüklük Uzun Dönem

kwallis Orta36ay, by(Buy36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 55.000 with 55 d.f.
probability = 0.4746

Bu sonuçlara göre, H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren, 10 milyon us dolar ile 49,9 milyon us dolar arasında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında istatistiki olarak farklılık olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arz büyüklüğü ile ilk gün getirileri arasında istatistiki olarak fark bulunup bulunmadığını ölçmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 14: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMKi,1993-2020 = AGMBi,1993-2020$

H₁: $AGMKi,1993-2020 \neq AGMBi,1993-2020$

AGMKi,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü (küçük halka arzlar) olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMBi,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 14'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4751 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 12)

Ek 4 Tablo 12 Hipotez 14 Kruskal-Wallis Testi 9,9- İlk Gün

kwallis Buyilkg, by(Kuilkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 57.000 with 57 d.f.
probability = 0.4751

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arz büyüklüğü 9,9 milyon us dolar ve altı olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem performansları, halka arz büyüklüğü 50 milyon us dolar ve üstü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem performansından aşırı getiri ortalamaları bakımından farklılık göstermektedir. Büyük tutarlı halka arzlarda uzun dönemli aşırı getiriler endeks performansı çevresinde oluşurken, küçük tutarlı halka arzlarda uzun dönemli aşırı getiri ortalaması -%54,17 olmuştur. Bu çerçevede küçük ve büyük tutarlı halka arzlarda uzun dönemli performanslarının farklılaşp farklılaşmadığını ölçmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 15: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H_0 : 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H_1 : 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 50 milyon us dolar üstü halka arz

büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının en az bir medyanı farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGMK_{36i,1993-2020} = AGMB_{36i,1993-2020}$$

$$H_1: AGMK_{36i,1993-2020} \neq AGMB_{36i,1993-2020}$$

AGMK_{36i,1993-2020}: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altı halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin (küçük halka arz) uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMB_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz tutarı olan büyük halka arz hisse senetlerin uzun dönem 36 aylık aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 15'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4746 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 13)

Ek 4 Tablo 13 Hipotez 15 Kruskal-Wallis Testi 9,9- Uzun Dönem

kwallis Kuc36ay, by(Buy36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 55.000 with 55 d.f.
probability = 0.4746

Bu sonuçlara göre, H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen, 9,9 milyon us dolar ve altında halka arz büyüklüğü olan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 50 milyon us dolar üstü halka arz büyüklüğü olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında istatistiki olarak farklılık olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arzı sermaye artırımını yolu ile yapan şirketlerin ilk gün hisse performanslarının diğer şirketlerin ilk gün hisse performanslarından farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 16: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGMi,1993-2020 = AGMSr,i,1993-2020$$

$$H_1: AGMi,1993-2020 \neq AGMSr,i,1993-2020$$

AGMi,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMSr,i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 16'nın test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4858 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 14)

Ek 4 Tablo 14 Hipotez 16 KW Testi Sermaye Artırımı Tüm

kwallis Serlkgun, by(Agetiriguntop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 176.000 with 176 d.f.
probability = 0.4858

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı

getirilerinin medyanı ile tüm halka arzların ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arzı sermaye artırımını yolu ile yapan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarının diğer şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarından farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 17: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGM_{36i,1993-2020} = AGMSr_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGM_{36i,1993-2020} \neq AGMSr_{36i,1993-2020}$

$AGM_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMSr_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 17'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4856 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 56)

Ek 4 Tablo 15 Hipotez 17 KW Testi Sermaye Artırımı 1993-2020

kwallis Ser36ay, by(Agetir36aytop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 170.000 with 170 d.f.
probability = 0.4856

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile tüm halka arzların uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

İlk halka arzını sadece sermaye artırımını yöntemiyle yapan şirket hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performansları ile sadece ortak satışı yoluyla yapan şirketlerin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performanslarının istatistiki olarak farklı olup olmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 18: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$H_0: AGMOr,i,1993-2020 = AGMSr,i,1993-2020$

$H_1: AGMOr,i,1993-2020 \neq AGMSr,i,1993-2020$

AGMOr,i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMSr,i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 18'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4801 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 16)

Ek 4 Tablo 16 Hipotez 18 KW Testi Sermaye Artımı Ortak Satışı İlk Gün

kwallis Ortilkgun, by(Serlkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 89.000 with 89 d.f.
probability = 0.4801

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arzı ortak satışı yolu ile yapan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarının, halka arzı sermaye artırımını yoluyla yapan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarından farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 19: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı

dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMOr_{36i,1993-2020} = AGMSr_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGMOr_{36i,1993-2020} \neq AGMSr_{36i,1993-2020}$

$AGMOr_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMSr_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 19'un test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4799 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 17)

Ek 4 Tablo 17 Hipotez 19 KW Testi Sermaye Artırımı Ortak Satışı Uzun Dönem

kwallis Ort36ay, by(Ser36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 88.000 with 88 d.f.
probability = 0.4799

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını sadece sermaye artırımını yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse

senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

İlk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performansları ile sadece ortak satışı yoluyla yapan şirketlerin hisse senetlerinin kısa ve uzun dönemli performanslarının istatistiki olarak farklı olup olmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 20: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMOr,i,1993-2020 = AGMKr,i,1993-2020$

H₁: $AGMOr,i,1993-2020 \neq AGMKr,i,1993-2020$

AGMOr,i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMKr,i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 20'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4788 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 18)

Ek 4 Tablo 18 Hipotez 20 KW Testi Karma Yöntem Ortak Satışı İlk Gün

kwallis Karilkgun, by(Ortilkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 79.000 with 79 d.f.
probability = 0.4788

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Halka arzı karma yöntemle yapan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarının, halka arzı ortak satışı yoluyla yapan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarından farklılaşp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 21: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: AGMOr_{36i,1993-2020} = AGMKr_{36i,1993-2020}

H₁: AGMOr_{36i,1993-2020} ≠ AGMKr_{36i,1993-2020}

AGMOr_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMKr_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 21'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4774 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 19)

Ek 4 Tablo 19 Hipotez 21 KW Testi Karma Yöntem Ortak Satışı Uzun Dönem

kwallis Kar36ay, by(Ort36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 69.000 with 69 d.f.
probability = 0.4774

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını karma yöntemle yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını sadece ortak satışı yoluyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 22: 1993-2020 araştırma döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H₀: 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H₁: 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: AGH50i = 0

H₁: AGH50i ≠ 0

AGH50i: 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır. (Tablo 20)

Ek 4 Tablo 20 T Test Halka Açılma Oranı +%50 İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
HA50ilk	25	.0632459	.0215781	.1078907	.0187108 .107781

mean = mean(HA50ilk) t = 2.9310
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 24

Ha: mean < 0 Pr(T < t) = 0.9963
Ha: mean != 0 Pr(|T| > |t|) = 0.0073
Ha: mean > 0 Pr(T > t) = 0.0037

1993-2020 döneminde halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalaması (HA50ilk) %6,32 olmuştur. H₀ hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Halka açılma oranı %50 ve üzerinde olan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarının, aynı inceleme döneminde halka arz olmuş olan tüm şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarından farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 23: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk

halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$H_0: AGM_{36i,1993-2020} = AGMH50_{36i,1993-2020}$

$H_1: AGM_{36i,1993-2020} \neq AGMH50_{36i,1993-2020}$

$AGM_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMH50_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 23'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4616 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 21)

Ek 4 Tablo 21 Hipotez 23 KW Testi Halka Açılma +%50 - Tüm Uzun Dönem

kwallis HA5036, by(Agetir36aytop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 24.000 with 24 d.f.
probability = 0.4616

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma oranıyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Halka açılma oranının ilk gün ve uzun dönemli getiri performansları üzerindeki etkisini ölçme amaçlı olarak oluşturulan bu grupta, %20'nin altında veya %50'nin üstünde halka açılan şirketlerle, %20-%50 aralığında halka açılan çoğunluk şirketin getirileri arasında istatistiki olarak farklılık olup olmadığını ölçmek amacıyla hipotezler oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 24: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGM2050i,1993-2020 = AGMH50i,1993-2020$

H₁: $AGM2050i,1993-2020 \neq AGMH50i,1993-2020$

AGM2050i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMH50i,1993-2020: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 24'ün test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4616 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 22)

Ek 4 Tablo 22 Hipotez 24 KW Testi Orta ve Yüksek Halka Açılma İlk Gün

kwallis HAOrtilk, by(HA50ilk)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 24.000 with 24 d.f.
probability = 0.4616

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 25: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H0: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H1: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H0: $AGM_{2050_{36i},1993-2020} = AGM_{H50_{36i},1993-2020}$

H1: $AGM_{2050_{36i},1993-2020} \neq AGM_{H50_{36i},1993-2020}$

AGM_{2050_{36i},1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGM_{H50_{36i},1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %50 ve üzerinde halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 25'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4616 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 23)

Ek 4 Tablo 23 Hipotez 25 KW Testi Orta ve Yüksek Halka Açılma Uzun Dönem

kwallis HAOrt36, by(HA5036)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 24.000 with 24 d.f.
probability = 0.4616

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, %20-%50 halka açılma aralığında yapan şirket hisse senetleri ile, halka açılma oranını %50 ve üzerinde belirleyen şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

%20'nin üzerinde gerçekleşen halka açılma oranlarının farklılaşması ile ilk gün ve uzun dönem 36 ay hisse performansları arasında istatistiki anlamda bir fark yoktur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 26: 1993-2020 araştırma döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGH19_i = 0$$

$$H_1: AGH19_i \neq 0$$

AGH19_i: 1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

Halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisse senetlerinin t test sonuçları Tablo 24'te verilmiştir.

Ek 4 Tablo 24 T Test Halka Açılma Oranı -%20 İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
HA20ilk	99	.0675195	.010967	.1091207	.0457557 .0892832

mean = mean(HA20ilk) t = 6.1566
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 98

Ha: mean < 0 Ha: mean != 0 Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

1993-2020 döneminde halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalaması (HA20ilk) %6,75 olmuştur. Ho hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Halka açılma oranı %19,9 ve altında olan şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarının, aynı inceleme döneminde halka arz olmuş olan tüm şirketlerin uzun dönem 36 ay hisse performanslarından farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 27: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

Ho: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı arasında farklılık yoktur.

H1: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanı ile aynı dönemde ilk halka arzını yapan tüm şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$H_0: AGM_{36i,1993-2020} = AGMH_{1936i,1993-2020}$

$H_1: AGM_{36i,1993-2020} \neq AGMH_{1936i,1993-2020}$

$AGM_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMH_{1936i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını %19 ve altında halka açılma ile yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 27'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4810 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 25)

Ek 4 Tablo 25 Hipotez 27 KW Testi Halka Açılma -%20 Tüm Uzun Dönem

kwallis HA2036, by(Agetir36aytop)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 98.000 with 98 d.f.
probability = 0.4810

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını %19,9 ve altında halka açılma oranıyla yapan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanı ile ilk halka arzını yapan tüm şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Borsada satış yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin sıfırdan farklı olup olmadığını test etmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 28: 1993-2020 araştırma döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerinin kısa dönem aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: AGHBSi = 0

H₁: AGHBSi ≠ 0

AGHBSi: 1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

İlk halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirketlerin ilk gün getirisi T Test sonuçları tablo 26'da verilmiştir.

Ek 4 Tablo 26 T Test Borsada Satış İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[99% Conf. Interval]	
Bsilkgun	112	.0734015	.0095127	.1006725	.0484702	.0983327

mean = mean(Bsilkgun) t = 7.7162
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 111
Ha: mean < 0 Ha: mean != 0 Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

1993-2020 döneminde halka arzda borsada satış yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (Bsilkgun) %7,34 olmuştur. H₀ hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Halka arzda talep toplama ve satış yöntemlerinin etkinliğini ölçmek amacıyla oluşturduğumuz grupta, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin birbirlerinden farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 29: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisselerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMSF_{i,1993-2020} = AGMFA_{i,1993-2020}$

H₁: $AGMSF_{i,1993-2020} \neq AGMFA_{i,1993-2020}$

$AGMSF_{i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMFA_{i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 29'un test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4759 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 27)

Ek 4 Tablo 27 Hipotez 29 KW Testi SF – FA İlk Gün

kwallis SFilkgun, by(Failkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 61.000 with 61 d.f.
probability = 0.4759

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse

senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının birbirlerinden farklılaşıp farklılaşmadığını öğrenmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 30: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları istatistikî olarak farklıdır.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMSF_{36i,1993-2020} = AGMFA_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGMSF_{36i,1993-2020} \neq AGMFA_{36i,1993-2020}$

$AGMSF_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında sabit fiyatla talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMFA_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 30'un test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4753 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 28)

Ek 4 Tablo 28 Hipotez 30 KW Testi FA-SF Uzun Dönem

kwallis FA36ay, by(SF36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 58.000 with 58 d.f.
probability = 0.4753

Bu sonuçlara göre H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzını, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapan şirketlerin hisse senetleri ile fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün performansları normal dağılmıştır. Bu nedenle piyasa getirisinin üstünden getiri elde edilip edilmediğini ölçmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 31: 1993-2020 araştırma döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H_0 : $AGHF_{Ai} = 0$

H_1 : $AGHF_{Ai} \neq 0$

$AGHF_{Ai}$: 1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

1993-2020 döneminde halka arzda fiyat aralığı ile talep toplama yöntemini kullanan şirket hisselerin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (F_{ilkgun}) %4,54 olmuştur. H_0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Ek 4 Tablo 29 T Test Fiyat Aralığı ile Talep Toplama İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Failkgun	62	.0454473	.0117533	.0925456	.0219451	.0689495

mean = mean(Failkgun) t = 3.8668
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 61

Ha: mean < 0 Ha: mean != 0 Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 0.9999 Pr(|T| > |t|) = 0.0003 Pr(T > t) = 0.0001

3 farklı satış yöntemine göre ilk gün aşırı getirilerin ortalamaları incelendiğinde en düşük ilk gün aşırı getirinin fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, en yüksek ilk gün aşırı getirinin ise borsada satış yönteminde olduğunu görmekteyiz. Bu durum halka arz fiyatlamasının fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde diğer yöntemlere göre daha etkin olduğunu gösterebilecektir.

Yurtdışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcının ilk gün ve uzun dönem 36 ayda endeks getirisi üstünde getiri elde edemediğini istatistiki olarak test etmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 32: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Ho: 1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H1: 1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak kısa dönemde aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

Ho: $AGYD_{50+i} = 0$

H1: $AGYD_{50+i} \neq 0$

$AGYD_{50+i}$: 1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

Halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün getirilerinin Ttest analiz sonuçları tablo 30'da verilmiştir.

Ek 4 Tablo 30 T Test Yurtdışı Kurumsal Tahsis 50+ İlk Gün

```
. ttest YK50ilkgun == 0
```

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
YK50il~n	62	.0750881	.0135407	.1066197	.0480117	.1021644

```
mean = mean(YK50ilkgun)          t = 5.5454
Ho: mean = 0                    degrees of freedom = 61

Ha: mean < 0                    Ha: mean != 0                    Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 1.0000              Pr(|T| > |t|) = 0.0000              Pr(T > t) = 0.0000
```

1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (YK50ilkgun) %7,5 olmuştur. Ho hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yaparak ilk gün pozitif aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 33: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

Ho: 1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H1: 1993-2020 ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

Ho: $AGYD_{50+36,i} = 0$

H1: $AGYD_{50+36,i} \neq 0$

$AGYD_{50+36,i}$: 1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerin uzun dönem 36 ay getirilerinin ortalamasıdır.

Ttest analiz sonuçları tablo 31’de verilmiştir.

Ek 4 Tablo 31 T Test Yurtdışı Kurumsal Tahsis 50+ Uzun Dönem

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
YK5036ay	61	-.1018763	.7845045	6.127176	-1.671119	1.467366

mean = mean(YK5036ay) t = -0.1299
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 60

Ha: mean < 0 Ha: mean != 0 Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 0.4486 Pr(|T| > |t|) = 0.8971 Pr(T > t) = 0.5514

1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %50 ve üzerinde olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin ortalaması (YK5036ay) -%10,2 olmuştur. H_0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında uzun dönem 36 ayda endeks performansının altında getiri elde edilmektedir.

Bu grup hisse senetlerinin uzun vade getirilerinin istatistiki anlamlılığını test etmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 34: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H_0 : $AGYD_{105036,i} = 0$

H_1 : $AGYD_{1050+36,i} \neq 0$

AGYD_{1050+36,i}: 1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay getirilerinin ortalamasıdır. Ttest analiz sonuçları şöyledir. (Tablo 32)

Ek 4 Tablo 32 T Test Yurt Dışı K. Tahsis %10-%50 Arası U. Dönem

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[99% Conf. Interval]
YK1050~y	59	-1.946343	.4041331	3.104205	-3.022665 - .8700204

mean = mean(YK105036ay) t = -4.8161
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 58

Ha: mean < 0 Pr(T < t) = 0.0000
Ha: mean != 0 Pr(|T| > |t|) = 0.0000
Ha: mean > 0 Pr(T > t) = 1.0000

1993-2020 döneminde halka arzda yurt dışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin ortalaması (YK105036ay) -%194,6 olmuştur. Ho hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında uzun dönem 36 ayda endeks performansının oldukça altında getiri elde edilmektedir.

Yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün performanslarının, yurtdışı tahsis oranı %10'un üzerinde ancak %50'nin altında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün performansları ile karşılaştırmak amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuş ve test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 35: 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranları farklıdır.

Ho: 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H1: 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket

hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGM_{10-i,1993-2020} = AGM_{1050i,1993-2020}$

H₁: $AGM_{10-i,1993-2020} \neq AGM_{1050i,1993-2020}$

$AGM_{10-i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10 ve altında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGM_{1050i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzında yurtdışı kurumsal tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 35'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4757 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 33)

Ek 4 Tablo 33 Hipotez 35 KW Testi Yurt Dışı K. Tahsis -%10 İlk Gün

kwallis YK10ilkgun, by(YK1050ilkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 60.000 with 60 d.f.
probability = 0.4757

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzında, yurtdışı tahsis oranı %10 ve altında olan şirketlerin hisse senetleri ile yurtdışı tahsis oranı %10,1 ile %49,9 arasında olan şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Normal dağılım göstermeyen kısa ve uzun dönem yıldız pazar hisse performans verileri ile ana pazar hisse performans verileri karşılaştırılmış ve pazarlar arasında farklılık olup olmadığı test edilmiştir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 36: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranları farklıdır.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGMYP_{i,1993-2020} = AGMAP_{i,1993-2020}$$

$$H_1: AGMYP_{i,1993-2020} \neq AGMAP_{i,1993-2020}$$

AGMYP_{i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMAP_{i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 36'nın test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4788 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir.(Tablo 34)

Ek 4 Tablo 34 Hipotez 36 KW Testi Yıldız Pazar – Ana Pazar İlk Gün

. kwallis YPilkgun, by(AnaPilkgun)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 79.000 with 79 d.f.
probability = 0.4788

Bu sonuçlara göre H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda ve ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk

gün aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Kısa dönem, ilk gün için pazar farklılığının hisse performansı üzerinde etkisinin olmadığını gördükten sonra uzun dönem için aynı testi tekrarlamak için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 37: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMYP_{36i,1993-2020} = AGMAP_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGMYP_{36i,1993-2020} \neq AGMAP_{36i,1993-2020}$

$AGMYP_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

$AGMAP_{36i,1993-2020}$: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 37'nin test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4781 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H_0 hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir.(Tablo 35)

Ek 4 Tablo 35 Hipotez 37 KW Testi Yıldız Pazar - Ana Pazar Uzun Dönem

. kwallis YP36ay, by(AnaP36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 74.000 with 74 d.f.
probability = 0.4781

H_0 hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda ve ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Bu sonuçlara göre, ilk halka arzların kısa ve uzun dönemli hisse performanslarında buldukları pazarın yıldız veya ana pazar olması herhangi bir değişiklik yaratmamaktadır.

Orta büyüklükte halka arzların işlem gördüğü pazar olan ana pazarda işlem gören ilk halka arz hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay performansları ile daha çok küçük halka arzların işlem gördüğü alt pazar hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay performanslarının farklılaşıp farklılaşmadığını test etmek amacıyla aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 38: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

H_0 : 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: $AGMAP_{36i,1993-2020} = AGMALP_{36i,1993-2020}$

H₁: $AGMAP_{36i,1993-2020} \neq AGMALP_{36i,1993-2020}$

AGMAP_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen ana pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMALP_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 38'in test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4673 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 36)

Ek 4 Tablo 36 Hipotez 38 KW Testi Ana Pazar – Alt Pazar Uzun Dönem

kwallis AnaP36ay, by(AltP36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 33.000 with 33 d.f.
probability = 0.4673

H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen ana pazarda ve alt pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 39: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra borsa kotundan çıkmış/çıkartılmış, yakın izleme pazarına alınmış veya piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören diğer şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H₀: 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H₁: 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: AGD_i = 0

H₁: AGD_i ≠ 0

AGD_i: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

Diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin Ttest analiz sonuçları tablo 37'dedir.

Ek 4 Tablo 91 T Test Diğer Kategori İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
DPilkgun	107	.0663092	.0103763	.1073335	.0457371 .0868812

mean = mean(DPilkgun) t = 6.3904
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 106

Ha: mean < 0 Ha: mean != 0 Ha: mean > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış diğer kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (DPilkgun) %6,63 olmuştur. H₀ hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında ilk gün pozitif aşırı getiri elde edilecektir. Tüm şirketlerin ilk gün aşırı getirisinin %6,74 olduğu düşünülürse, bu grupta yer alan şirket hisse senetleri ile halen aktif olarak işlem gören şirket hisse senetlerinin ilk gün ortalama aşırı getirileri arasında ciddi bir fark olmadığı görülecektir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 40: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranları farklıdır.

H₀: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında farklılık yoktur.

H₁: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanları arasında en az biri diğerlerinden farklıdır.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGMYP_{36i,1993-2020} = AGMD_{36i,1993-2020}$$

$$H_1: AGMYP_{36i,1993-2020} \neq AGMD_{36i,1993-2020}$$

AGMYP_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzını yapmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

AGMD_{36i,1993-2020}: 1993-2020 İnceleme döneminde ilk halka arzı yapılmış ve diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirilerinin medyanıdır.

Hipotez 40'nın test edilmesi için Kruskal-Wallis Testi %95 güven aralığında uygulanmış olup, p değeri 0.4781 olarak hesaplandığından (Sig. > 0,05), H₀ hipotezi olan grup medyanlarının birbirine eşit olması kabul edilir. (Tablo 38)

Ek 4 Tablo 38 Hipotez 40 KW Testi Yıldız Pazar – Diğer Kategori U. Dönem

kwallis YP36ay, by(DP36ay)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
chi-squared with ties = 74.000 with 74 d.f.
probability = 0.4781

H₀ hipotezi kabul edilmiş ve 1993-2020 döneminde ilk halka arzları yapılmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirket hisse senetleri ile aynı dönemde ilk halka arzı yapılmış ve

diğer kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay aşırı getiri oranlarının medyanlarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadığı anlaşılmıştır.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 41: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra mali durumu sorunlu hale gelen şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H_0 : $AGMS_i = 0$

H_1 : $AGMS_i \neq 0$

AGMS_i: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

Mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisse senetlerinin ilk gün getirileri Ttest analiz sonuçları tablo 39’da verilmektedir.

Ek 4 Tablo 39 T Test Mali Durumu Sorunlu İlk Gün

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
MDKilk~n	81	.0643685	.0117259	.1055333	.0410332 .0877038

mean = mean(MDKilkgun) t = 5.4894
 H_0 : mean = 0 degrees of freedom = 80

Ha: mean < 0 Pr(T < t) = 1.0000
Ha: mean != 0 Pr(|T| > |t|) = 0.0000
Ha: mean > 0 Pr(T > t) = 0.0000

1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (MDKilkgun) %6,44 olmuştur. H_0 hipotezi reddedilecektir.

Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında ilk gün pozitif aşırı getiri elde edilecektir. Mali durumu sorunsuz kategorideki şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirisinin %6,84 olduğu düşünülürse, bu grupta yer alan şirket hisse senetleri ile mali durumu sorunsuz şirket hisse senetlerinin ilk gün ortalama aşırı getirileri arasında ciddi bir fark olmadığı görülecektir.

İlk halka arz getirileri şirketlerin daha sonra yaşayabilecekleri mali sorunları yansıtacak nitelikte değildir. Bu durum, ilk halka arz zamanında şirketlerin mali açıdan birbirinden farklılaşmadığı veya bu durumlarının ilk gün getirisine yansımadağı şeklinde yorumlanabilir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiksel Sonuçları

Hipotez 42: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış daha sonra mali durumu sorunlu hale gelen şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay aşırı getirileri sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerine yatırım yaparak uzun dönem 36 ayda aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H_0 : $AGMS_{36,i} = 0$

H_1 : $AGMS_{36,i} \neq 0$

$AGMS_{36,i}$: 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay getirilerinin ortalamasıdır.

Mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay getirilerinin Ttest analiz sonuçları tablo 40’ ta verilmektedir.

Ek 4 Tablo 40 T Test Mali Durumu Sorunlu Uzun Dönem

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
MDK36ay	81	-1.254701	.716159	6.445431	-2.679902 .1705013

mean = mean(MDK36ay) t = -1.7520
Ho: mean = 0 degrees of freedom = 80

Ha: mean < 0 Pr(T < t) = 0.0418
Ha: mean != 0 Pr(|T| > |t|) = 0.0836
Ha: mean > 0 Pr(T > t) = 0.9582

1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış mali durumu sorunlu kategorideki şirket hisselerinin uzun dönem 36 aydaki aşırı getirilerinin ortalaması (MDK36ay) -%125,47 olmuştur. H_0 hipotezi reddedilecektir. Bu grup hisse senedine yatırım yapıldığında uzun dönem 36 ayda endeks performansının oldukça altında getiri elde edilmektedir. Aynı dönemde mali durumu sorunsuz şirketlerin uzun dönem 36 aylık performansı sadece -%28,68’dir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistiki Sonuçları

Hipotez 43: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış özel grup şirket hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirisi sıfırdan farklıdır.

H_0 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 : 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak ilk gün aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

$$H_0: AGÖG_i = 0$$

$$H_1: AGÖG_i \neq 0$$

AGÖG_i: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerin ilk gün getirilerinin ortalamasıdır.

Özel grup şirket hisse senetlerinin ilk gün getirileri Ttest analiz sonuçları tablo 41’de verilmektedir.

Ek 4 Tablo 92 Özel Grup İlk Gün T Test

```
. ttest ilkgunanormal == 0
```

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
ilkgun~1	16	.0331672	.0213636	.0854542	-.0123681 .0787026

```
mean = mean(ilkgunanormal)          t = 1.5525
Ho: mean = 0                        degrees of freedom = 15
Ha: mean < 0                        Ha: mean != 0
Pr(T < t) = 0.9293                   Pr(|T| > |t|) = 0.1414
Ha: mean > 0                        Pr(T > t) = 0.0707
```

1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerinin ilk gün aşırı getirilerinin ortalaması (ilkgun1) %3,32 olmuştur. Ho hipotezi reddedilecektir.

Özel grup hisse senedine yatırım yapıldığında ilk gün pozitif aşırı getiri elde edilmektedir. Ancak incelenen tüm şirketlerin ortalama ilk gün aşırı getirisinin %6,74 olduğu düşünülürse, bu grupta yer alan şirket hisse senetlerinin ortalamanın altında performans gösterdiği söylenebilecektir.

Ek:4.2. Hipotezlerin İstatistikî Sonuçları

Hipotez 44: 1993-2020 araştırma döneminde ilk halka arzı yapılmış özel grup şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay ham getirileri aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisi olan %39,73 oranındaki getiriden farklıdır.

H₀: 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak, aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisinden farklı, uzun dönem 36 ay ham getiri elde etmek mümkün değildir.

H₁: 1993-2020 inceleme döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerine yatırım yaparak, aynı dönemdeki BİST100 endeks getirisinden farklı, uzun dönem 36 ay ham getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezlerin istatistiksel olarak ifadeleri;

H₀: HGÖG_{36i} = %39,73

H₁: HGÖG_{36i} ≠ %39,73

HGÖG_{36i}: 1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerin uzun dönem 36 ay ham getirilerinin ortalamasıdır.

Özel grup şirket hisse senetlerinin uzun dönem 36 ay ham getirileri Ttest analiz sonuçları tablo 42’de verilmektedir.

Ek 4 Tablo 42 Özel Grup Uzun Dönem 36 Ay Ham Getiri

```
. ttest Ham36 == .3973
```

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Ham36	16	.5605803	.3289197	1.315679	-.1404953	1.261656

```
mean = mean(Ham36) t = 0.4964
Ho: mean = .3973 degrees of freedom = 15
```

```
Ha: mean < .3973 Ha: mean != .3973 Ha: mean > .3973
Pr(T < t) = 0.6866 Pr(|T| > |t|) = 0.6268 Pr(T > t) = 0.3134
```

1993-2020 döneminde ilk halka arzını yapmış özel grup şirket hisselerinin uzun dönem 36 ay ham getirilerinin ortalaması (Ham36) %56,06 olmuştur. Aynı dönemdeki BİST100 getirisi %39,75’ten daha yüksektir. H₀ hipotezi reddedilecektir.

Ek 5 Sanayi Sektörü Kısa ve Uzun Dönem Getirileri

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	Arzum Ev Aletleri	17.12.2020	10,00%	31,76%	0,00%	0,00%	0,00%	9,41%	22,96%	0,00%	0,00%	0,00%
Sanayi	Esenboğa Elektrik Üretim	1.10.2020	10,00%	117,65%	0,00%	0,00%	0,00%	8,68%	110,60%	0,00%	0,00%	0,00%
Sanayi	Dinamik Isı Makına	27.08.2020	9,94%	167,05%	0,00%	0,00%	0,00%	10,64%	161,41%	0,00%	0,00%	0,00%
Sanayi	Papilon Savunma	28.11.2019	20,00%	68,18%	366,72%	0,00%	0,00%	19,81%	65,65%	344,24%	0,00%	0,00%
Sanayi	Yükselen Çelik	7.11.2019	3,15%	12,22%	158,52%	0,00%	0,00%	4,15%	6,83%	135,34%	0,00%	0,00%
Sanayi	Naturel Yenilenebilir Enerji	1.08.2019	1,21%	10,34%	280,00%	0,00%	0,00%	0,03%	9,40%	271,84%	0,00%	0,00%
Sanayi	Derlüks Deri Sanayi	27.06.2019	-7,52%	-22,18%	166,52%	0,00%	0,00%	-7,54%	-22,50%	150,03%	0,00%	0,00%
Sanayi	Formet Çelik Kapı Sanayi	14.05.2018	2,59%	1,09%	153,07%	0,00%	0,00%	1,55%	7,36%	171,24%	0,00%	0,00%
Sanayi	Enerjisa Enerji	1.02.2018	5,28%	11,36%	-7,66%	50,84%	136,12%	6,41%	10,50%	3,69%	46,13%	103,31%
Sanayi	Safkar Ege Sogutma. Klıma	11.01.2018	19,70%	18,69%	11,11%	45,59%	600,50%	17,68%	14,81%	26,04%	37,71%	564,57%
Sanayi	Mavi Giyim	9.06.2017	3,49%	-0,60%	-7,50%	-18,03%	9,01%	4,39%	-6,16%	-2,38%	-9,15%	-0,95%
Sanayi	Çuhadaroğlu Metal	12.02.2016	-0,50%	-2,50%	50,55%	57,05%	3,77%	-1,38%	-16,43%	28,54%	-2,98%	-35,95%
Sanayi	Seyitler Kimya	29.07.2015	7,14%	1,07%	-23,21%	24,64%	205,16%	9,33%	8,46%	-16,51%	-9,46%	185,51%
Sanayi	Bantaş Bandırma Ambalaj	13.05.2015	0,00%	-5,00%	-13,75%	31,15%	46,08%	-1,20%	1,48%	-1,92%	22,54%	29,18%
Sanayi	Özerden Plastik Sanayi	18.02.2015	4,80%	6,27%	16,40%	50,46%	182,68%	3,59%	11,58%	29,40%	45,24%	144,68%
Sanayi	Ulusoy Elektrik	14.11.2014	-0,71%	-5,71%	-28,29%	-43,47%	34,68%	-1,65%	-7,00%	-26,07%	-35,02%	7,10%
Sanayi	Ulusoy Un	14.11.2014	-3,49%	-12,38%	-31,44%	-43,55%	-10,02%	-4,78%	-14,97%	-30,48%	-36,41%	-37,58%
Sanayi	İzmir Fırça	2.07.2014	3,78%	23,24%	33,51%	-31,89%	105,41%	1,96%	21,56%	28,31%	-32,99%	76,32%
Sanayi	Tuğçelik Alüminyum Metal	11.06.2014	3,25%	13,00%	132,50%	-23,25%	2,75%	4,98%	8,88%	131,02%	-17,76%	-21,53%
Sanayi	Pamukova Elektrik	10.06.2014	4,39%	-5,37%	-54,15%	-46,34%	-41,95%	5,42%	-4,78%	-55,02%	-42,21%	-66,33%
Sanayi	Arbul Entegre Tekstil	22.04.2014	18,00%	19,00%	-51,00%	-80,00%	-80,00%	16,59%	9,75%	-71,76%	-99,74%	-112,59%
Sanayi	Politeknik Metal	28.02.2014	1,67%	19,62%	71,85%	169,35%	158,73%	0,79%	5,21%	45,27%	147,69%	115,23%
Sanayi	Plaspak Kimya Sanayi	14.01.2014	5,26%	34,21%	213,53%	-74,06%	-75,94%	4,42%	37,07%	176,20%	-78,32%	-102,25%
Sanayi	Temapol Polimer Plastik	10.12.2013	1,21%	14,80%	54,83%	215,68%	299,70%	0,16%	24,55%	47,91%	217,34%	294,94%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	San-El Elektrik	27.11.2013	-3,02%	-11,31%	41,92%	-33,46%	-47,36%	-1,96%	0,26%	29,82%	-34,31%	-44,25%
Sanayi	Yayla Enerji	15.11.2013	21,25%	47,08%	91,88%	-20,42%	-51,46%	19,97%	53,92%	80,36%	-28,45%	-52,98%
Sanayi	İz Hayvancılık Tarım Ve Gıda	7.11.2013	0,37%	10,26%	62,27%	-43,96%	-51,65%	0,69%	8,96%	50,83%	-57,82%	-55,85%
Sanayi	Sekuro Plastik	2.10.2013	0,74%	3,72%	-37,17%	-13,75%	140,15%	1,14%	4,24%	-34,78%	-17,02%	137,83%
Sanayi	Rodrigo Tekstil	31.07.2013	11,06%	-10,64%	-37,02%	-58,72%	-18,72%	10,88%	-5,68%	-40,00%	-60,99%	-22,51%
Sanayi	Say Yenilenebilir Enerji	25.06.2013	3,64%	5,45%	71,82%	71,36%	19,41%	2,93%	9,69%	68,24%	61,09%	17,87%
Sanayi	Taç Tarım	21.05.2013	7,94%	8,82%	160,59%	664,71%	-10,00%	8,46%	25,58%	175,40%	672,09%	4,27%
Sanayi	Odaş Elektrik	14.05.2013	0,80%	-2,20%	2,80%	86,60%	49,30%	-0,34%	16,72%	18,01%	90,59%	64,62%
Sanayi	Royal Halı	26.04.2013	-6,32%	-13,68%	-23,58%	-40,46%	-62,60%	-6,79%	-0,50%	-8,34%	-35,13%	-54,03%
Sanayi	Tümosan Motor Ve Traktör	30.11.2012	0,50%	-1,50%	43,48%	39,18%	130,26%	-0,18%	-6,85%	48,16%	26,31%	131,93%
Sanayi	Taze Kuru Gıda	12.10.2012	-7,59%	-5,13%	-3,79%	-11,05%	-9,15%	-8,18%	-5,49%	-12,15%	-18,41%	-22,48%
Sanayi	Ulaşlar Turizm	31.07.2012	16,84%	-20,53%	-44,74%	-63,16%	-40,53%	16,42%	-24,22%	-58,10%	-84,79%	-61,20%
Sanayi	Ar Tarım Organik Gıda	25.05.2012	21,16%	157,14%	52,38%	-12,17%	-44,97%	21,21%	143,69%	-3,61%	-56,00%	-95,51%
Sanayi	Mega Polietilen Köpük	15.05.2012	4,00%	17,00%	2,50%	-62,50%	-65,00%	4,69%	15,27%	-57,84%	-93,34%	-119,63%
Sanayi	Orge Enerji	10.05.2012	-8,15%	2,25%	17,17%	7,22%	-3,28%	-7,45%	1,19%	-42,05%	-22,82%	-54,70%
Sanayi	Sanifoam Sünger	13.04.2012	-3,60%	-10,80%	-30,00%	54,40%	62,68%	-2,74%	-4,67%	-66,91%	33,26%	26,80%
Sanayi	Niğbaş Niğde Beton	28.02.2012	20,59%	61,27%	-28,43%	-64,71%	-69,12%	22,59%	59,37%	-61,52%	-68,88%	-101,76%
Sanayi	Vanet Gıda	19.08.2011	0,00%	-2,97%	-43,56%	-41,58%	299,37%	-1,23%	-10,43%	-68,83%	-71,20%	248,77%
Sanayi	Özbal Çelik Boru	21.07.2011	-4,39%	-35,85%	-46,34%	-51,95%	-79,51%	-6,60%	-23,64%	-51,56%	-70,54%	-117,16%
Sanayi	Ataç İnşaat	3.06.2011	-0,80%	-2,40%	-63,71%	-75,24%	-92,44%	-0,19%	-1,05%	-52,60%	-96,75%	-117,16%
Sanayi	Bilici Yatırım	11.05.2011	-1,48%	-8,15%	-20,37%	-20,09%	-37,78%	-1,43%	-2,49%	-8,01%	-60,61%	-52,44%
Sanayi	Yaprak Süt Ve Besi Çiftlik.	10.05.2011	9,67%	4,00%	-34,33%	-48,50%	-52,13%	12,60%	8,53%	-22,82%	-83,41%	-66,01%
Sanayi	Berkosan Yalıtım Ve Tecrit	1.02.2011	5,41%	15,68%	265,56%	268,55%	67,79%	2,92%	19,78%	271,18%	241,88%	69,35%
Sanayi	Lokman Hekim	25.01.2011	14,04%	-6,05%	-29,55%	-0,59%	2,46%	11,60%	1,17%	-23,13%	-27,37%	4,71%
Sanayi	Katmerciler Araç Üstü Ekip.	5.11.2010	-2,00%	-3,67%	12,33%	19,33%	17,83%	-1,33%	4,56%	32,68%	17,55%	15,60%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	Ekiz Yağ Ve Sabun	13.07.2010	-17,29%	-28,42%	-38,95%	-61,05%	-93,98%	-17,49%	-29,51%	-45,01%	-67,38%	-124,54%
Sanayi	Çemaş Döküm	24.06.2010	-1,69%	-16,46%	62,03%	25,02%	-24,99%	-3,71%	-27,75%	46,02%	11,42%	-65,15%
Sanayi	Anel Elektrik	11.06.2010	21,64%	90,64%	-6,19%	-36,66%	-26,24%	21,21%	86,33%	-14,96%	-42,63%	-54,41%
Sanayi	Aksa Enerji	14.05.2010	-2,86%	-2,45%	-6,33%	-25,31%	-0,41%	-2,24%	-7,64%	-22,58%	-29,14%	-67,88%
Sanayi	Koza Altın İşletmeleri	5.02.2010	-5,57%	-8,29%	34,58%	128,67%	202,46%	-4,95%	-9,95%	8,60%	113,19%	150,50%
Sanayi	Silverline Endüstri Ve Tic.	19.06.2006	-6,67%	-39,33%	-6,00%	-24,61%	-41,03%	-8,88%	-42,17%	-45,73%	-41,01%	-46,48%
Sanayi	Coca Cola İçecek	3.05.2006	11,03%	5,52%	37,24%	61,40%	15,27%	15,02%	26,98%	34,71%	66,15%	39,68%
Sanayi	Vestel Beyaz Eşya	11.04.2006	0,00%	-21,25%	-21,56%	3,02%	-45,40%	-2,74%	-11,61%	-29,50%	4,87%	-10,77%
Sanayi	Anel Telekomünikasyon	2.09.2005	11,76%	18,82%	87,46%	88,15%	42,19%	12,28%	20,83%	71,98%	36,28%	28,97%
Sanayi	Türk Traktör	3.06.2004	-4,38%	-21,25%	-15,83%	98,04%	217,62%	-3,69%	-24,29%	-60,46%	2,37%	65,21%
Sanayi	Gersan Elektrik	5.05.2003	19,64%	33,93%	116,96%	-1,90%	15,20%	21,51%	32,77%	60,87%	-141,03%	-281,10%
Sanayi	Koza Anadolu Metal	5.02.2003	5,00%	6,25%	-48,51%	-3,49%	207,09%	4,47%	23,16%	-108,78%	-138,63%	-95,15%
Sanayi	Alkim Kağıt	26.10.2000	4,48%	-50,75%	-60,45%	-28,47%	85,16%	1,37%	-7,41%	-31,97%	-1,04%	73,26%
Sanayi	Menderes Tekstil	20.07.2000	-6,67%	70,00%	-3,17%	-28,16%	-44,12%	-6,77%	74,72%	25,55%	-1,67%	-21,21%
Sanayi	Ak Enerji	28.06.2000	23,21%	110,71%	128,59%	171,18%	135,93%	20,13%	113,61%	149,90%	205,33%	161,97%
Sanayi	Ayen Enerji	28.06.2000	8,33%	-1,04%	16,73%	-28,92%	-40,05%	5,25%	1,86%	38,03%	5,23%	-14,01%
Sanayi	İpek Doğal Enerji Kaynak.	27.06.2000	7,58%	90,91%	-40,00%	-58,15%	-64,43%	7,15%	92,82%	-17,78%	-23,27%	-39,99%
Sanayi	Dentaş Ambalaj	31.05.2000	-4,29%	-27,86%	-19,66%	6,84%	7,76%	-7,19%	-16,44%	5,38%	44,15%	40,00%
Sanayi	Altınyag Maden Ve Enerji	17.05.2000	1,18%	-24,71%	-65,15%	-29,56%	-71,19%	-2,04%	-19,09%	-40,80%	1,57%	-41,08%
Sanayi	Zorlu Enerji	17.05.2000	22,06%	33,82%	-7,35%	35,29%	84,71%	18,84%	39,44%	17,00%	66,43%	114,82%
Sanayi	Batsöke Çimento	27.04.2000	21,11%	-7,78%	-28,89%	-24,78%	-6,27%	22,73%	7,09%	5,00%	16,12%	35,50%
Sanayi	Soda Sanayii	13.04.2000	22,22%	13,89%	-16,82%	-11,26%	-17,79%	21,45%	16,03%	25,72%	17,53%	15,26%
Sanayi	Ersu Gıda	23.03.2000	-4,21%	210,53%	81,58%	27,89%	21,58%	3,25%	197,23%	134,25%	59,00%	64,76%
Sanayi	Alkim Kimya	24.02.2000	22,22%	13,89%	-44,44%	18,33%	64,35%	23,73%	21,33%	0,24%	51,64%	97,06%
Sanayi	Lio Yağ	24.02.2000	0,00%	-27,20%	-74,80%	-37,60%	-58,24%	1,51%	-19,76%	-30,12%	-4,29%	-25,53%
Sanayi	Şeker Piliç	17.02.2000	0,00%	1,56%	-72,50%	12,50%	-4,84%	-8,96%	-29,84%	-34,56%	29,46%	10,44%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	Karsan Otomotiv	15.02.2000	11,96%	54,35%	-35,13%	-32,94%	-38,43%	17,13%	40,15%	18,13%	-5,61%	-14,94%
Sanayi	Aksu Enerji	23.12.1999	21,59%	422,73%	153,07%	142,68%	43,68%	6,45%	411,80%	186,02%	148,84%	72,42%
Sanayi	Arsan Tekstil	25.06.1998	-3,26%	-18,48%	-43,48%	41,85%	10,87%	-7,33%	-23,25%	-61,32%	-208,85%	-168,25%
Sanayi	Bak Ambalaj	11.06.1998	21,43%	-8,57%	14,29%	174,29%	65,71%	23,43%	-20,14%	-17,21%	-80,33%	-108,12%
Sanayi	Emek Elektrik	7.05.1998	0,00%	-14,29%	139,29%	265,71%	282,86%	-2,34%	-10,58%	118,47%	-32,45%	156,45%
Sanayi	Pastavilla	7.05.1998	22,22%	74,07%	33,33%	191,24%	62,45%	20,37%	47,88%	-2,91%	-253,93%	-95,67%
Sanayi	Penguen Gıda	16.04.1998	0,74%	9,63%	-31,11%	234,94%	-62,23%	3,42%	-11,68%	-53,86%	-190,26%	-220,21%
Sanayi	Vakko Tekstil	30.03.1997	20,00%	57,78%	211,11%	1166,7%	411,11%	20,61%	47,94%	171,22%	843,20%	216,23%
Sanayi	Çimbeton	11.12.1997	-4,84%	25,81%	100,20%	413,26%	544,28%	-6,69%	17,92%	120,14%	221,34%	235,47%
Sanayi	Arat Tekstil	30.10.1997	3,75%	15,00%	-42,42%	7,35%	191,00%	7,54%	13,05%	-20,18%	-124,80%	-181,64%
Sanayi	Mensa Sınai Ticari Ve Mali	23.10.1997	1,61%	-27,42%	-82,74%	-83,55%	639,91%	2,49%	-6,08%	-46,95%	-157,43%	355,97%
Sanayi	Park Elek. Madencilik	14.10.1997	8,82%	191,18%	5,34%	-2,19%	167,86%	8,37%	143,67%	5,38%	-162,47%	-194,26%
Sanayi	Klimasan Klima	14.08.1997	2,56%	7,69%	190,34%	64,78%	207,57%	4,18%	3,37%	95,00%	-110,11%	-369,69%
Sanayi	Kristal Kola	7.08.1997	-3,33%	-15,56%	70,35%	6,25%	124,99%	-3,65%	-18,00%	-52,16%	-195,10%	-489,96%
Sanayi	Uzel Makina	30.07.1997	0,00%	-20,91%	38,63%	-36,20%	361,53%	-0,31%	-23,36%	-83,88%	-237,55%	-253,42%
Sanayi	Demisaş Döküm	17.07.1997	-17,74%	-30,65%	1,90%	-33,32%	106,32%	-18,05%	-33,09%	-120,61%	-234,67%	-508,63%
Sanayi	Boyasan Tekstil	22.05.1997	-1,61%	7,11%	45,01%	69,21%	285,92%	-0,52%	-5,78%	-143,55%	-215,06%	-846,02%
Sanayi	Meges Boya	29.04.1997	10,61%	22,91%	6,15%	-43,45%	-47,28%	10,02%	24,94%	-164,44%	-244,31%	-1079,6%
Sanayi	Anadolu Isuzu	3.04.1997	10,61%	-9,09%	45,66%	215,04%	803,21%	11,65%	-3,40%	-79,38%	13,94%	-198,44%
Sanayi	Berdan Tekstil	20.03.1997	6,00%	-22,40%	-36,00%	-4,00%	188,00%	10,49%	-15,07%	-145,48%	-191,87%	-825,29%
Sanayi	Gümüşsuyu Halı	23.01.1997	23,44%	31,25%	-2,85%	-46,53%	108,74%	30,42%	39,63%	-95,55%	-123,78%	-862,41%
Sanayi	Sasa	23.10.1996	2,78%	2,78%	115,55%	-9,89%	304,77%	2,09%	-9,11%	-131,49%	-177,67%	-392,09%
Sanayi	Anadolu Gıda	14.10.1996	23,64%	3,64%	120,07%	47,81%	414,47%	22,09%	-7,69%	-109,58%	-118,62%	-280,96%
Sanayi	İhlas Ev Aletleri	26.09.1996	0,00%	78,85%	476,92%	138,85%	343,08%	-2,33%	69,97%	204,80%	-3,41%	-320,37%
Sanayi	Yataş	8.08.1996	-5,77%	-20,19%	122,65%	242,83%	79,29%	-5,87%	-29,72%	-88,46%	-195,84%	-751,97%
Sanayi	Birlik Mensucat	11.07.1996	-5,00%	-31,25%	13,22%	29,07%	-26,41%	-6,75%	-29,68%	-186,30%	-540,36%	-825,94%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	Adel Kalemcilik	6.06.1996	22,39%	10,45%	61,76%	220,89%	338,46%	22,02%	11,50%	-68,38%	-279,62%	-342,42%
Sanayi	Mudurnu Tavukçuluk	24.04.1996	22,67%	10,67%	1,33%	148,44%	373,32%	21,98%	8,70%	-108,06%	-385,24%	-330,57%
Sanayi	Akın Tekstil	18.04.1996	12,24%	-1,02%	109,18%	87,76%	129,59%	8,76%	4,50%	-11,91%	-465,96%	-597,63%
Sanayi	Çbs Printaş	4.04.1996	-2,61%	58,26%	72,17%	121,99%	360,24%	0,29%	66,12%	-46,89%	-323,46%	-160,69%
Sanayi	Eminiş Ambalaj	13.12.1995	1,67%	-1,67%	114,89%	171,37%	200,44%	-0,39%	-20,12%	-22,84%	-499,51%	-289,36%
Sanayi	Haznedar Refrakter	30.11.1995	22,00%	50,00%	260,00%	452,00%	132,00%	26,52%	43,66%	140,56%	-133,12%	-344,62%
Sanayi	Kaplamin	23.08.1995	2,17%	2,17%	-12,83%	26,24%	1,89%	-0,98%	5,11%	-51,78%	-334,25%	-475,47%
Sanayi	Bossa	10.08.1995	1,11%	-8,89%	56,04%	84,24%	214,06%	3,78%	2,39%	15,65%	-246,96%	-422,15%
Sanayi	Tümteks Tekstil	14.06.1995	0,00%	-8,70%	16,52%	301,25%	132,81%	1,62%	-5,15%	-11,83%	79,81%	-523,94%
Sanayi	Esem Spor Giyim	23.05.1995	11,36%	-9,09%	38,64%	104,78%	424,53%	7,20%	-8,86%	10,57%	-139,49%	-314,06%
Sanayi	Ardem	16.05.1995	0,00%	-10,29%	81,12%	515,23%	1061,6%	-1,77%	-13,71%	51,20%	286,41%	359,87%
Sanayi	Çbs Boya	27.04.1995	10,29%	-2,94%	14,35%	49,68%	230,58%	12,20%	-1,46%	-11,68%	-146,06%	-476,99%
Sanayi	Söktaş	23.03.1995	21,67%	46,67%	93,33%	293,55%	192,22%	17,56%	24,55%	20,77%	0,71%	-572,04%
Sanayi	Göltaş Çimento	23.02.1995	21,33%	166,67%	168,54%	438,21%	1021,5%	17,39%	119,98%	48,88%	47,40%	-27,63%
Sanayi	Çemtas	26.12.1994	23,81%	11,90%	92,79%	260,20%	1238,1%	25,71%	21,82%	48,73%	8,97%	93,16%
Sanayi	Sönmez Pamuklu	12.12.1994	10,00%	-18,75%	2,43%	18,39%	168,75%	11,80%	-6,48%	-44,79%	-226,51%	-858,07%
Sanayi	Raks Ev Aletleri	6.12.1994	0,00%	-25,76%	-4,78%	132,39%	115,49%	-2,02%	-17,75%	-53,00%	-109,61%	-918,16%
Sanayi	Tukaş	22.11.1994	17,50%	15,00%	15,41%	-9,43%	56,33%	19,19%	21,80%	-28,30%	-231,69%	-862,02%
Sanayi	Anadolu Biracılık	16.11.1994	15,48%	13,10%	21,77%	121,97%	233,23%	14,28%	11,88%	-20,66%	-113,99%	-732,69%
Sanayi	Viking Kağıt	13.10.1994	0,00%	-25,00%	77,29%	151,32%	296,07%	3,62%	-32,63%	-17,05%	-84,70%	-1019,9%
Sanayi	Kereviş Gıda	12.05.1994	17,78%	148,89%	366,67%	212,57%	324,20%	19,28%	141,32%	212,74%	-21,49%	-387,33%
Sanayi	Egeplast	3.03.1994	11,11%	-25,00%	255,31%	848,52%	1393,4%	14,13%	-1,25%	107,64%	636,71%	773,56%
Sanayi	Aksu İplik	1.11.1993	10,67%	22,67%	59,60%	82,40%	287,63%	6,53%	0,23%	-18,33%	-98,63%	-156,20%
Sanayi	Emsan Beşyıldız	25.10.1993	10,77%	146,15%	78,45%	16,82%	229,70%	6,63%	122,34%	-0,47%	-180,01%	-248,97%
Sanayi	Tat Gıda	28.07.1993	10,67%	160,00%	1133,68%	1868,6%	2004,6%	12,14%	126,67%	997,90%	1489%	1429%
Sanayi	Raks Elektronik	20.07.1993	2,56%	6,41%	194,87%	488,54%	789,83%	4,04%	-26,92%	59,09%	109,95%	214,16%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Sanayi	Koniteks	21.06.1993	10,91%	209,09%	224,37%	1419,1%	1933,9%	13,47%	195,89%	107,31%	1034,1%	1388,4%
Sanayi	Netaş Telekom.	3.03.1993	-1,82%	163,64%	545,53%	1285,3%	2921,8%	-2,43%	142,62%	393,47%	824,47%	1907%
Sanayi	Ege Seramik	9.02.1993	11,11%	9,63%	214,43%	864,95%	1208,7%	9,27%	-0,81%	1,11%	436,74%	278,24%

Ek 6 Hizmet Sektörü Kısa ve Uzun Dönem Getiriler

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Hizmet	Kervan Gıda Sanayı	26.11.2020	10,00%	48,56%	0,00%	0,00%	0,00%	10,00%	36,19%	0,00%	0,00%	0,00%
Hizmet	Fade Gıda Yatırım	29.07.2020	10,00%	151,67%	0,00%	0,00%	0,00%	15,26%	152,17%	0,00%	0,00%	0,00%
Hizmet	Bayrak Ebt Taban	28.05.2020	9,76%	134,45%	0,00%	0,00%	0,00%	9,37%	128,37%	0,00%	0,00%	0,00%
Hizmet	Ceo Event Medya	23.05.2019	5,21%	9,38%	68,75%	0,00%	0,00%	4,57%	2,18%	51,52%	0,00%	0,00%
Hizmet	Smartiks Yazılım	9.05.2019	19,83%	4,96%	314,05%	0,00%	0,00%	20,04%	1,06%	299,87%	0,00%	0,00%
Hizmet	Şok Marketler Ticaret	8.05.2018	20,00%	15,06%	55,54%	285,34%	0,00%	19,39%	21,95%	69,66%	287,09%	0,00%
Hizmet	Kafein Yazılım Hizmetleri	10.05.2018	-4,76%	-15,24%	-28,76%	8,00%	0,00%	-5,29%	-6,57%	-13,97%	7,89%	0,00%
Hizmet	Medical Park Sağlık Hizmet.	1.02.2018	-1,32%	0,26%	-31,84%	-6,58%	23,37%	-1,03%	-2,74%	-20,37%	-11,56%	-10,62%
Hizmet	Trabzon Liman İşletmeciliği	18.01.2018	20,00%	-6,97%	-35,33%	6,72%	222,36%	18,95%	-6,23%	-21,29%	3,56%	192,09%
Hizmet	Senkron Güv. Ve İlet. Sistem.	27.02.2015	0,00%	-0,38%	-50,48%	-60,76%	-67,43%	2,65%	1,17%	-42,04%	-67,19%	-106,05%
Hizmet	Pergamon Status	7.11.2014	-4,00%	13,47%	-31,22%	28,14%	3,21%	-6,54%	7,32%	-35,99%	32,26%	-35,75%
Hizmet	Rta Laboratuvarları	28.05.2014	-3,46%	-18,15%	-32,62%	-24,62%	0,08%	-2,65%	-15,05%	-35,30%	-20,81%	-24,61%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Hizmet	Akyürek Pazarlama	31.05.2013	-1,92%	-8,46%	-21,17%	-3,78%	-82,61%	2,78%	-0,27%	-22,13%	-6,68%	-81,30%
Hizmet	Bakan Medya	29.05.2013	21,07%	115,91%	-16,53%	-48,55%	-62,19%	31,55%	130,18%	-8,19%	-45,53%	-53,06%
Hizmet	Pegasus Hava Taşımacılığı	18.04.2013	-0,37%	0,73%	-23,81%	-12,09%	-9,14%	-1,27%	-7,59%	-9,97%	-13,91%	-11,29%
Hizmet	Atlantik Petrol	10.10.2012	-1,33%	-7,56%	-44,22%	52,00%	114,74%	-1,57%	-10,42%	-53,75%	44,45%	100,86%
Hizmet	Karakaş Atlantis	26.07.2012	-0,90%	25,67%	-8,06%	40,60%	7,46%	-0,42%	20,54%	-23,59%	12,49%	-17,24%
Hizmet	Etiler Gıda	11.07.2012	-5,34%	-8,90%	38,79%	137,19%	318,11%	-5,36%	-12,49%	18,02%	105,90%	285,99%
Hizmet	Flap Kongre Toplantı Hizmet	25.06.2012	16,33%	55,92%	-75,10%	-74,90%	-76,53%	13,50%	50,08%	-100,54%	-103,92%	-110,95%
Hizmet	Tgs Dış Ticaret	31.05.2012	-1,79%	14,64%	-45,38%	-7,97%	-30,79%	-2,58%	3,03%	-84,64%	-50,91%	-76,47%
Hizmet	İdealist Danışmanlık	23.05.2012	11,05%	8,29%	-24,31%	16,88%	-13,28%	11,63%	-4,51%	-81,52%	-26,12%	-62,93%
Hizmet	Teknosa	11.05.2012	-2,19%	-3,23%	67,10%	53,84%	9,70%	-0,87%	-3,86%	8,88%	24,73%	-41,08%
Hizmet	Prizma Pres Matbaacılık	11.05.2012	-0,75%	3,25%	7,00%	-34,71%	-49,26%	-0,06%	2,19%	-52,22%	-64,74%	-100,69%
Hizmet	Beyaz Filo Oto Kiralama	26.03.2012	-0,67%	-3,33%	-30,67%	-54,67%	-74,44%	0,41%	-0,30%	-67,09%	-65,27%	-103,89%
Hizmet	Taraf Gazetecilik	27.02.2012	7,91%	20,00%	100,00%	27,91%	-53,49%	7,62%	16,31%	68,48%	24,90%	-91,73%
Hizmet	Avod Gıda	30.11.2011	0,00%	21,20%	-57,37%	-18,02%	-44,26%	0,94%	30,28%	-94,68%	-50,97%	-98,69%
Hizmet	Adese	27.10.2011	-4,26%	-19,48%	-36,77%	12,52%	225,55%	-5,70%	-17,78%	-64,95%	-24,78%	181,93%
Hizmet	Mepet Metro Petrol	18.07.2011	3,64%	28,00%	-71,82%	-60,36%	27,04%	1,55%	39,43%	-75,00%	-83,85%	-13,79%
Hizmet	Saray Matbaacılık	17.06.2011	20,94%	67,50%	66,91%	21,64%	-25,98%	20,15%	70,40%	68,76%	6,95%	-54,22%
Hizmet	Ericom Telekomünikasyon	7.06.2011	16,90%	12,96%	277,46%	-4,79%	-72,68%	17,52%	13,69%	288,03%	-27,06%	-98,72%
Hizmet	Dagi Giyim	27.05.2011	19,83%	12,40%	23,55%	-26,45%	-44,63%	19,55%	12,05%	35,41%	-62,84%	-70,39%
Hizmet	Bimeks Bilgi İşlem	8.04.2011	0,67%	-9,33%	-43,78%	-53,24%	-40,62%	1,02%	-4,03%	-32,60%	-77,25%	-48,79%
Hizmet	Utopya Turizm	14.02.2011	-12,95%	-13,21%	-40,93%	-56,48%	-62,44%	-9,20%	-15,15%	-35,56%	-76,70%	-64,11%
Hizmet	Bizim Toptan Satış Mağ.	28.01.2011	6,80%	1,20%	-5,39%	23,33%	-20,32%	9,22%	8,73%	2,51%	0,49%	-14,76%
Hizmet	Kiler	21.01.2011	21,31%	1,64%	-53,93%	-50,66%	-76,23%	22,71%	8,60%	-40,89%	-79,15%	-74,12%
Hizmet	Do & Co Aktengesellschaft	26.11.2010	13,94%	42,43%	57,87%	76,22%	148,15%	12,76%	42,66%	75,08%	65,78%	134,85%
Hizmet	Uyum Gıda	10.11.2010	-4,91%	-13,83%	-14,97%	-1,45%	-35,22%	-1,95%	-7,32%	10,76%	-1,35%	-43,28%
Hizmet	İhlas Gazetecilik	4.06.2010	15,15%	72,12%	67,88%	-19,39%	-40,00%	14,14%	66,37%	55,08%	-25,26%	-85,13%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Hizmet	Mango	17.05.2010	8,89%	3,33%	42,22%	-15,06%	-83,49%	8,06%	0,00%	22,91%	-16,54%	-151,69%
Hizmet	Latek Lojistik	22.04.2010	4,55%	8,08%	14,04%	-47,47%	-68,41%	5,94%	15,78%	-0,77%	-50,10%	-112,57%
Hizmet	Ran Lojistik	26.10.2009	12,59%	22,38%	6,27%	-37,78%	-75,77%	13,28%	16,45%	-43,37%	-56,56%	-128,08%
Hizmet	Türk Telekom	9.05.2008	0,43%	-3,91%	-1,74%	30,42%	106,79%	0,20%	6,03%	19,52%	-0,68%	54,91%
Hizmet	Avrasya Petrol Ve Turistik	18.04.2007	-6,36%	-18,18%	-42,82%	-35,44%	172,98%	-5,79%	-20,47%	-39,16%	-6,81%	145,78%
Hizmet	Tav Havalimanları	16.02.2007	10,00%	6,00%	-23,00%	-64,12%	-26,53%	10,54%	6,96%	-27,02%	-18,85%	-43,84%
Hizmet	Selçuk Ecza Deposu	19.04.2006	21,50%	20,56%	15,89%	-15,31%	-19,35%	22,83%	35,46%	10,43%	-11,43%	15,22%
Hizmet	Reysaş Taşımacılık	2.02.2006	21,00%	30,00%	15,50%	25,00%	-75,22%	19,51%	33,62%	19,88%	29,90%	-34,08%
Hizmet	Mert Gıda	24.11.2005	18,67%	81,67%	161,24%	16,04%	-70,29%	18,44%	65,73%	154,40%	-29,88%	-40,43%
Hizmet	Bim Birleşik Mağazalar	6.07.2005	6,20%	5,26%	64,63%	238,81%	367,46%	6,46%	6,76%	45,93%	156,06%	343,76%
Hizmet	Akmerkez G.M.Y.O.	7.04.2005	8,75%	0,00%	11,25%	23,14%	27,90%	11,56%	-3,19%	-60,75%	-64,47%	-41,54%
Hizmet	Trabzonspor	6.04.2005	-1,90%	-7,81%	20,95%	28,38%	288,94%	0,90%	-11,00%	-51,05%	-59,23%	219,50%
Hizmet	Afm Film Prodüksiyon	12.10.2004	-17,93%	-25,52%	-41,28%	-13,55%	7,16%	-18,90%	-29,29%	-79,03%	-91,86%	-141,28%
Hizmet	Plastik Akıllı Kart	11.08.2004	-3,91%	35,16%	34,06%	-22,81%	38,13%	-3,49%	27,03%	-13,63%	-116,84%	-103,61%
Hizmet	Doğuş Otomotiv	10.06.2004	-4,44%	-14,07%	-48,34%	-3,40%	-2,44%	-3,29%	-26,11%	-103,49%	-102,52%	-171,29%
Hizmet	Desa	29.04.2004	11,61%	-11,79%	-37,93%	-17,07%	-31,41%	15,16%	-8,70%	-74,48%	-159,04%	-176,69%
Hizmet	Fenerbahçe	12.02.2004	21,90%	13,33%	25,51%	141,21%	158,16%	21,92%	5,71%	-21,18%	-9,72%	21,35%
Hizmet	Metemtur Otelcilik	15.07.2002	25,00%	104,79%	-11,17%	-4,95%	79,92%	24,83%	112,37%	-14,61%	-91,81%	-108,60%
Hizmet	Beşiktaş Futbol Yat.	14.02.2002	-18,26%	-56,96%	-63,54%	-46,00%	-48,03%	-14,57%	-50,52%	-64,86%	-107,53%	-185,00%
Hizmet	Galatasaray	14.02.2002	-8,05%	-29,89%	-44,77%	38,18%	155,02%	-4,35%	-23,45%	-46,09%	-23,35%	18,04%
Hizmet	Sanko Pazarlama	28.09.2000	1,56%	14,06%	-40,98%	-12,86%	51,60%	1,13%	-12,52%	-5,96%	10,76%	30,08%
Hizmet	Favori Dinlenme Yerleri	22.08.2000	7,27%	23,64%	-50,91%	-40,00%	-61,09%	8,59%	38,35%	-25,14%	-11,74%	-48,35%
Hizmet	Tek-Art Turizm	3.08.2000	1,79%	110,71%	-44,64%	-58,48%	-63,58%	1,46%	116,38%	-17,50%	-39,20%	-53,15%
Hizmet	Acıbadem Sağlık Hizm.	7.06.2000	-15,00%	16,67%	-33,85%	-40,47%	-21,31%	-13,56%	27,61%	-11,83%	-2,80%	8,13%
Hizmet	Sezginler Gıda	4.05.2000	21,43%	-5,71%	-31,43%	-75,71%	-86,86%	20,76%	1,69%	2,31%	-41,19%	-46,71%
Hizmet	Doğan Burda Rızvölü	21.03.2000	5,00%	40,00%	-72,72%	-65,45%	-49,43%	6,90%	30,95%	-15,96%	-32,50%	-4,12%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Hizmet	Goldaş Kuyumculuk	23.12.1999	22,73%	145,45%	47,64%	111,78%	25,48%	26,15%	130,06%	87,71%	124,26%	59,03%
Hizmet	Serve Film Prod. Eğlence	13.08.1998	10,00%	-10,00%	50,00%	98,39%	52,42%	4,82%	22,18%	-22,88%	-194,50%	-135,01%
Hizmet	Selçuk Gıda	25.06.1997	23,08%	71,15%	55,77%	265,90%	60,30%	21,17%	63,87%	31,61%	-9,25%	-111,19%
Hizmet	Mısh Dekorasyon	18.06.1998	22,41%	13,79%	4,13%	70,76%	-47,66%	20,50%	6,51%	-20,03%	-204,39%	-219,16%
Hizmet	Kipa Ticaret	13.11.1997	-15,71%	-17,14%	-52,86%	-66,43%	25,95%	-11,93%	-19,09%	-30,62%	-198,58%	-346,68%
Hizmet	Ünal Tarım Ürünleri	21.08.1997	-14,00%	-24,00%	490,00%	72,00%	256,33%	-13,39%	-46,44%	417,92%	-125,50%	-319,74%
Hizmet	Kervansaray Yatırım Holding	15.07.1997	6,82%	-6,82%	48,57%	-46,06%	-33,40%	4,74%	-12,16%	-90,89%	-205,58%	-699,47%
Hizmet	Apeks Dış Ticaret	26.06.1997	-13,64%	-24,55%	-23,64%	-85,76%	-75,32%	-11,34%	-40,52%	-161,85%	-321,06%	-990,28%
Hizmet	Sevgi Hastanesi	10.04.1997	22,81%	21,05%	346,77%	221,51%	1181,98%	23,85%	26,74%	221,73%	20,40%	180,32%
Hizmet	Çelebi	7.11.1996	22,62%	102,38%	346,68%	95,11%	378,66%	21,85%	88,13%	87,83%	-69,30%	-530,41%
Hizmet	Borusan Yat. Paz.	31.10.1996	-1,82%	-3,64%	84,03%	37,11%	229,07%	-2,85%	-13,18%	-164,07%	-118,30%	-632,12%
Hizmet	Intermedya	12.09.1996	3,70%	16,67%	20,37%	-60,22%	-31,35%	4,15%	-3,88%	-226,85%	-305,72%	-831,00%
Hizmet	Tansaş	5.09.1996	23,68%	60,53%	576,29%	585,75%	5118,38%	22,08%	40,38%	312,13%	357,40%	4268,9%
Hizmet	Boyner Büyük Mağazacılık	6.06.1996	0,00%	-3,26%	141,19%	1308,77%	789,75%	-0,37%	-2,21%	11,05%	808,26%	108,87%
Hizmet	Konfurt Gıda	29.05.1996	22,64%	0,00%	93,40%	216,04%	93,40%	21,30%	-9,82%	-57,34%	-299,06%	-654,64%
Hizmet	Frigo Pak Gıda	6.04.1995	22,58%	1,61%	105,92%	165,41%	302,68%	31,69%	15,08%	85,13%	-1,18%	-345,66%
Hizmet	Bugün Yayıncılık	3.08.1994	1,11%	-43,33%	-38,76%	219,00%	119,27%	-0,92%	-49,44%	-119,48%	63,75%	-563,10%
Hizmet	Sabah Pazarlama	2.03.1994	7,14%	28,57%	-60,71%	-1,60%	-26,20%	15,04%	4,08%	-202,84%	-360,51%	-1040,8%
Hizmet	Milpa	24.01.1994	-10,00%	-65,00%	-76,60%	-63,75%	60,56%	-18,86%	-61,13%	-160,12%	-321,75%	-869,51%
Hizmet	Demirören Gazetecilik	20.09.1993	11,76%	49,02%	-43,96%	-33,55%	39,32%	9,51%	52,65%	-118,68%	-206,81%	-336,38%
Hizmet	Aktaş Elektrik	27.05.1993	10,00%	558,33%	145,83%	536,28%	5305,46%	7,51%	523,85%	48,40%	4,15%	4622,6%



Ek 7 Mali Sektör Kısa ve Uzun Dönem Getiriler

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Trend G.M.Y.O.	15.02.2018	-7,89%	-3,29%	-9,21%	55,92%	475,66%	-8,48%	-3,09%	2,48%	55,93%	445,75%
Mali	Peker G.M.Y.O.	15.02.2018	-0,55%	0,55%	64,81%	37,34%	255,73%	-3,09%	-3,17%	74,45%	34,35%	218,18%
Mali	Mistral G.M.Y.O	13.01.2017	0,00%	0,18%	27,64%	4,49%	24,08%	0,58%	-7,13%	-11,46%	-14,45%	-22,66%
Mali	Verusaturk Giriş. Srmy. Y.O.	12.11.2015	9,32%	28,81%	65,24%	2,44%	44,54%	9,19%	37,86%	72,54%	-28,64%	29,03%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Hedef Girişim Srmy. Y.O.	23.01.2015	0,00%	-5,16%	10,41%	-4,80%	127,66%	2,46%	0,87%	28,74%	-3,32%	95,99%
Mali	Avivasa Emeklilik	7.11.2014	0,32%	0,00%	21,21%	47,40%	30,43%	-0,28%	-3,52%	19,36%	53,90%	-4,98%
Mali	Lider Faktoring	13.06.2014	0,33%	-2,33%	-10,67%	24,00%	196,79%	-0,90%	-7,74%	-16,25%	27,41%	169,59%
Mali	Körfez G.M.Y.O.	25.04.2014	20,87%	0,00%	-7,83%	10,43%	59,13%	20,30%	-7,54%	-18,10%	5,61%	33,49%
Mali	Verusa Holding	13.11.2013	21,24%	15,04%	44,22%	289,94%	353,18%	22,54%	23,64%	36,46%	283,54%	353,13%
Mali	Menba Holding	24.06.2013	17,00%	10,67%	63,00%	62,33%	-39,43%	14,41%	12,42%	56,74%	49,21%	-41,20%
Mali	Panora G.M.Y.O.	17.05.2013	-0,43%	-7,02%	-9,93%	14,07%	27,25%	1,54%	14,53%	6,29%	21,98%	44,86%
Mali	Servet G.M.Y.O.	22.04.2013	1,90%	25,54%	50,54%	45,92%	-11,63%	1,70%	18,39%	66,50%	45,21%	-12,59%
Mali	Halk G.M.Y.O.	15.02.2013	0,00%	-2,96%	-13,38%	4,21%	-16,85%	1,77%	-9,67%	3,94%	-6,43%	-13,78%
Mali	Akiş G.M.Y.O.	9.01.2013	-1,30%	-10,75%	27,07%	5,28%	5,77%	-2,53%	-8,91%	44,22%	-4,06%	17,68%
Mali	Avrupa Yatırım Holding	3.12.2012	-0,47%	-1,41%	36,00%	40,71%	88,24%	-1,07%	-7,27%	39,18%	28,23%	90,71%
Mali	Denge Yatırım Holding	27.07.2012	0,80%	-6,00%	-40,73%	-53,00%	-57,82%	-1,59%	-11,38%	-56,81%	-81,72%	-80,38%
Mali	Akdeniz Yatırım Holding	29.06.2012	13,30%	0,92%	46,07%	43,31%	-8,96%	12,06%	-4,49%	27,08%	18,17%	-40,05%
Mali	Polisan Holding	18.05.2012	-4,89%	-2,22%	31,81%	12,58%	12,24%	-3,42%	-10,69%	-31,49%	-27,48%	-41,72%
Mali	Oylum Sınai Yatırımlar	27.04.2012	21,30%	-5,65%	-20,87%	-63,48%	-70,87%	21,76%	0,32%	-71,15%	-90,25%	-112,59%
Mali	Hitit Holding	5.03.2012	-2,50%	-8,89%	11,11%	-49,44%	-13,89%	-1,84%	-10,80%	-28,89%	-55,18%	-49,03%
Mali	Osmanlı Yat. Menk. Değerler	14.02.2012	10,00%	4,00%	-19,60%	72,01%	114,44%	11,53%	-0,61%	-50,45%	68,59%	73,58%
Mali	Özak G.M.Y.O.	10.02.2012	0,00%	-1,20%	-22,40%	-15,04%	25,22%	-0,31%	-3,91%	-53,27%	-23,79%	-18,60%
Mali	Mmc San. Ve Tic. Yatırımlar	30.11.2011	18,97%	18,62%	61,03%	416,70%	64,48%	18,19%	25,13%	22,20%	385,26%	8,84%
Mali	İnfo Yatırım	30.09.2011	6,86%	100,00%	-25,14%	-49,63%	-50,96%	6,28%	103,65%	-44,43%	-80,23%	-76,96%
Mali	Euro Kapital Y.O.	29.07.2011	11,00%	42,00%	40,19%	-36,59%	-40,59%	8,52%	32,56%	16,38%	-78,34%	-87,54%
Mali	Aksel Enerji Yatırım Holding	26.07.2011	0,29%	4,29%	-8,00%	16,29%	-38,00%	0,88%	17,69%	-10,87%	-1,54%	-69,78%
Mali	Global Menkul Değ.	23.06.2011	6,06%	-13,94%	-56,18%	-58,11%	-63,27%	5,77%	-13,11%	-55,74%	-79,57%	-88,19%
Mali	Clk Holding	31.05.2011	5,01%	1,95%	-32,35%	18,13%	-49,52%	5,19%	1,89%	-20,24%	-17,88%	-73,91%
Mali	Akfen G.M.Y.O.	6.05.2011	-3,07%	-13,16%	-25,88%	-27,19%	-39,91%	-0,67%	-7,87%	-13,41%	-60,36%	-52,26%
Mali	Kiler G.M.Y.O.	15.04.2011	3,28%	-11,15%	-48,52%	-56,56%	-74,44%	2,82%	-4,59%	-37,28%	-79,50%	-82,91%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Emlak G.M.Y.O.	24.11.2010	-11,63%	-7,91%	3,13%	36,41%	31,49%	-12,81%	-7,68%	20,34%	25,98%	18,20%
Mali	İhlas Yayın Holding	26.10.2010	21,54%	44,62%	-37,69%	-45,38%	-57,69%	21,72%	50,32%	-16,92%	-47,97%	-63,11%
Mali	Torunlar G.M.Y.O.	15.10.2010	-2,05%	-8,22%	-30,73%	-11,95%	15,24%	-3,62%	-9,13%	-12,60%	-13,98%	1,52%
Mali	Martı G.M.Y.O.	17.09.2010	-2,82%	-14,08%	-44,41%	-59,10%	-67,43%	-2,89%	-24,70%	-32,15%	-63,80%	-86,65%
Mali	Gedik Yatırım	22.07.2010	21,52%	31,01%	49,75%	68,89%	101,80%	20,97%	32,76%	46,62%	62,32%	81,05%
Mali	Reysaş G.M.Y.O.	2.07.2010	0,00%	-11,00%	16,66%	-10,08%	-31,96%	-0,73%	-13,16%	6,97%	-19,13%	-61,31%
Mali	İdealist G.M.Y.O.	23.06.2010	21,26%	66,14%	455,91%	148,03%	61,42%	21,82%	56,97%	440,54%	133,98%	21,49%
Mali	Euro Yatırım Holding	10.06.2010	0,00%	-7,92%	-15,82%	-6,92%	-31,41%	0,03%	-10,24%	-24,15%	-10,54%	-73,22%
Mali	T.S.K.B. G.M.Y.O.	1.04.2010	2,86%	-12,38%	-9,52%	-32,38%	-19,05%	1,53%	-2,58%	-26,10%	-36,49%	-60,75%
Mali	Euro Trend Y.O.	18.04.2008	21,00%	4,00%	-16,00%	-16,64%	-12,84%	20,76%	13,94%	5,26%	-47,75%	-64,72%
Mali	Tekfen Holding	16.11.2007	5,26%	2,63%	-43,79%	-5,68%	41,17%	5,01%	-0,53%	14,13%	6,58%	14,09%
Mali	Albaraka Türk Katı. Bankası	22.06.2007	20,98%	24,39%	-8,42%	-15,71%	59,14%	19,00%	12,74%	13,99%	4,52%	39,58%
Mali	Sinpaş G.M.Y.O.	15.06.2007	-1,97%	-7,24%	-44,47%	-44,31%	-17,07%	-1,44%	-22,43%	-26,98%	-21,36%	-41,13%
Mali	İş Yatırım	11.05.2007	14,29%	-1,43%	-34,07%	-49,74%	36,26%	13,82%	-2,54%	-26,74%	-23,16%	12,02%
Mali	Halk Bankası	4.05.2007	11,25%	5,62%	-5,00%	-22,85%	68,09%	11,35%	7,33%	1,80%	4,42%	42,94%
Mali	Oyak Y.O.	27.04.2007	-3,64%	-10,91%	-45,45%	-61,82%	-28,18%	-3,06%	-13,20%	-41,79%	-33,19%	-55,39%
Mali	Saf G.M.Y.O.	23.02.2007	21,82%	50,00%	31,36%	-38,10%	44,94%	19,39%	40,01%	18,25%	2,04%	14,92%
Mali	Hub Girişim Ser. Yat. Ortak.	29.11.2006	-1,00%	4,00%	9,10%	-9,38%	56,46%	0,35%	9,08%	-32,63%	30,32%	32,04%
Mali	Euro Yat. Ort.	7.06.2006	1,54%	-19,62%	-34,85%	-38,07%	-45,17%	4,74%	-21,84%	-68,38%	-47,87%	-47,16%
Mali	Artı Yatırım Holding	24.05.2006	16,67%	-7,41%	-14,81%	-43,52%	-41,67%	14,35%	0,25%	-35,90%	-48,01%	-34,70%
Mali	Metal Gayrimenkul	22.05.2006	15,24%	-9,52%	-12,38%	-33,33%	-43,81%	12,92%	-1,86%	-33,46%	-37,83%	-36,85%
Mali	Güler Yatırım Holding	17.05.2006	-0,95%	-7,62%	-30,48%	-52,02%	-36,02%	-6,03%	5,39%	-56,24%	-59,39%	-30,93%
Mali	Asya Katılım Bankası	3.05.2006	21,71%	-1,71%	115,71%	157,14%	36,82%	25,70%	19,75%	113,18%	161,89%	61,23%
Mali	T. Vakıflar Bankası	9.11.2005	14,72%	31,93%	33,21%	63,77%	-49,39%	14,19%	24,56%	23,80%	9,18%	-16,27%
Mali	Kapital Yatırım Holding	29.09.2005	2,73%	-2,73%	-12,59%	-2,24%	-48,24%	6,37%	1,94%	-18,23%	-65,55%	-39,04%
Mali	Genpower Holding	4.07.2005	12,50%	12,50%	-14,48%	36,45%	-39,48%	12,62%	7,94%	-43,62%	-43,33%	-65,21%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Marka Yatırım Holding	2.05.2005	-5,36%	4,46%	-11,61%	42,88%	-18,90%	-4,36%	2,26%	-90,21%	-37,89%	-87,37%
Mali	İş Girişim Srmy. Y.O.	14.10.2004	1,58%	-1,05%	-29,47%	14,21%	-19,61%	1,39%	-4,34%	-71,03%	-64,35%	-162,70%
Mali	Denizbank	23.09.2004	7,13%	-0,52%	172,97%	476,28%	404,24%	8,18%	-4,64%	121,14%	408,08%	257,37%
Mali	Şeker Fin. Kir.	15.07.2004	-3,57%	-17,14%	39,29%	3,57%	-11,47%	-5,05%	-21,09%	-17,40%	-84,25%	-210,07%
Mali	Yeşil Yatırım Holding	2.03.2004	21,55%	55,17%	16,38%	7,31%	-38,07%	22,37%	48,32%	-27,91%	-134,53%	-149,58%
Mali	Atakule G.M.Y.O.	7.02.2002	-2,17%	-39,13%	-47,49%	-10,05%	55,36%	-2,33%	-28,88%	-40,61%	-70,71%	-81,42%
Mali	Egs Fin. Kir.	19.10.2000	0,00%	-40,38%	-74,62%	-74,62%	-74,62%	0,05%	-21,28%	-48,83%	-52,54%	-85,88%
Mali	Rhea Girişim Srmy. Y.O.	29.06.2000	-6,15%	-10,77%	9,23%	3,38%	-30,07%	-7,31%	-5,72%	37,52%	37,44%	-3,07%
Mali	Sınai Yatırım Bankası	25.05.2000	6,45%	-12,90%	-69,03%	-70,18%	-70,18%	2,97%	-2,16%	-38,58%	-34,44%	-40,41%
Mali	Egs Holding	23.03.2000	18,48%	23,91%	-86,95%	-84,46%	-84,46%	25,94%	10,61%	-34,27%	-53,36%	-41,28%
Mali	İş Finansal Kiralama	21.03.2000	21,43%	97,14%	-15,71%	-32,86%	-43,53%	23,33%	88,10%	41,05%	0,09%	1,78%
Mali	Türk Ekonomi Bankası	21.02.2000	9,52%	-4,76%	-37,05%	-27,68%	-34,37%	11,46%	-15,38%	6,66%	1,53%	-8,48%
Mali	Anadolu Hayat Emek.	17.02.2000	19,23%	15,38%	-55,77%	-54,65%	-60,48%	10,27%	-16,01%	-17,83%	-37,68%	-45,20%
Mali	Ağ Anadolu Grubu Holding	10.02.2000	5,66%	-22,64%	-51,42%	-45,92%	-37,97%	8,77%	-35,32%	-15,64%	-18,42%	-9,35%
Mali	Nurol G.M.Y.O.	9.12.1999	22,00%	104,00%	56,00%	94,00%	30,00%	17,89%	45,59%	77,90%	88,22%	21,85%
Mali	Yeşil G.M.Y.O.	7.12.1999	23,17%	117,07%	-23,17%	7,93%	179,88%	29,73%	69,06%	3,25%	9,08%	178,82%
Mali	İş G.M.Y.O.	1.12.1999	23,21%	182,14%	98,40%	49,28%	26,31%	18,27%	121,35%	98,91%	20,71%	-2,67%
Mali	Gsd Holding	4.11.1999	10,00%	15,00%	184,38%	5,75%	-18,29%	8,24%	-29,82%	110,08%	-21,56%	-79,61%
Mali	Yatırım Finansman Y.O.	29.09.1999	1,61%	16,13%	128,63%	59,68%	105,98%	-0,12%	-6,38%	14,62%	29,16%	52,56%
Mali	Inveo Yatırım Holding	13.04.1999	25,00%	47,50%	255,00%	160,00%	230,00%	19,68%	17,50%	-67,15%	44,43%	49,13%
Mali	Metro Yatırım Ortaklığı	12.01.1999	7,50%	-12,00%	560,00%	398,75%	512,50%	6,20%	-73,52%	-87,83%	52,78%	78,18%
Mali	Alfa Menkul Değ.	29.09.1998	-5,26%	-17,11%	-13,16%	735,42%	116,14%	2,68%	-14,02%	-176,24%	334,53%	-124,96%
Mali	Işıklar En. Ve Yapı Holding	6.08.1998	-9,41%	1,18%	-22,79%	291,18%	-17,90%	-2,58%	35,66%	-85,57%	16,94%	-173,19%
Mali	Doğan Yayın Holding	29.07.1998	0,00%	-44,44%	-7,64%	456,01%	30,92%	2,21%	-10,78%	-48,54%	209,30%	-117,22%
Mali	Egeli & Co. Yatırım Holding	25.06.1998	-2,00%	-10,00%	-33,60%	52,00%	18,00%	-6,07%	-14,78%	-51,44%	-198,69%	-161,12%
Mali	Toprakbank	18.06.1998	21,43%	5,71%	14,29%	101,43%	54,29%	23,43%	-5,85%	-17,21%	-153,19%	-119,55%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Yapı Kredi Koray G.M.Y.O.	11.06.1998	22,35%	61,76%	-2,35%	257,59%	-16,84%	23,08%	67,23%	-35,10%	-54,46%	-196,03%
Mali	Metro Holding	5.03.1998	-2,17%	-4,35%	-26,96%	115,22%	28,26%	-1,45%	1,12%	-59,70%	-196,83%	-150,93%
Mali	Doğuş G.M.Y.O.	19.03.1998	8,15%	24,44%	-16,00%	189,85%	-15,07%	14,49%	19,84%	-35,75%	-204,95%	-194,71%
Mali	Egs G.M.Y.O.	12.03.1998	7,14%	-14,29%	-27,64%	218,56%	143,81%	5,45%	-26,86%	-5,45%	-120,62%	-61,24%
Mali	Efes Holding	10.02.1998	-8,24%	-29,41%	-61,37%	58,31%	-36,65%	-9,93%	-41,98%	-39,18%	-280,87%	-241,70%
Mali	Creditwest Faktoring	11.12.1997	10,26%	-21,79%	-48,72%	-35,90%	9,80%	10,41%	-15,48%	-29,36%	-161,04%	-343,78%
Mali	Toprak Fin. Kir.	22.10.1997	17,31%	5,77%	15,10%	154,08%	573,47%	16,80%	5,12%	48,89%	56,91%	262,75%
Mali	Ata G.M.Y.O.	1.10.1997	8,33%	-12,50%	187,50%	53,16%	417,72%	7,98%	-46,51%	152,07%	-114,32%	-156,79%
Mali	Mazhar Zorlu Hol.	17.09.1997	13,89%	4,17%	76,89%	143,92%	489,34%	11,56%	-19,67%	2,18%	-56,97%	-72,63%
Mali	Ray Sigorta	17.07.1997	14,81%	-1,85%	254,61%	349,17%	1034,9%	16,97%	-6,31%	123,89%	199,44%	400,45%
Mali	Sabancı Holding	2.07.1997	21,67%	146,67%	358,33%	737,44%	214,04%	17,59%	141,89%	340,49%	486,74%	34,92%
Mali	Şekerbank	3.04.1997	12,73%	0,00%	-31,64%	51,28%	-14,53%	9,77%	-26,53%	-67,82%	-320,03%	-147,97%
Mali	Vakıf G.M.Y.O.	24.12.1996	8,75%	87,50%	671,50%	200,99%	1960,5%	10,22%	48,82%	475,40%	88,72%	487,35%
Mali	Alarko G.M.Y.O.	19.12.1996	8,54%	21,95%	173,17%	80,49%	723,17%	6,58%	-42,51%	-80,46%	-85,72%	-735,28%
Mali	Garanti Y.O.	7.11.1996	-2,38%	-20,00%	118,51%	27,91%	179,79%	-3,15%	-34,25%	-140,34%	-136,50%	-729,28%
Mali	Ral Yatırım Holding	17.10.1996	11,54%	19,23%	38,67%	190,99%	-29,04%	10,00%	7,90%	-190,98%	24,55%	-724,48%
Mali	Alternatif Y.O.	19.08.1996	0,00%	-6,90%	-8,11%	-22,75%	52,17%	1,95%	-21,33%	-221,13%	-335,87%	-658,28%
Mali	Avrasya G.M.Y.O.	27.06.1996	20,00%	-32,00%	198,53%	336,34%	163,84%	18,63%	-21,26%	35,08%	-184,86%	-408,55%
Mali	Finans Y.O.	15.04.1996	-2,08%	-25,00%	68,75%	176,95%	93,87%	1,25%	-20,36%	-62,11%	-380,97%	-582,83%
Mali	İş Y.O.	1.04.1996	23,21%	12,50%	281,90%	334,38%	332,56%	26,11%	20,36%	162,84%	-111,07%	-188,37%
Mali	Deniz G.M.Y.O.	23.10.1995	-11,00%	-38,00%	-39,00%	382,73%	352,56%	-9,70%	-20,96%	-116,52%	-93,57%	-13,23%
Mali	Yapı Kredi B Tipi Y.O.	11.09.1995	22,50%	-15,00%	15,00%	334,93%	226,41%	23,33%	-2,34%	-55,86%	-287,69%	-137,59%
Mali	Alternatifbank	22.06.1995	-14,29%	-27,14%	-10,00%	229,14%	427,65%	-10,69%	-30,68%	-60,30%	-67,27%	-402,21%
Mali	Nergis Holding	8.06.1995	-7,14%	-17,14%	-23,61%	58,73%	946,76%	-5,52%	-13,59%	-51,97%	-162,71%	290,02%
Mali	Unico Sigorta	8.06.1995	0,00%	-21,82%	-9,13%	141,17%	140,49%	0,74%	-12,01%	-39,71%	-76,05%	-533,64%
Mali	Aksigorta	23.11.1994	12,22%	-20,00%	-25,93%	166,79%	1317,9%	13,91%	-13,20%	-69,64%	-55,47%	399,53%

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Mali	Türkiye Sığorta	14.11.1994	2,94%	-14,71%	12,94%	174,44%	850,18%	1,75%	-15,92%	-29,49%	-61,52%	-115,74%
Mali	Yapı Kredi Sığorta	19.10.1994	10,00%	17,50%	62,86%	252,00%	494,29%	8,84%	5,57%	-9,99%	23,89%	-567,98%
Mali	İhlas Holding	7.02.1994	-10,00%	-59,00%	465,17%	471,96%	838,45%	-10,02%	-108,3%	341,72%	147,68%	-109,98%
Mali	Atlas Y.O.	25.01.1994	-10,71%	-31,43%	153,57%	222,29%	476,22%	-3,33%	-19,17%	73,79%	-56,42%	-418,87%
Mali	Garanti Faktoring	29.11.1993	10,00%	142,86%	88,35%	3,59%	177,75%	8,99%	107,19%	41,71%	-111,49%	-215,96%
Mali	Usaş Yatırımlar Holding	20.10.1993	10,94%	131,25%	865,93%	1030,3%	1916,0%	12,69%	111,18%	793,21%	797,71%	1440,5%
Mali	Anadolu Sigorta	11.10.1993	8,70%	56,52%	28,92%	140,25%	331,00%	10,45%	36,45%	-43,80%	-92,31%	-144,53%
Mali	Factofinans	11.10.1993	10,00%	139,29%	0,00%	0,23%	484,95%	11,76%	119,22%	-72,72%	-232,32%	9,42%
Mali	Qnb Finans Finansal Kiralama	28.09.1993	10,00%	11,11%	-14,31%	60,30%	167,24%	12,34%	21,93%	-79,20%	-119,31%	-204,93%
Mali	Doğan Holding	14.06.1993	11,54%	67,31%	119,31%	1184,79	840,72%	5,04%	70,12%	26,26%	788,48%	283,49%

Ek 8 Teknoloji Sektörü Kısa ve Uzun Dönem Getiriler

Sektör	Şirket Adı	Halka Arz tarihi	İlk Gün Ham	1. Ay Ham	12. Ay Ham	24. Ay Ham	36. Ay Ham	İlk Gün Aşırı	1. Ay Aşırı	12. Ay Aşırı	24. Ay Aşırı	36. Ay Aşırı
Teknoloji	Kontrolmatik Tek.	12.10.2020	10,00%	144,6%	0,00%	0,00%	0,00%	8,94%	134,6%	0,00%	0,00%	0,00%
Teknoloji	Ard Grup Bilişim Tek.	29.01.2020	20,00%	191,3%	1019,7%	0,00%	0,00%	20,03%	201,7%	994,89%	0,00%	0,00%
Teknoloji	Fonet Bılgı Tek.	28.04.2017	6,29%	59,14%	9,43%	68,86%	480,32%	7,16%	53,81%	0,12%	68,77%	475,01%
Teknoloji	Kron Telekomünik.	18.05.2011	3,64%	16,06%	-17,58%	-42,73%	-34,77%	5,75%	18,89%	-3,54%	-84,75%	-56,38%
Teknoloji	Despec Bilgisayar	26.11.2010	1,54%	13,57%	-39,94%	-28,26%	-40,64%	1,79%	12,25%	-18,76%	-40,59%	-48,75%
Teknoloji	Karel Elektronik	12.10.2006	-1,83%	-10,55%	-15,23%	-74,49%	-15,71%	-1,38%	-6,84%	-54,56%	-41,69%	-43,90%
Teknoloji	Armada Bilgisayar	8.06.2006	13,00%	12,00%	4,93%	-38,97%	-22,91%	16,57%	3,39%	-33,94%	-49,37%	-33,84%
Teknoloji	Datagate Bilgisayar	2.02.2006	21,71%	54,29%	-18,62%	4,94%	-59,77%	20,23%	57,90%	-14,24%	9,83%	-18,63%
Teknoloji	İndeks Bilgisayar	17.06.2004	-0,56%	-8,89%	-17,03%	2,81%	34,46%	-0,96%	-21,28%	-77,75%	-94,17%	-137,3%
Teknoloji	Arena Bilgisayar	26.10.2000	8,06%	-67,74%	-78,71%	-74,52%	-80,16%	4,96%	-24,41%	-50,23%	-47,09%	-92,05%
Teknoloji	Link Bilgisayar	19.10.2000	23,53%	-33,33%	-54,79%	43,00%	-46,38%	23,58%	-14,23%	-29,00%	65,07%	-57,64%
Teknoloji	Escort Computer	13.07.2000	1,06%	5,32%	-65,53%	-58,51%	-59,40%	3,44%	5,63%	-38,69%	-37,62%	-41,41%
Teknoloji	Turkcell	3.07.2000	5,68%	0,00%	-75,02%	-65,03%	-64,17%	11,11%	10,52%	-33,74%	-25,49%	-34,48%
Teknoloji	Logo Yazılım	1.05.2000	22,41%	134,4%	-28,69%	-28,69%	-26,75%	26,51%	142,3%	0,94%	4,32%	13,63%

Ek: 9 Regresyon Modelleri ve İstatistik Sonuçlar Tabloları

Ek: 9.1 Ham Getiri İlk Gün

Ham getiri ilk gün için oluşturulan ikinci model, ilk modelde beta katsayısı sıfırdan farklı ve P-değeri görece olarak düşük açıklayıcı değişkenlerin olduğu modeldir ve sonuçları Tablo 1’de verilmiştir. Denkleme toplam 4 açıklayıcı değişken girmiştir. Bunlar, ham getiri t-1 yıl, endeks getiri gün1, halka açılma oranı ve mali durum değişkenleridir.

Ek 9 Tablo 1 İlk Gün Ham Getiri 4 Değişkenli Regresyon Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,1015			
R Kare		0,0103			
Ayarlı R Kare	-	0,0013			
Standart Hata		0,1027			
Gözlem		347			
F		0,8897			
Anlamlılık F		0,4702			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,0780	0,0232	3,3581	0,0009
Ham Getiri T-1 Yıl		0,0762	0,1338	0,5699	0,5691
Endeks Getiri Gün1		0,2862	0,2084	1,3733	0,1706
Halka Açılma Oranları	-	0,0060	0,0317	0,1898	0,8496
Mali Durum	-	0,0124	0,0131	0,9488	0,3434

Beta katsayıları sıfırdan farklı değişkenlerle oluşturulan yeni modelde de açıklama gücü düşüktür. Açıklayıcı değişkenler sabit terim dışında istatistiki olarak anlamlı değildir. Ancak, çok açıklayıcı değişkenli modelde ilk halka arzların bir önceki yıl ilk gün getirileri ile negatif yönlü bir ilişki görünürken, kısa modelde bu ilişki beklentilerimiz doğrultusunda pozitif dönmüştür. Denkleme endeks getiri gün1 pozitif, halka açılma oranı ve mali durum değişkenleri ise negatif katsayı almıştır.

Ek: 9.2 Aşırı Getiri İlk Gün Model 2

Aşırı getiri ilk gün için de oluşturulan ikinci model, ilk modelde beta katsayısı sıfırdan farklı ve P-değeri görece olarak düşük açıklayıcı değişkenlerin olduğu modeldir ve sonuçları Tablo 2’de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 2 İlk Gün Aşırı Getiri 4 Değişkenli Regresyon Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>	
Çoklu R	0,1863
R Kare	0,0347
Ayarlı R Kare	0,0234
Standart Hata	0,1027
Gözlem	347
F	3,0740
Anlamlılık F	0,0165

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0782	0,0239	3,2712	0,0012
A. Getiri T-1 Yıl	0,0769	0,1547	0,4974	0,6192
Endeks Getiri Gun1	- 0,7148	0,2085	- 3,4277	0,0007
Halka Açılma Oranları	- 0,0070	0,0315	- 0,2219	0,8245
Mali Durum	- 0,0124	0,0131	- 0,9466	0,3445

Açıklayıcı değişken sayısı düşürülerek oluşturulan yeni modelde de denklemin açıklama gücü düşüktür. Sabit terim ve endeks getirisi dışındaki açıklayıcı değişkenler istatistiki olarak anlamsızdır. Modelin DW katsayısı 2,01’dir.

Ek : 9. 3 İlk Gün Aşırı Getiri 1993-2004

İnceleme dönemimiz 1993-2004 ve 2005-2020 olmak üzere iki alt bölüme ayrılmış ve her bir alt bölüm için ayrı ayrı modeller oluşturulmuştur. 1993-2004 döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 174 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 3’te verilmiştir.

Ek 9. Tablo 3 İlk Gün A. Getiri 13 Değişkenli Reg. Modeli 1993-2004

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,2813			
R Kare		0,0791			
Ayarlı R Kare		0,0043			
Standart Hata		0,1128			
Gözlem		174			
F		1,0573			
Anlamlılık F		0,4002			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,2740	0,1067	2,5677	0,0112
A. Getiri T-1 Yıl	-	0,8245	0,9365	0,8804	0,3800
Endeks Getiri Gun1	-	0,6929	0,2685	2,5807	0,0108
Halka Açılma Oranları		0,0061	0,0521	0,1172	0,9068
Mali Durum	-	0,0240	0,0204	1,1786	0,2403
Enflasyon Oranı %		0,0005	0,0008	0,6409	0,5225
Sermaye Artırımı Kukla		0,0007	0,0202	0,0339	0,9730
Mevduat Faiz Oranları %	-	0,0014	0,0014	1,0053	0,3163
Halka Arz Fiyatı		0,0048	0,0062	0,7695	0,4428
Halka Arz Sayısı	-	0,0006	0,0033	0,1829	0,8551
Toplam Yıllık Halka Arz \$		0,0000	0,0000	1,6428	0,1024
Toplam \$	-	0,0000	0,0000	0,3082	0,7584
Yurtdışı Kurumsal		0,0001	0,0004	0,3587	0,7203
Ortalama Halka Arz Tutarı \$	-	0,0000	0,0000	1,4034	0,1624

Oluşturulan modelin açıklama gücü çok düşüktür. Sabit terim ve endeks getiri gün1 dışındaki değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Ek : 9.4 İlk Gün Aşırı Getiri 2005-2020

2005-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 173 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 4'tedir.

Ek 9 Tablo 4 İlk Gün A. Getiri 13 Değişkenli Reg. Modeli 2005-2020

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,2637			
R Kare		0,0696			
Ayarlı R Kare	-	0,0065			
Standart Hata		0,0935			
Gözlem		173			
F		0,9143			
Anlamlılık F		0,5397			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,0725	0,0571	1,2690	0,2063
A. Getiri T-1 Yıl		0,0805	0,2988	0,2694	0,7880
Endeks Getiri Gun1	-	0,9669	0,4222	2,2900	0,0233
Halka Açılma Oranları	-	0,0643	0,0507	1,2683	0,2066
Mali Durum	-	0,0010	0,0193	0,0514	0,9591
Enflasyon Oranı %	-	0,0008	0,0041	0,1902	0,8494
Sermaye Artırımı Kukla	-	0,0116	0,0199	0,5819	0,5615
Mevduat Faiz Oranları %		0,0023	0,0025	0,9076	0,3655
Halka Arz Fiyatı	-	0,0003	0,0017	0,1625	0,8711
Halka Arz Sayısı	-	0,0005	0,0013	0,3974	0,6916
Toplam Yıllık Halka Arz \$	-	0,0000	0,0000	0,1053	0,9163
Toplam \$	-	0,0000	0,0000	1,1204	0,2642
Yurtdışı Kurumsal	-	0,0002	0,0004	0,5086	0,6117
Ortalama Halka Arz Tutarı \$		0,0000	0,0000	1,0102	0,3139

Oluşturulan modelin açıklama gücü yine çok düşüktür. Endeks getiri gün1 dışındaki değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Ek : 9.5 İlk Gün Aşırı Getiri Halka Arz Büyüklüğü 50 milyon US dolar ve Üstü Grubu

Halka arz büyüklükleri 3 farklı gruba bölünerek her bir grup için ilk gün hisse fiyat performansının farklılaşıp farklılaşmadığı araştırılmıştır. İlk grup 50 Milyon US dolar üstü halka arz büyüklüğüne sahip gruptur. Önce tüm değişkenlerle model çalıştırılmış sonra tüm açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan modelden beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın olanlar çıkartılarak yeni model oluşturulmuştur. Halka arz büyüklüğü ile ilk gün getirilerini açıklama imkânı arasında doğrusal bir ilişki beklemekteyiz. Yani büyük tutarlı halka arzlarda, mevcut değişkenlerimizin ilk gün getirisini açıklamakta daha etkili olacağı beklentisine sahibiz. İlk gün aşırı getiri için oluşan model ve sonuçları şöyledir:

Ek 9 Tablo 5 İlk Gün A. Getiri Büyük Halka Arzlar 8 Değişkenli Reg.

Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,4226
R Kare	0,1786
Ayarlı R Kare	0,0445
Standart Hata	0,0883
Gözlem	58
F	1,3315
Anlamlılık F	0,2506

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0835	0,0695	1,2001	0,2359
A. Getiri T-1 Yıl	0,1041	0,3146	0,3308	0,7422
Endeks Getiri Gun1	- 1,0874	0,5393	- 2,0163	0,0493
Halka Açılma Oranları	- 0,1486	0,1205	- 1,2333	0,2233
Mali Durum	0,0380	0,0512	0,7435	0,4607
Enflasyon Oranı %	0,0034	0,0021	1,5766	0,1213
Sermaye Artırımı Kukla	0,0043	0,0260	0,1644	0,8701
Mevduat Faiz Oranları %	- 0,0024	0,0019	- 1,2383	0,2215
Halka Arz Sayısı	- 0,0026	0,0016	- 1,6053	0,1149

Oluşturulan modelin açıklama gücü yoktur. Endeks getiri gün1 istatistiki olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir

Ek : 9.6 İlk Gün Aşırı Getiri Halka Arz Büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon dolar Arası Grubu

Orta büyüklükteki halka arzlar için, hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirisini açıklamaya yönelik oluşan model ve regresyon çıktıları tablo 6'da verilmiştir.

Ek 9 Tablo 6 İlk Gün A. Getiri Orta B. Halka Arzlar 5 Değişkenli Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,2918				
R Kare	0,0851				
Ayarlı R Kare	0,0354				
Standart Hata	0,1012				
Gözlem	98				
F	1,7121				
Anlamlılık F	0,1396				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	0,0021	0,0499	0,0430	0,9658	
A. Getiri T-1 Yıl	0,3108	0,2413	1,2879	0,2010	
Endeks Getiri Gun1	- 0,8685	0,4448	- 1,9526	0,0539	
Halka Açılma Oranları	0,1285	0,0975	1,3180	0,1908	
Mali Durum	0,0111	0,0264	0,4211	0,6746	
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0363	0,0251	- 1,4497	0,1505	

Orta büyüklükteki halka arzlar için de oluşturulan modelin açıklama gücü yoktur. Katsayısı sıfırdan farklı değişken sayısı 5'tir. Endeksin getirisi ve sermaye artırımını ters, bir önceki yılın halka arzlarının getirisi, halka açılma oranı ve mali durum doğrusal yönlü etkileşim içindedir. İlk gün endeks getirisi %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. Halka arzın sermaye artırımını yoluyla yapılması büyük tutarlı halka arzlarda pozitif katsayıyken, bu grup halka arzlarda negatif katsayılı çıkmıştır. Bu grup halka arzlarda ortak satışı seçeneği ilk gün getirisini yükseltmektedir. Benzer durum halka açılma oranları içinde söz konusudur. Halka açılma oranı yükseldikçe, büyük tutarlı halka arzlarda ilk gün getirisi düşerken, bu grupta halka açılma oranı tercih edilir bir durumdur ve oran arttıkça ilk gün getirisi de yükselmektedir.

Ek : 9.7 İlk Gün Aşırı Getiri Halka Arz Büyüklüğü 9,9 milyon US dolar altı

Grubu

Halka arz büyüklüğü küçük tutardaki ilk halka arzların grubunda ilk gün aşırı getiriyi açıklamaya yönelik oluşturulan model ve regresyon çıktıları tablo 7’de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 7 İlk Gün A. Getiri Küçük Halka Arz 7 Değişkenli Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,2673
R Kare	0,0715
Ayarlı R Kare	0,0360
Standart Hata	0,1046
Gözlem	191
F	2,0122
Anlamlılık F	0,0557

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,1609	0,0393	4,0929	0,0001
A. Getiri T-1 Yıl	0,1468	0,2703	0,5431	0,5877
Endeks Getiri Gun1	- 0,6501	0,2687	- 2,4191	0,0165
Halka Açılma Oranları	- 0,0490	0,0384	- 1,2749	0,2039
Mali Durum	- 0,0303	0,0168	- 1,8060	0,0726
Sermaye Artırımı Kukla	0,0096	0,0194	0,4960	0,6205
Halka Arz Sayısı	- 0,0018	0,0011	- 1,6842	0,0938
Halka Arz Fiyatı	- 0,0072	0,0054	- 1,3172	0,1894

Modelin yine açıklama gücü yoktur. Endeks getirisi %95, mali durum ve halka arz sayısı %90 oranında, sabit terimle birlikte istatistiki olarak anlamlıdır.

Ek : 9.8 İlk Gün Aşırı Getiri Sanayi Sektörü

1993-2020 döneminde sanayi sektöründe ilk halka arzı yapılan toplam 130 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 8’de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 8 İlk Gün A. Getiri Sanayi Sektörü 6 Değişkenli Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>	
Çoklu R	0,2964
R Kare	0,0879
Ayarlı R Kare	0,0434
Standart Hata	0,0977
Gözlem	130
F	1,9745
Anlamlılık F	0,0743

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,1296	0,0454	2,8533	0,0051
A. Getiri T-1 Yıl	- 0,2037	0,3140	- 0,6487	0,5178
Endeks Getiri Gun1	- 0,8380	0,3245	- 2,5820	0,0110
Halka Açılma Oranları	- 0,1757	0,0827	- 2,1230	0,0358
Mali Durum	0,0085	0,0196	0,4302	0,6678
Halka Arz Sayısı	- 0,0010	0,0013	- 0,7583	0,4497
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0024	0,0221	- 0,1089	0,9134

Sanayi sektöründe ilk halkı arzı yapılan şirketlerin tüm açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan modelle testi yapılmış, beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın değişkenler denklemden çıkartılmıştır. Oluşturulan yeni modelin açıklama gücü yine düşüktür.

Ek : 9.9 İlk Gün Aşırı Getiri Hizmet Sektörü

1993-2020 döneminde hizmet sektöründe ilk halka arzı yapılan toplam 85 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 9'da verilmiştir.

Ek : 9 Tablo 9 İlk Gün A. Getiri Hizmet Sektörü 8 Değişkenli Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,4010			
R Kare		0,1608			
Ayarlı R Kare		0,0725			
Standart Hata		0,1043			
Gözlem			85		
F		1,8204			
Anlamlılık F		0,0861			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,1942	0,0641	3,0272	0,0034
A. Getiri T-1 Yıl		0,1624	0,3090	0,5255	0,6007
Endeks Getiri Gun1	-	1,7464	0,5786	- 3,0183	0,0035
Halka Açılma Oranları	-	0,0278	0,0758	- 0,3668	0,7148
Mali Durum	-	0,0560	0,0319	- 1,7540	0,0835
Enflasyon Oranı %		0,0004	0,0011	0,3707	0,7119
Sermaye Artırımı Kukla	-	0,0433	0,0305	- 1,4223	0,1590
TL Mevduat Faiz Oranı	-	0,0009	0,0012	- 0,8119	0,4194
Halka Arz Fiyatı	-	0,0056	0,0038	- 1,4930	0,1396

Hizmet sektöründe ilk halkı arzı yapılan şirketlerin tüm açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan modelle testi yapılmış, beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın değişkenler denklemden çıkartılmıştır.

Ek : 9.10 İlk Gün Aşırı Getiri Mali Sektör

1993-2020 döneminde mali sektörde ilk halka arzı yapılan toplam 118 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 10'da verilmiştir.

Ek 9 Tablo 10 İlk Gün A. Getiri Mali Sektör 5 Değişkenli Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		19,23%			
R Kare		3,70%			
Ayarlı R Kare		-0,60%			
Standart Hata		10,02%			
Gözlem			118		
F		0,8599			
Anlamlılık F		0,5106			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,0295	0,0461	0,6389	0,5242
A. Getiri T-1 Yıl		0,5037	0,2727	1,8472	0,0674
Endeks Getiri Gun1	-	0,2772	0,3575	- 0,7755	0,4397
Halka Açılma Oranları		0,0271	0,0390	0,6942	0,4890
Mali Durum	-	0,0076	0,0257	- 0,2956	0,7681
Sermaye Artırımı Kukla		0,0097	0,0198	0,4907	0,6246

Mali sektörde ilk halkı arzı yapılan şirketlerin tüm açıklayıcı değişkenlerle oluşturulan modelle testi yapılmış, beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın değişkenler denklemden çıkartılmıştır.

Ek : 9.11 İlk Gün Aşırı Getiri Teknoloji Sektörü

1993-2020 döneminde teknoloji sektöründe ilk halka arzı yapılan toplam 14 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 11’de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 11 İlk Gün A. Getiri Teknoloji Sektörü 8 Değişkenli Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,8688
R Kare	0,7548
Ayarlı R Kare	0,3624
Standart Hata	0,0737
Gözlem	14
F	1,9236
Anlamlılık F	0,2442

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	- 0,0431	0,1325	- 0,3253	0,7581
A. Getiri T-1 Yıl	- 0,0437	0,8287	- 0,0528	0,9600
Endeks Getiri Gun1	- 2,9280	1,9450	- 1,5054	0,1926
Halka Açılma Oranları	- 0,3723	0,8211	- 0,4534	0,6692
Mali Durum	0,1495	0,0846	1,7671	0,1375
Enflasyon Oranı %	0,0021	0,0036	0,5885	0,5818
Sermaye Artırımı Kukla	0,0949	0,2199	0,4314	0,6842
TL Mevduat Faiz Oranı	- 0,0029	0,0038	- 0,7733	0,4743
Halka Arz Fiyatı	- 0,0031	0,0267	- 0,1166	0,9117

Ek : 9.12 İlk Gün Aşırı Getiri Yıldız Pazar

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen yıldız pazarda işlem gören toplam 80 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 12’dedir.

Ek 9 Tablo 93 İlk Gün A. Getiri Yıldız Pazar 7 Değişkenli Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,3929
R Kare	0,1544
Ayarlı R Kare	0,0722
Standart Hata	0,0929
Gözlem	80
F	1,8780
Anlamlılık F	0,0857

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95
Sabit Terim	0,0236	0,0532	0,4444	0,6581	- 0,0823
A. Getiri T-1 Yıl	0,3633	0,3424	1,0610	0,2922	- 0,3193
Endeks Getiri Gun1	- 1,1083	0,4783	- 2,3172	0,0233	- 2,0617
Halka Açılma Oranları	0,1010	0,1197	0,8442	0,4014	- 0,1375
Enflasyon Oranı %	0,0007	0,0003	2,1974	0,0312	0,0001
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0258	0,0228	- 1,1281	0,2630	- 0,0713
Halka Arz Fiyatı	- 0,0013	0,0022	- 0,6201	0,5371	- 0,0057
Halka Arz Sayısı	- 0,0008	0,0014	- 0,5401	0,5908	- 0,0036

Ek : 9.13 İlk Gün Aşırı Getiri Ana Pazar

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen ana pazarda işlem gören toplam 13 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı şöyledir:

Ek 9 Tablo 13 İlk Gün A. Getiri Ana Pazar 3 Değişkenli Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,2316
R Kare	0,0537
Ayarlı R Kare	0,0302
Standart Hata	0,1071
Gözlem	125
F	2,2866
Anlamlılık F	0,0821

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri
Sabit Terim	0,0819	0,0281	2,9146	0,0042
A. Getiri T-1 Yıl	- 0,0887	0,2757	- 0,3218	0,7481
Endeks Getiri Gun1	- 1,1085	0,4236	- 2,6170	0,0100
Halka Açılma Oranları	- 0,0287	0,0578	- 0,4974	0,6198

Ek : 9.14 İlk Gün Aşırı Getiri Alt Pazar

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen alt pazarda işlem gören toplam 35 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 14'tedir.

Ek 9 Tablo 944 İlk Gün A. Getiri Alt Pazar 5 Değişkenli Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,3763			
R Kare		0,1416			
Ayarlı R Kare	-	0,0064			
Standart Hata		0,0960			
Gözlem		35			
F		0,9568			
Anlamlılık F		0,4601			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,0141	0,0724	0,1951	0,8466
A. Getiri T-1 Yıl		0,6830	0,5893	1,1590	0,2559
Endeks Getiri Gun1		0,1262	0,6653	0,1897	0,8508
Halka Açılma Oranları	-	0,0082	0,0662	0,1245	0,9018
Sermaye Artırımı Kukla		0,0450	0,0366	1,2265	0,2299
Halka Arz Fiyatı	-	0,0099	0,0080	1,2365	0,2262

1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen ve halen alt pazarda işlem gören hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan regresyon modelinde, önce tüm değişkenlerle model test edilmiş ve beta katsayısı sıfır veya sıfıra çok yakın olan değişkenler denklemden çıkartılmıştır. Sonuç olarak toplam 5 değişkenle yeni bir model oluşturulmuştur. Denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak halen anlamsızdır. Aynı şekilde açıklayıcı değişkenlerde tek tek istatistiki olarak anlamlı değildir.

Ek : 9.15 İlk Gün Aşırı Getiri Diğer Şirketler

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen yıldız, ana veya alt Pazar dışında işlem gören veya borsa kotundan çıkmış veya çıkartılmış toplam 107 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı şöyledir:

(Tablo 15)

Ek 9 Tablo 15 İlk Gün A. Getiri Diğer Kategori 5 Değişkenli Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,2246
R Kare	0,0504
Ayarlı R Kare	0,0034
Standart Hata	0,1071
Gözlem	107
F	1,0732
Anlamlılık F	0,3798

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,1172	0,0564	2,0769	0,0403
A. Getiri T-1 Yıl	- 0,1405	0,3263	- 0,4306	0,6677
Endeks Getiri Gün1	- 0,5828	0,3194	- 1,8244	0,0710
Halka Açılma Oranları	0,0222	0,0594	0,3743	0,7090
Mali Durum	- 0,0207	0,0248	- 0,8348	0,4058
Sermaye Artırımı Kukla	- 0,0167	0,0242	- 0,6912	0,4910

1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen ve halen yıldız, ana veya alt Pazar dışında işlem gören veya borsa kotundan çıkmış veya çıkartılmış hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan regresyon modelinde, toplam 5 değişken yer almıştır. Denklem açıklama gücü istatistiksel olarak halen anlamsızdır. Sabit terim %95 ve endeks getiri gün1 %90 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Açıklayıcı değişkenlerin katsayıları incelendiğinde: Bir önceki yıl halka arzların getirisinin, endeks getirisinin, mali durum ve sermaye artırımı değişkenlerinin beta katsayılarının sıfırdan farklı olduğunu ve ilk gün fiyat performansına negatif etki yaptığını, buna karşın halka açılma oranının pozitif katsayılı olduğunu görüyoruz.

Ek : 9.16 İlk Gün Aşırı Getiri Mali Durumu Sorunsuz Şirketler

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve halen yıldız, ana veya alt Pazarda işlem gören toplam 266 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 16'tadır.

Ek 9 Tablo 16 İlk Gün A. Getiri MD Sorunsuz Şirketler 3 Değişkenli Reg. Mod.

<i>Regresyon İstatistikleri</i>				
Çoklu R		0,1549		
R Kare		0,0240		
Ayarlı R Kare		0,0128		
Standart Hata		0,1026		
Gözlem		266		
F		2,1458		
Anlamlılık F		0,0949		

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0694	0,0193	3,5884	0,0004
A. Getiri T-1 Yıl	0,0544	0,1718	0,3165	0,7519
Endeks Getiri Gun1 -	0,6840	0,2719	- 2,5154	0,0125
Halka Açılma Oranları -	0,0131	0,0356	- 0,3671	0,7138

Ek : 9.17 İlk Gün Aşırı Getiri Mali Durumu Sorunlu Şirketler

1993-2020 döneminde ilk halka arzı yapılan ve mali durumu bozulduğu için borsa kotundan çıkartılan veya yakın izleme pazarı ile piyasa öncesi işlem platformunda işlem gören toplam 81 şirketin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya yönelik oluşturulan modelin regresyon çıktısı tablo 17'dedir.

Ek 9 Tablo 17 İlk Gün A. Getiri MD Sorunlu Şirketler 4 Değişkenli Reg. Mod.

<i>Regresyon İstatistikleri</i>				
Çoklu R		0,2652		
R Kare		0,0703		
Ayarlı R Kare		0,0214		
Standart Hata		0,1051		
Gözlem		81		
F		1,4371		
Anlamlılık F		0,2299		

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,0529	0,0478	1,1078	0,2715
A. Getiri T-1 Yıl	0,1769	0,3639	0,4862	0,6282
Endeks Getiri Gun1 -	0,7658	0,3348	- 2,2870	0,0250
Halka Açılma Oranları	0,0096	0,0717	0,1346	0,8933
Sermaye Artırımı Kukla -	0,0155	0,0294	- 0,5263	0,6002

1993-2020 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen ve mali durumu bozulduğu için borsa kotundan çıkartılan veya yakın izleme pazarı ile piyasa öncesi işlem

platformunda işlem gören hisse senetlerinin ilk gün aşırı getirilerini açıklamaya çalışan regresyon modelinde, toplam 4 değişkenin beta katsayıları sıfırdan farklı çıkmıştır. Denklemin açıklama gücü istatistiksel olarak halen anlamsızdır

Ek : 9.18 Uzun Dönem 36. Ay Satın Al ve Tut Aşırı Getiri: 1993-2004

1993-2004 alt döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 174 hisse senedinin uzun dönemli performansını ölçmek amacıyla oluşturulan modelin sonuçları şöyledir: (Tablo 18)

Ek 9 Tablo 18 Uzun Dönem A. Getiri 10 Değişken Reg. Modeli 1993-2004

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,5965			
R Kare		0,3558			
Ayarlı R Kare		0,3163			
Standart Hata		5,3377			
Gözlem		174			
F		9,0032			
Anlamlılık F		0,0000			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	-	1,0399	1,7729	0,5866	0,5583
Ham getiri gun1		2,4651	3,7193	0,6628	0,5084
Endeks getiri ay36	-	0,1819	0,1152	1,5797	0,1161
Toplam Halka Arz \$		0,0000	0,0000	0,5322	0,5953
Yurtdışı Kurumsal		0,0004	0,0159	0,0243	0,9807
Halka Açılma Oranları		0,3061	2,4622	0,1243	0,9012
Halka Arz Yöntemi	-	2,3886	1,4598	1,6363	0,1037
Mali Durum		0,6846	0,9945	0,6884	0,4922
A. getiri ay12		1,1923	0,3728	3,1984	0,0017
A. getiri ay24		0,8692	0,2072	4,1945	0,0000
Pazar		0,0620	1,0681	0,0580	0,9538

Modelin açıklama gücü %31,6'dır. A. Getiri ay12 ve ay24 istatistiki olarak anlamlı açıklayıcı değişkenlerdir. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı olmamakla birlikte F testine bakarsak model bir bütün olarak istatistiki olarak anlamlıdır. Toplam ilk halka arz büyüklüğü ve yurtdışı kurumsal tahsisatın modele katkısı sıfır veya sıfıra yakındır. Buna karşın ilk gün ham getiri pozitif ve 2,46 katsayıdır. Dolayısıyla ilk halka arz ilk gün ham getirisinin, uzun dönem getiriyi belirlemekte ciddi bir etkiye sahip olduğu söylenebilecektir. Endeks getirisi negatif etki yaparken, 12 ve 24. Aylardaki hisse getirilerinin katsayıları pozitifdir.

Ek : 9.19 Uzun Dönem, 36. Ay Satın Al ve Tut Aşırı Getiri: 2005-2018

2005-2018 alt döneminde ilk halka arzı yapılan toplam 156 hisse senedinin uzun dönemli performansını ölçmek amacıyla oluşturulan regresyon modelinin sonuçları tablo 19'tadır.

Ek 9 Tablo 19 Uzun D. A. Getiri 10 Değişken Reg. Modeli 2005-2018

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,5099				
R Kare	0,2600				
Ayarlı R Kare	0,2090				
Standart Hata	1,0413				
Gözlem	156				
F	5,095				
Anlamlılık F	0,000				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	0,9930	0,3610	2,7511	0,0067	
Ham getiri gun1	- 0,8046	0,9584	- 0,8396	0,4025	
Endeks getiri ay36	- 0,1650	0,3832	- 0,4307	0,6673	
Toplam Halka Arz \$	0,0000	0,0000	0,4926	0,6230	
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0023	0,0058	- 0,3874	0,6990	
Halka Açılma Oranları	0,1580	0,4741	0,3333	0,7394	
Halka Arz Yöntemi	- 0,0975	0,2997	- 0,3253	0,7454	
Mali Durum	- 0,7229	0,2147	- 3,3675	0,0010	
A. getiri ay12	- 0,0798	0,1454	- 0,5488	0,5840	
A. getiri ay24	0,5919	0,1094	5,4099	0,0000	
Pazar	0,0169	0,2868	0,0588	0,9532	

Modelin açıklama gücü %20 civarında ve düşüktür. Sabit terim istatistiki olarak anlamlıdır. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerden mali durum ve aşırı getiri ay24 istatistiki olarak anlamlıyken, diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı değildir. F testi modelin bir bütün olarak istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Ek : 9.20 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, Halka Arz Büyüklüğü 50 milyon US dolar ve Üstü Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halka arz büyüklüğü ayırımına göre gruplandırılması sonucu büyük halka arz grubunda bulunan 56 adet hisse senedinin 9 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 20'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 95 Uzun D. A. Getiri Halka Arz 50M+ 9 Değişken Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,8265
R Kare	0,6832
Ayarlı R Kare	0,6212
Standart Hata	0,6439
Gözlem	56
F	11,021
Anlamlılık F	0,000

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	- 0,6149	0,5355	- 1,1482	0,2568
Ham getiri gun1	0,4718	1,1201	0,4213	0,6755
Endeks getiri ay36	0,2044	0,1002	2,0399	0,0471
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0035	0,0035	- 0,9880	0,3283
Halka Açılma Oranları	1,1688	0,8771	1,3326	0,1892
Halka Arz Yöntemi	- 0,0155	0,2120	- 0,0733	0,9419
Mali Durum	0,0987	0,3644	0,2708	0,7878
A. getiri ay12	0,6454	0,2922	2,2086	0,0322
A. getiri ay24	0,5977	0,1416	4,2202	0,0001
Pazar	0,4474	0,2031	2,2027	0,0327

Halka arz büyüklüğü 50 milyon US dolar ve üstünde olan toplam 56 hissenin uzun dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %62'dir.

Ek : 9.21 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, Halka Arz Büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon dolar Arası Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halka arz büyüklüğü ayırımına göre gruplandırılması sonucu orta büyüklükte halka arz grubunda bulunan 94 adet hisse senedinin 9 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 21'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 21 Uzun D. A. Getiri Orta B. 9 Değişken Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,8865
R Kare	0,7858
Ayarlı R Kare	0,7629
Standart Hata	1,8659
Gözlem	94
Fark	34,247
Anlamlılık F	0,000

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	2,4546	0,9115	2,6930	0,0085
Ham getiri gun1	- 0,8468	1,9382	- 0,4369	0,6633
Endeks getiri ay36	- 0,3243	0,0597	- 5,4294	0,0000
Yurtdışı Kurumsal	0,0059	0,0091	0,6504	0,5172
Halka Açılma Oranları	- 1,9633	1,9838	- 0,9897	0,3252
Halka Arz Yöntemi	- 0,5554	0,5515	- 1,0071	0,3168
Mali Durum	- 0,9804	0,5035	- 1,9473	0,0548
A. getiri ay12	0,0950	0,2533	0,3749	0,7087
A. getiri ay24	1,9245	0,2134	9,0197	0,0000
Pazar	- 0,4907	0,4979	- 0,9856	0,3272

Halka arz büyüklüğü 10 milyon US dolar ile 49,9 milyon dolar arasında olan toplam 93 hissenin uzun dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %76'dır.

Ek : 9.22 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, Halka Arz Büyüklüğü 9,9 milyon US dolar altı Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halka arz büyüklüğü ayırımına göre gruplandırılması sonucu küçük halka arz grubunda bulunan 180 adet hisse senedinin 9 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 22'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 96 Uzun D. A. Getiri Küçük Arz 9 Değişken Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,5067
R Kare	0,2568
Ayarlı R Kare	0,2174
Standart Hata	5,1497
Gözlem	180
Fark	6,526
Anlamlılık F	0,000

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	- 0,5900	1,5128	- 0,3900	0,6970
Ham getiri gun1	2,1280	3,7965	0,5605	0,5759
Endeks getiri ay36	- 0,1453	0,1304	- 1,1139	0,2669
Yurtdışı Kurumsal	0,0187	0,0248	0,7535	0,4522
Halka Açılma Oranları	0,4383	1,8380	0,2385	0,8118
Halka Arz Yöntemi	- 1,4885	2,1570	- 0,6901	0,4911
Mali Durum	0,1576	0,8646	0,1823	0,8556
A. getiri ay12	0,9364	0,3895	2,4040	0,0173
A. getiri ay24	0,8168	0,2026	4,0319	0,0001
Pazar	- 0,8967	1,4515	- 0,6178	0,5376

Halka arz büyüklüğü 9,9 milyon US dolar ve altında olan toplam 180 hissenin uzun

dönemli performansını açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü sadece %21'dir.

Ek : 9.23 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Sanayi Sektörü Grubu:

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayrımına göre gruplandırılması sonucu sanayi sektöründe bulunan 122 adet hisse senedinin 9 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 23'te verilmiştir.

Ek 9 Tablo 23 Uzun D. A. Getiri Sanayi Sek. 9 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,8414				
R Kare	0,7080				
Ayarlı R Kare	0,6845				
Standart Hata	2,3058				
Gözlem	122				
Fark	30,168				
Anlamlılık F	0,000				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	1,3870	0,9164	1,5136	0,1330	
Ham getiri gun1	1,1176	2,1707	0,5148	0,6077	
Endeks getiri ay36	- 0,3086	0,0621	- 4,9695	0,0000	
Yurtdışı Kurumsal	0,0040	0,0088	0,4501	0,6535	
Halka Açılma Oranları	- 0,2055	2,0136	- 0,1021	0,9189	
Halka Arz Yöntemi	- 0,9400	0,5669	- 1,6583	0,1001	
Mali Durum	- 0,8368	0,5124	- 1,6331	0,1052	
A. getiri ay12	0,0644	0,2346	0,2743	0,7844	
A. getiri ay24	1,2068	0,1250	9,6526	0,0000	
Pazar	- 0,0146	0,5663	- 0,0258	0,9795	

1993-2018 döneminde sanayi sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz uzun dönem getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %68'dir ve görece olarak yüksektir.

Ek : 9.24 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Mali Sektör Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayrıma göre gruplandırılması sonucu mali sektörde bulunan 118 adet hisse senedinin 9 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 24'te verilmiştir.

Ek 9 Tablo 24 Uzun D. A. Getiri Mali Sek. 9 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,7728				
R Kare	0,5973				
Ayarlı R Kare	0,5637				
Standart Hata	1,6846				
Gözlem	118				
Fark	17,797				
Anlamlılık F	0,000				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	- 0,1893	0,6973	- 0,2715	0,7866	
Ham getiri gun1	- 1,6394	1,6384	- 1,0006	0,3192	
Endeks getiri ay36	- 0,2501	0,0494	- 5,0619	0,0000	
Yurtdışı Kurumsal	0,0019	0,0063	0,3042	0,7615	
Halka Açılma Oranları	0,0799	0,6865	0,1163	0,9076	
Halka Arz Yöntemi	- 0,9282	0,4785	- 1,9396	0,0550	
Mali Durum	0,2420	0,4477	0,5405	0,5900	
A. getiri ay12	1,0902	0,1615	6,7493	0,0000	
A. getiri ay24	0,4499	0,1046	4,3019	0,0000	
Pazar	0,6275	0,4114	1,5253	0,1301	

1993-2018 döneminde mali sektörde işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %56'dır.

Ek : 9.25. Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Hizmet Sektörü Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayrıma göre gruplandırılması sonucu hizmet sektöründe bulunan 78 adet hisse senedinin 8 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 25'te verilmiştir.

Ek 9 Tablo 25 Uzun D. A. Getiri Hizmet Sek. 9 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,5023				
R Kare	0,2523				
Ayarlı R Kare	0,1533				
Standart Hata	7,1510				
Gözlem	78				
Fark	2,5490				
Anlamlılık F	0,0138				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	- 0,2425	3,5590	- 0,0681	0,9459	
Ham getiri gun1	- 2,3834	8,3482	- 0,2855	0,7761	
Endeks getiri ay36	0,3155	0,3005	1,0501	0,2974	
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0051	0,0376	- 0,1361	0,8921	
Halka Açılma Oranları	- 1,1586	6,9595	- 0,1665	0,8683	
Halka Arz Yöntemi	1,8440	2,8476	0,6476	0,5194	
Mali Durum	0,5412	1,8742	0,2888	0,7736	
A. getiri ay12	3,0309	1,2197	2,4850	0,0154	
A. getiri ay24	1,0571	0,6858	1,5415	0,1278	
Pazar	- 1,9922	3,1505	- 0,6323	0,5293	

1993-2018 döneminde hizmet sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %15'tir. Modelin açıklama gücü diğer sektörlere göre daha da düşüktür.

Ek : 9.26 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Teknoloji Sektörü Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin sektörel ayrıma göre gruplandırılması sonucu teknoloji sektöründe bulunan 12 adet hisse senedinin 8 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 26'da verilmiştir.

Ek 9 Tablo 26 Uzun D. A. Getiri Teknoloji Sek. 8 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,9006			
R Kare		0,8110			
Ayarlı R Kare		0,3072			
Standart Hata		1,3408			
Gözlem		12			
Fark		1,6096			
Anlamlılık F		0,3792			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	-	2,5454	3,8798	0,6561	0,5586
Ham getiri gun1	-	1,4038	10,2679	0,1367	0,8999
Endeks getiri ay36	-	0,0494	0,9475	0,0521	0,9617
Yurtdışı Kurumsal	-	0,0345	0,0350	0,9868	0,3965
Halka Açılma Oranları		10,1220	9,6451	1,0494	0,3711
Halka Arz Yöntemi		2,5550	2,7786	0,9195	0,4256
A. getiri ay12	-	1,4782	2,4579	0,6014	0,5900
A. getiri ay24		3,0483	1,2883	2,3661	0,0989
Pazar		1,5218	1,2875	1,1820	0,3224

1993-2018 döneminde teknoloji sektöründe işlem gören şirketlerin ilk halka arz uzun dönem getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %30'dur.

Ek : 9.27 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Yıldız Pazar Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu halen yıldız pazarda işlem gören 75 adet hisse senedinin 7 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 27'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 27 Uzun D. A. Getiri Yıldız Pazar 7 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R		0,8289			
R Kare		0,6871			
Ayarlı R Kare		0,6545			
Standart Hata		2,0657			
Gözlem		75			
F		21,0223			
Anlamlılık F		0,0000			
		<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim		0,0387	0,6764	0,0572	0,9545
Ham getiri gun1	-	1,6927	2,5639	0,6602	0,5114
Endeks getiri ay36	-	0,1809	0,0672	2,6932	0,0089
Yurtdışı Kurumsal		0,0009	0,0101	0,0890	0,9293
Halka Açılma Oranları		0,7213	2,3346	0,3090	0,7583
Halka Arz Yöntemi	-	0,3913	0,6462	0,6055	0,5469
A. getiri ay12	-	0,0111	0,3091	0,0358	0,9715
A. getiri ay24		1,2715	0,1853	6,8601	0,0000

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen yıldız pazarda işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %65'tir.

Ek : 9.28 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Ana Pazar Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu halen ana pazarda işlem gören 114 adet hisse senedinin 7 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı 28'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 28 Uzun D. A. Getiri Ana Pazar 7 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,7311				
R Kare	0,5344				
Ayarlı R Kare	0,5037				
Standart Hata	1,8101				
Gözlem	114				
F	17,3828				
Anlamlılık F	0,0000				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	0,2327	0,4066	0,5722	0,5684	
Ham getiri gun1	- 0,8864	1,6642	- 0,5326	0,5954	
Endeks getiri ay36	- 0,4121	0,0621	- 6,6328	0,0000	
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0081	0,0076	- 1,0589	0,2920	
Halka Açılma Oranları	0,8630	0,9981	0,8647	0,3892	
Halka Arz Yöntemi	- 0,3388	0,5254	- 0,6448	0,5205	
A. getiri ay12	0,8207	0,2099	3,9095	0,0002	
A. getiri ay24	0,4827	0,1194	4,0422	0,0001	

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen ana pazarda işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %50'dir.

Ek : 9.29 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Alt Pazar Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu halen alt pazarda işlem gören 34 adet hisse senedinin 7 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 29'da verilmiştir.

Ek 9 Tablo 29 Uzun D. A. Getiri Alt Pazar 7 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>	
Çoklu R	0,8885
R Kare	0,7895
Ayarlı R Kare	0,7328
Standart Hata	1,0688
Gözlem	34
F	13,9301
Anlamlılık F	0,0000

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	- 0,0394	0,3959	- 0,0994	0,9216
Ham getiri gun1	- 1,4474	2,0537	- 0,7048	0,4872
Endeks getiri ay36	- 0,6600	0,0775	- 8,5159	0,0000
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0019	0,0117	- 0,1621	0,8725
Halka Açılma Oranları	0,7304	0,7183	1,0168	0,3186
Halka Arz Yöntemi	- 0,0854	1,0516	- 0,0812	0,9359
A. getiri ay12	0,2652	0,2088	1,2702	0,2153
A. getiri ay24	0,2900	0,1876	1,5459	0,1342

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen alt pazarda işlem gören şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %73'tür.

Ek : 9.30 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Diğer Kategori Grubu

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırılması sonucu halen diğer kategoride gruplandırılmış 107 adet hisse senedinin 8 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 30'da verilmiştir.

Ek 9 Tablo 30 Uzun D. A. Getiri Diğer Kategori 8 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>	
Çoklu R	0,5700
R Kare	0,3249
Ayarlı R Kare	0,2698
Standart Hata	6,2496
Gözlem	107
F	5,8965
Anlamlılık F	0,0000

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,4441	3,1719	0,1400	0,8889
Ham getiri gun1	4,0059	5,9636	0,6717	0,5033
Endeks getiri ay36	0,0330	0,1882	0,1751	0,8613
Yurtdışı Kurumsal	0,0131	0,0243	0,5393	0,5909
Halka Açılma Oranları	0,3294	3,5989	0,0915	0,9273
Halka Arz Yöntemi	- 2,4725	1,9783	- 1,2498	0,2144
Mali Durum	- 0,5750	1,4572	- 0,3946	0,6940
A. getiri ay12	1,7907	0,6789	2,6378	0,0097
A. getiri ay24	1,0176	0,3509	2,9003	0,0046

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen diğer kategoride gruplandırılan şirketlerin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %27'dir.

Ek : 9.31 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Aktif İşlem Gören Grup

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen yıldız, ana veya alt pazarda işlem görmeye devam eden ve mali durumu sorunlu diğer şirketler olarak gruplandırılması sonucu halen aktif şirketlerde gruplandırılmış 223 adet hisse senedinin 8 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 31'de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 31 Uzun D. A. Getiri MD Aktif Grup 8 Değişken Reg. Modeli

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R	0,7531				
R Kare	0,5672				
Ayarlı R Kare	0,5510				
Standart Hata	1,9263				
Gözlem	223				
F	35,0577				
Anlamlılık F	0,0000				
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	
Sabit Terim	0,0896	0,3231	0,2774	0,7817	
Ham getiri gun1	- 1,5578	1,3026	- 1,1959	0,2330	
Endeks getiri ay36	- 0,3072	0,0407	- 7,5482	0,0000	
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0040	0,0054	- 0,7468	0,4560	
Halka Açılma Oranları	0,5878	0,7400	0,7942	0,4279	
Halka Arz Yöntemi	- 0,4727	0,3707	- 1,2751	0,2037	
A. getiri ay12	0,5470	0,1484	3,6866	0,0003	
A. getiri ay24	0,7944	0,0917	8,6669	0,0000	
Pazar	0,5314	0,3149	1,6876	0,0929	

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve halen Borsa İstanbul'da yıldız, ana veya alt pazarda işlem gören toplam 223 şirketin ilk halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %55,1'dir.

Ek : 9.32 Uzun Dönem, 36. Ay SAvT, 1993-2018 Mali Durumu Sorunlu Grup

1993-2018 inceleme dönemi ilk halka arz hisse senetlerinin halen yıldız, ana veya alt pazarda işlem görmeye devam eden ve mali durumu sorunlu diğer şirketler olarak

gruplandırılması sonucu mali durumu sorunlu şirketlerde gruplandırılmış 81 adet hisse senedinin 7 açıklayıcı değişkenle oluşturulan regresyon modelinin çıktısı tablo 32’de verilmiştir.

Ek 9 Tablo 32 Uzun D. A. Getiri MD Sorunlu Grup 7 Değişken Reg. Modeli

Regresyon İstatistikleri

Çoklu R	0,4768
R Kare	0,2273
Ayarlı R Kare	0,1532
Standart Hata	5,9335
Gözlem	81
F	3,0683
Anlamlılık F	0,0069

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>
Sabit Terim	0,9110	1,7321	0,5259	0,6005
Ham getiri gun1	- 0,2840	6,9707	- 0,0407	0,9676
Endeks getiri ay36	- 0,1239	0,2263	- 0,5475	0,5857
Yurtdışı Kurumsal	- 0,0222	0,0299	- 0,7413	0,4609
Halka Açılma Oranları	- 1,9878	4,2257	- 0,4704	0,6395
Halka Arz Yöntemi	- 0,9704	2,2696	- 0,4276	0,6702
A. getiri ay12	1,3670	0,9529	1,4345	0,1557
A. getiri ay24	0,9025	0,3579	2,5214	0,0139

1993-2018 döneminde ilk halka arzı yapılmış ve mali durumları nedeniyle borsa kotundan çıkartılmış, piyasa öncesi işlem platformuna aktarılmış veya yakın izleme pazarına alınmış 81 şirketin uzun dönem halka arz getirilerini açıklamaya çalışan modelin açıklama gücü %15’tir

