

**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI FİNANS ve BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK ve FİNANS DOKTORA PROGRAMI**

**İLK HALKA ARZLARDA FİYATLAMA, LİKİDİTE ve FİNANSAL
BORÇLANMA İLİŞKİSİ: 2020 ve 2021 DÖNEMİ HALKA ARZLARA
İLİŞKİN BİR UYGULAMA**

HAZIRLAYAN

ELİF YÜCEL

DOKTORA TEZİ

TEZ DANIŞMANI

DOÇ. DR. BURCU GÜROL

ANKARA – 2025

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

Tarih: 13/02/2025

Öğrencinin Adı, Soyadı: Elif YÜCEL

Öğrencinin Numarası: 21920161

Anabilim Dalı: Uluslararası Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı

Programı: Bankacılık ve Finans Doktora Programı

Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Doç. Dr. Burcu GÜROL

Tez Başlığı: İlk Halka Arzlarda Fiyatlama, Likidite ve Finansal Borçlanma İlişkisi: 2020 ve 2021 Dönemi Halka Arzlara İlişkin Bir Uygulama

Yukarıda başlığı belirtilen Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 92 sayfalık kısmına ilişkin, 13/02/2025 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından İhtenticate adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 17'dir. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

“Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını” inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası:

ONAY

Tarih: 13/02/2025

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Doç. Dr. Burcu GÜROL

TEŞEKKÜR

Kamu ve özel sektördeki iş deneyimlerimi akademik bakış açısı ile zenginleştirmek için çıktığım bu yolda tez yazımı süresince bilgi ve eksiklerimi değerlendirerek bana sabırla anlatan çok değerli danışman hocam Doç. Dr. Burcu GÜROL'a teşekkür ederim.

Tez çalışmasının ilerleme aşamasında bana tecrübeleri ve bilgi birikimleri ile hem destek olan hem de eleştiren değerli hocalarım Prof. Dr. Deniz Umut DOĞAN ve Doç. Dr. Tuba DERYA BASKAN'a teşekkür ederim.

Tez çalışmasının zorlu sürecinde bana maddi ve manevi desteğini hiç esirgemeyen sevgili annem Naile YÜCEL'e teşekkür ederim.

ÖZET

Elif Yücel, İlk Halka Arzlarda Fiyatlama, Likidite ve Finansal Borçlanma İlişkisi: 2020 ve 2021 Dönemi Halka Arzlara İlişkin Bir Uygulama, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Doktora Programı, 2025.

İşletmeler gereksinim duydukları kaynakları sağlamak ve daha kurumsal yapılar haline gelmek üzere halka açılmaktadırlar. 2020 Mart ile başlayan pandemi döneminin sermaye piyasalarına olan etkisi finans literatürü açısından oldukça önemlidir. Bu çerçevede bu çalışmanın temel amacı 2020 ve 2021 yıllarında halka arz olan işletmelerin hisse senetlerinin nasıl fiyatlandığının ve elde edilen ihraç primlerinin kullanım yerlerinin incelenmesidir. Elde edilen sonuçlar işletmelerin genel olarak düşük fiyatlama yaptıklarını, 2020’de halka arz olan işletmelerin elde ettikleri ihraç primlerini pandemi başında borç kapatmak ve likiditte kalmak üzere kullandıklarını göstermektedir. 2021 yılında halka arz olan işletmeler de likidite ve borç oranlarını düşürmenin yanı sıra belirsizliğin azalması yeni yatırımlar yapmaya başlamışlardır.

Anahtar Kelimeler: Düşük Fiyatlama, Yüksek Fiyatlama, Pandemi Dönemi, Likidite, Borçluluk

ABSTRACT

Elif Yücel, The Relationship between Pricing, Liquidity and Financial Debt in Initial Public Offerings: An Application for Public Offerings in the 2020 and 2021 Period, Başkent University, Institute of Social Sciences, Banking and Finance PhD Program, 2025.

Businesses are going public to obtain the resources they need and to become more corporate structures. The impact of the pandemic period that started in March 2020 on capital markets is quite important in terms of finance literature. In this context, the main purpose of this study is to examine how the stocks of companies that went public in 2020 and 2021 were priced and where the obtained premiums were used. The results obtained show that companies generally underpriced, and that companies that went public in 2020 used the premiums they obtained at the beginning of the pandemic to pay off debts and stay liquid. In addition to reducing their liquidity and debt ratios, companies that went public in 2021 started to make new investments due to the decrease in uncertainty.

Keywords: Low Pricing, High Pricing, Pandemic Period, Liquidity, Debt

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ	x
GİRİŞ.....	1
1. HALKA ARZ KAVRAMI	2
1.1. Halka Açılma	2
1.2.Halka Arzın Amacı	2
1.3. Halka Arzın İşletmelere Sağladığı Faydalar	2
1.4. Halka Arz ile İşletmelere Gelen Yükümlülükler	4
1.5. Halka Arz Süreci.....	6
1.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri.....	9
1.7. Halka Arzda Taraflar ve Fiyatlama.....	10
1.8. Halka Arz Teorileri	13
1.8.1. Düşük fiyatlandırma teorileri.....	13
1.8.1.1. Asimetrik bilgi hipotezi kavramı.....	13
1.8.1.2. Kazanan laneti hipotezi	15
1.8.1.3. Monopson güç teorisi.....	15
1.8.1.4. Piyasa geri bildirimi teorisi	15
1.8.1.5. Şelale etkisi (sürü) teorisi	16
1.8.1.6. Sinyal teorisi	17
1.8.1.7. Dengeleme teorisi	17
1.8.1.8. Finansal hiyerarşi teorisi.....	17
1.8.1.9. Kurumsal nedenler teorisi	18
1.8.1.10.Davranışsal teoriler.....	18
2. HALKA ARZ MEVZUATINA İLİŞKİN DEĞİŞİKLİKLER, MUHASEBE POLİTİKALARI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	19
2.1.Halka Arz Olma Kriterlerinde Değişiklik.....	19
2.4.2.Değerleme yöntemleri.....	25
2.4.2.1.İndirgenmiş nakit akımları yöntemi	26

2.4.2.2.Normal dışı kâr (artık kâr) modeli	29
2.4.2.3.Göreceli değerlendirme yöntemleri.....	30
2.4.2.4.Opsiyon fiyatlama yaklaşımı	32
2.4.2.5.Ekonomik katma değer	32
3. PANDEMİ DÖNEMİNDE FİNANSAL PİYASALAR VE HALKA ARZ	34
3.1. Pandemi Döneminin Türkiye’de Sermaye Piyasalarına Etkisi	34
3.2. Covid Dönemi ve Öncesinde Borçlanma Faiz Oranları	36
3.3. Pandemi Döneminde İşletmelerin Halka Arz İştahı ve Bu İştahın Altında Yatan Nedenler	37
3.4. Covid Döneminde Halka Arz Olan İşletmelerde Kredi Riski.....	41
3.4.1.Kredi riski.....	41
3.4.2.Covid döneminde ilk halka arzlarda faiz maliyeti ve borç yapısının likidite yapısı ile ilişkisi	42
3.4.3.Covid dönemindeki yatırımcı sayısı, Borsa İstanbul işlem hacmi ve halka arz olan şirket sayısı.....	44
3.4.4. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar ile ihraççı ve sermaye piyasaları açısından halka arz.....	46
3.4.4.2. İhraç primi.....	48
3.4.4.3. Sermaye piyasalarında likidite yaratılması.....	49
3.4.4.4. İhraççı işletme açısından sermaye, likidite ve finansal borç yapısı.....	49
3.4.4.5. Sermaye yapısı, pay likiditesi ve pay getirisi ile kurumsal yatırımcılar arasındaki ilişki	50
3.4.4.6. Likidite, finansal borçlanma oranları.....	51
4. COVID DÖNEMİNDE HALKA ARZ OLAN İŞLETMELERİNİN LİKİDİTE VE BORÇ ORANLARININ FİYATLANDIRMA İLE İLİŞKİSİ	53
4.1. Düşük Fiyatlandırmaya Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar.....	53
4.2. Likidite ve Finansal Borç Yapısına Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar	57
4.3. Covid Döneminde Gerçekleşen İlk Halka Arzlara Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar	60
4.4. Çalışmanın Literatüre Olan Katkısı	63
4.5. Çalışmanın Verileri.....	63
4.6. Çalışmanın Amacı.....	64
4.7. Çalışmanın Metodolojisi	65

4.8. Düzeltilmiş Hisse Fiyatı	67
4.9. Getiri Oranlarının Hesaplanması ve Düşük Fiyatlandırma Düzeyi	67
5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	92
KAYNAKLAR	94

TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1. 2024 Yılı Halka Arz Kotasyon Değişiklikleri.....	20
Tablo 2.2. Değerleme Yaklaşımları.....	25
Tablo 2.3. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi ile Özsermaye Serbest Nakit Akımı Yöntemlerinin Karşılaştırılması.....	28
Tablo 3.1. Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayıları.....	43
Tablo 3.2. 2020 Yılı Halka Arzların İlk İşlem Günü İşlem Hacimleri.....	44
Tablo 3.3. 2021 Yılı Halka Arzların İşlem Hacimleri.....	44
Tablo 4.1. 2020 ve 2021 Döneminde Halka Arz Olan İşletmelerin Halka Arz Tarihleri ve Hisse Kodları.....	64
Tablo 4.2. 2020 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri.....	68
Tablo 4.3. 2020 Yılı Halka Arzların Birikimli 30 Günlük Getirileri.....	69
Tablo 4.4. 2020 Yılı Halka Arzlara Ait Düşük Fiyatlandığı Gün Sayıları, Birikimli Getiri Oranları ve Sektörleri.....	70
Tablo 4.5. 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri.....	72
Tablo 4.6. 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri.....	76
Tablo 4.7. 2021 Yılı Halka Arzlara ait Düşük Fiyatlandığı Gün Sayıları, Birikimli Getiri Oranları ve Sektörleri.....	80
Tablo 4.8. 2020-2021 Yılları İlk Halka Arzların 30 Günlük Getirileri T Testi Sonuçları..	82
Tablo 4.9 2020-2021 Yılları İlk Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri T Testi Sonuçları.....	83
Tablo 4.10. Düşük ve Yüksek Fiyatlandırma Oranının Halka Arz Olan İşletmelerde Yıllara Göre Dağılımı.....	84
Tablo 4.11. 2020 ve 2021 Yılı Halka Arzların Bilanço Oranlarının Tamamlayıcı İstatistik Sonuçları.....	85

Tablo 4.12. 2020 Yılı Halka Arzların 2019-2020 Yıl Sonu Seçili Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi	Testi
Sonuçları.....	86
Tablo 4.13. 2020 Yılı Halka Arzların 2020 ve 2021 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları.....	86
Tablo 4.14. 2020 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Yıllara Göre Ortalama Finansal Oranları.....	87
Tablo 4.15. 2021 Yılı Halka Arzların 2020 ve 2021 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları.....	88
Tablo 4.16. 2021 Yılı Halka Arzların 2021 ve 2022 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları.....	89
Tablo 4.17. 2021 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Yıllara Göre Ortalama Finansal Oranları	89

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 3.1. 2015-2023 Dönemi Halka Arz Sayıları.....	35
Şekil 3.2. Halka Arzlardan Elde Edilen Hasılat Rakamları	35
Şekil 3.3. 2018-2023 Ticari Kredi Faiz Oranları.....	36
Şekil 3.4. 2015-2023 Dönemi BIST-100 Endeksi.....	38
Şekil 3.5. 2019-2022 Enflasyon Yıllık Yüzde Değişim	39
Şekil 3.6. 2015-2023 Dönemi Mevduat Faizleri	40
Şekil 3.7. 2019-2022 Dönemi TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti	40

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ARGE	Araştırma Geliştirme
AOFM	Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BIST-100	Borsa İstanbul 100 Endeksi
DDM	İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
EVA	Ekonomik Katma Değer
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FCFE	Özsermayeye Serbest Nakit Akımı
FCFF	Serbest Nakit Akımı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
ISIN	Uluslararası Menkul Kıymet Kimlik Numarası
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
KAP	Kamuoyu Aydınlatma Platformu
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
KOBİ	Küçük Orta Boy İşletme
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
ROE	Özsermaye Karlılığı
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
VAR	Vektör Otoregresyon
XIKIU	Borsa İstanbul İkinci Ulusal Pazar Endeksi

GİRİŞ

Pandemi dönemi sermaye piyasalarında hem yatırımcı hem de halka arz olan işletme sayısının önemli oranda arttığı bir dönemdir. Bu çalışmada, pandemi döneminde gerçekleşen (2020-2021 yılları) halka arzları incelenmektedir. Amaç, halka arzların işletmelerin likidite ve borçluluk durumları üzerindeki etkisini tespit etmek, artan yatırımcı ilgisiyle karakterize edilen bir dönemde işletmelerin sergilediği fiyatlandırma tercihlerini anlamak ve yukarıda belirtilen fiyatlandırma tercihleri ile ilgili likidite ve borçlanma oranları arasındaki potansiyel bağlantıları aydınlatmaktır.

Bu hedefe ulaşmak için veriler, iki bölüme ayrılarak analizler yapılmıştır. İlk grup veri seti, 2020 ve 2021'de gerçekleştirilen halka arzların ilk gün getirileri, 30 günlük ve kümülatif 30 günlük getirilerinin hesaplanması amacıyla kullanılmıştır. Finansal oranlardan oluşan ikinci grup veri seti ise, halka arzdan bir yıl öncesindeki oranlar ile halka arz yılsonu finansal oranları arasında ve halka arz yılsonu verileri ile bir yıl sonraki yılın finansal oranları arasında anlamlı değişiklik olup olmadığını görmek üzere analiz edilmiştir.

Finansal oranlara ilişkin analiz kapsamına cari oran, likidite oranı, nakit oranı, toplam yabancı kaynaklar/aktif toplamı (kaldıraç oranı) ve KVKYK/aktif oranı, toplam özvarlık/aktif toplamı oranı, toplam maddi duran varlık/aktif toplamı oranı ve maddi olmayan duran varlıklar/aktif toplamı oranı kullanılmıştır. Analize toplam maddi duran varlıklar/aktif toplamı ve toplam maddi olmayan duran varlıklar/aktif toplamı oranlarını dâhil edilmesinin gerekçesi, işletmelerin ihraç primlerini yatırım amacıyla kullanım durumlarını görmektir.

Çalışmanın 1. bölümünde halka arz kavramı detaylı olarak irdelenmiştir. 2. bölümde halka arz mevzuatı, muhasebe politikaları ve değerlendirme yöntemleri açıklanmış, 3. Bölümde pandemi döneminde yaşanan gelişmelere değinilmiştir. 4. Bölümde analizler ve bulgular paylaşılmış, 5. Bölümde ise sonuçlara yer verilmiştir.

1. HALKA ARZ KAVRAMI

1.1. Halka Açılma

Hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı halka arz (halka açılma) olarak tanımlanmaktadır (Kaya, 2019). İşletmeler halka açılarak finansal yapılarını iyileştirebilir, yatırım yapabilir ve itibar kazanabilirler. Bu olumlu tablonun yanında halka açılma süreci ve sonrası işletmeye çeşitli yükümlülükler getirmektedir.

1.2.Halka Arzın Amacı

Halka arz yoluyla işletmeler gereksinim duydukları sermayeye ulaşabilmektedirler. İşletmeler öncelikli olarak bu sermayeye erişim için halka açılmaktadırlar. Bu sermayenin kullanım yeri halka arzın finansal olarak ne amaçla yapıldığını göstermektedir. Bu nedenle işletmeler finansal olarak mali yapılarını güçlendirmek, olası fırsat ve kırılma ihtimallerini düşünerek likidite sağlamak ya da yatırım için finansman sağlamak üzere halka arz olabilirler (Borsa İstanbul, 2014).

Halka arzın finansal amaçları yanında işletme itibarının ve toplumda tanınırlığının artırılması, nitelikli işgücünün işletmeye yönelmesinin sağlanması gibi amaçları da olabilir.

1.3. Halka Arzın İşletmelere Sağladığı Faydalar

Halka arz işletmeler için bir dizi avantaj ve dezavantaj sunan önemli bir adımdır. Halka arz kararı işletmeler için uzun vadeli kaynağa erişim imkânı sunmanın yanında çeşitli maliyetler ve yükümlülükler getirmektedir. Halka arzın işletmelere sağladığı avantajlar aşağıda açıklanmıştır.

✓ **Finansman kolaylığı:** İşletmelerin başvuracağı finansman kaynakları çok çeşitlidir. Faiz ödemesi olmaması nedeniyle halka arz düşük maliyetli finansman yöntemi kabul edilmektedir (Akgüç, 1994). Halka arzda yatırımcılardan toplanan bu tutarın geri ödemesi yoktur ve bilanço için de bir borç yükü oluşmamaktadır. Halka arz ile saplanan fon işletmenin öz kaynakları arasına dâhil olur (Ayoğlu, 2008).

✓ **Likidite sağlanma:** Halka açık olan işletme ile olmayan işletme arasındaki en önemli fark yapılan alım ve satımlar sonucunda hisse senetlerine likidite kazandırılmasıdır (SPK, 2024). Hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasa likittir. Böylece yatırımcılar daha esnek yatırım planları yapabilirler (Avcı, Akdoğdu ve Şimir, 2020). Ayrıca piyasada arz ve talebe göre oluşan bu fiyatlama sayesinde işletmenin değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri temel alınarak istenildiği anda kolaylıkla hesaplanabilmektedir.

✓ **Kurumsallaşma:** Halka açık şirketler SPK ve Borsa'nın kural ve denetimlerine uymak zorundadırlar. Bununla birlikte halka arz olan şirketlerin mali tabloları belirli periyodlarla bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Yapılan bağımsız denetimlerin sonucunda kurumsal yönetim ilkelerinden güvenilirlik, şeffaflık ve hesap verilebilirlik şartları da sağlanmış olur (Tunçay, 2019). Kurumsallaşma ile şirket içinde görev dağılımı netleşir, karar alma mekanizması gelişir ve şirket performansı artar.

✓ **İşletme kredibilitesinin artması:** İşletmelerde kredibilitiyi ölçen çeşitli göstergeler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi borç geri ödemelerinde istikrar ve disiplindir (Güner, 2019). Halk arz ile sermaye yapısı güçlenen işletmeler banka gibi kreditorler karşısında pazarlık gücü kazanmaktadırlar.

✓ **Kısa ve uzun vadeli borçların kapatılması:** Halka arz sonucunda elde edilen fonun maliyetinin düşük olması şirketin kısa ve uzun vadeli borcunu ödemesini kolaylaştırır. Yabancı kaynak ihtiyacının azalması, sermaye artırım ve elde edilen kârın bünyede tutulması sonucunda finansal kaldıraç ve finansman oranında da halka arz sonrası düşüş yaşanabilmektedir (Koçdemir ve Küçükçolak, 2021).

✓ **Şirket tanınırlığı:** Halka arz işletmenin yatırımcılar tarafından tanınırlığını artırmaktadır. İşletmenin halka arz sonrası şirketle ilişkili gelişmeleri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden paylaşması gerekmektedir. Bu paylaşımlar yatırımcılar için bilgiye ulaşımı kolaylaştırmaktadır.

✓ **Sürdürülebilirlik:** Sürdürülebilirlik üretkenlik ve çeşitliliğin devamı ile birlikte, sürekli var olabilme yeteneğinin korunmasına denir (Tüyen, 2020). İşletmelerin performansları ölçülürken sadece mal ve hizmet gibi ekonomik ölçülerin değil, çevreye ve topluma karşı sorumluluklar gibi ölçütlerin de göz önüne alınması gerekir (Tüyen, 2020). Halka arz olan işletmeler sürdürülebilirlik konusunda da paydaşların beklentilerini karşılamaya çalışmaktadırlar.

1.4. Halka Arz ile İşletmelere Gelen Yükümlülükler

Halka arz işletmelere sağladığı faydalar yanında çeşitli yükümlülükler de getirmektedir. Bu yükümlülükler halka arz süreci ve sonrasında oluşan çeşitli maliyetlerdir. Söz konusu yükümlülükler aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır

✓ **Bağımsız denetim yükümlülüğü:** Halka arz edilmiş (halka açık) işletmelerin ara dönem ve yılsonu finansal tablolarını bağımsız denetim kuruluşlarına, Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar (SPK; 14'üncü maddesinin üçüncü ve beşinci fıkralarına göre). Söz konusu denetim için işletmeler bağımsız denetim yetkisine sahip şirketlere bağımsız denetim ücreti ödemektedirler.

✓ **Kamuoyunu aydınlatma yükümlülüğü:** Birincil amaç, yatırımcılara bu bilgileri kamuya açıklama yükümlülüğünün yanı sıra zamanında, kapsamlı ve kesin bilgi sağlayarak, güvenilir, şeffaf, verimli, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir çerçeve içinde sermaye piyasasının işleyişini garanti etmektir. Bu amaca ulaşmak için, sermaye piyasası araçlarının değerini veya fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını potansiyel olarak etkileyebilecek bilgileri, olayları ve gelişmeleri kamuya yaymak zorunludur (Yatırımcı bilgilendirme Kitapçığı Halka Arz, 2016). Bu işlemlerin takip edilmesi için de şirket içinde görevli bir personel ya da organizasyon yapısının oluşturulması zorunlu olup, bu zorunluluk işletmenin maliyetlerini artırmaktadır.

✓ **Kâr payı dağıtımı:** 30/12/2012 tarih ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası kanunun 19'uncu maddesinin birinci fıkrasına göre; halka açık ortaklıklar, kârlarını genel

kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kurul halka açık ortaklıkların kâr dağıtım politikalarına ilişkin olarak, benzer nitelikteki ortaklıklar bazında farklı esaslar belirleyebilir. Kâr payı ya da temettü halka arz olmuş her şirket için önemli bir konudur. Çünkü yatırımcılar bir şirketin kâr payı dağıtım kararına ve oranına bakarak o şirketin hisse senedine olan taleplerini artırabilmektedirler. Aynı zamanda kâr payı dağıtmak yine şirketler için ekstra bir maliyet ve uzun vadede şirketin kârlılığının ve verimliliğinin azalmasına neden olabileceğinden şirketler için stratejik öneme sahip hale gelmiştir.

✓ **Kurumsal yönetim yükümlülüğü:** Sermaye piyasaları kanunun II-7.1 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği” ne ile göre ilk defa halka arz olan işletmeler kurul tarafından ön çalışma yapıncaya kadar üçüncü grupta yer almaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri tebliği (II.17-1) ikinci bölümünde kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamasından bahsedilmiştir. Buna göre; payları borsanın Ulusal Pazarı, İkinci Ulusal Pazarı ve Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören ortaklıklar üç gruba ayrılmıştır. Bu gruplar ortaklıkların piyasa değeri ile fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak belirlenir. Birinci grup; piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL’nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL’nin üzerinde olan ortaklıkları ,ikinci grup birinci grup dışında kalan ortaklıklardan, piyasa değerinin ortalaması 1 milyar TL’nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 250 milyon TL’nin üzerinde olan ortaklıkları üçüncü grup ise; birinci ve ikinci gruba dahil olan ortaklıklar dışında kalan payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören diğer ortaklıkları ifade etmektedir. Bu şirketler üçüncü gruba uygulanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak için ilk genel kurullarında gerekli kararları almakla yükümlüdür. SPK tarafından belirlenen derecelendirme kuruluşları daha sonra şirkete bir uyum notu vermektedir (Avcı, Akdoğdu ve Şimşir, 2020).İşletmelerin kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde uyması gereken birçok yükümlülüğü bulunmaktadır. Yatırımcı ilişkileri departmanının kurulması, denetim komitesinin oluşturulması bunlardan birkaçıdır.

✓ **Temsil sorunu:** Halka arz sonrasında şirket sahiplerinin şirket hisselerindeki oranları düşmeye başlar. Bu durumda ortakların karar alma rolleri azalmakta, yöneticilerin rolleri ise artmaktadır. Bu nedenle yöneticilerin iyi seçilmiş

kişilerden oluşması önemlidir. Aksi halde yöneticilerin aldıkları yanlış kararlar neticesinde işletmelerin başarısızlık ile karşılaşması olasıdır.

✓ **Kotasyon ücretleri:** 30/12/2012 tarih ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunun 68'inci maddesinin birinci ve ikinci maddelerine göre; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden işletmeler ancak belli şartların sağlanması halinde borsa kotuna alınabilmektedir. Böylece halka açılmaları sonrasında borsa ve ilgili kuruluşlarla olan ilişkileri başlamaktadır. Bunlardan en önemlileri ve şirkete en fazla mali yük getiren kısım ise borsaya kote olma ve kotasyonda kalma ücretleridir. Bu parasal büyüklükler ise şirketin büyüklüğüne göre değişmektedir.

✓ **Aracı kurum yükümlülüğü:** İşletmeler halka arza aracılık yapmaya yetkili bir kuruluş ile sözleşme imzalarlar. Bu sözleşmede aracı kurum ile halka arz yöntemi, şirketin ve yetkili kuruluşun yetki ve sorumlulukları belirlenir (Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı Halka Arz, 2016). Bu aşamada aracı kurumlar halka arz mevzuatını şirkete danışmanlık yaparak uygular. Bu anlaşma da şirketin maliyetlerini etkileyen diğer bir unsurdur.

1.5. Halka Arz Süreci

Halka arz süreci işletmelerde ön hazırlık süreci ile başlayıp, çeşitli düzenleme ve şartların sağlanması ile devam eden, talep toplama ve borsada işlem görme ile son bulan bir süreçtir. Süreç aşağıda adımlar halinde açıklanmıştır.

1. Adım, işletme içi çalışma grubunun oluşturulması: Halka arzın ilk ve ön hazırlık sürecidir. Bu aşamada işletme danışmanlık şirketi ve şirket finans yöneticilerinde oluşan bir ekip yardımıyla yapılması gereken işlemler bir sıraya konulmalıdır.

2. Adım, aracı kuruluş seçimi ve piyasa danışmanlığı anlaşması: Aracı kuruluş halka arz sürecinde işletmeyi en iyi tanıyan ve tanıtan organizasyondur. Aracı kuruluşun itibarı halka arzın başarısına etki etmektedir.

3. Adım, finansal tabloların hazırlanması ve bağımsız denetim şirketinin seçimi: Halka arz için işletmelerin ilk müracaat edecekleri adres SPK'dır. SPK'ya başvurmadan önce de son üç yıl ve ara dönemlere ait finansal tablolarını bağımsız denetim şirketinin

denetiminden geçirmek zorunludur. Bu nedenle işletmenin Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim kuruluşu ile denetim sözleşmesi yapması gerekmektedir. Bu sözleşmeye müteakip yapılacak bağımsız denetim, yatırımcı güveni ve mevzuata uygunluk için gerekli olan finansal tabloların doğruluğu ve güvenilirliği konusunda güvence sağladığı için halka açılmayı planlayan şirketler için çok önemlidir.

4. Adım, genel kurul kararı ve esas sözleşme değişikliği: Halka arz olacak şirketin yönetim kurulu, sermaye piyasası mevzuatına uyumlu olması açısından esas sözleşme değişikliklerinin taslağını Kurul'a sunmalıdır. Söz konusu değişiklikler için yönetim kurulu onayından sonra mutlaka genel kurul onayına da sunulmalıdır.

5. Adım, fiyatın belirlenmesi: Halka arz fiyatı hem ihraççının hem de yatırımcının avantaj elde edebileceği bir değerde olmalıdır. Şirket ortakları fiyatın yüksek, yatırımcılar ise düşük olmasını isterler. Eğer fiyat çok yüksek olursa halka arza olan talep azalır ve istenilen sonuç elde edilmez. Çok düşük olursa da yatırımcılar kâr elde eder ama ihraççı daha az gelir elde etmiş olur. Neticede her iki tarafında beklentisini karşılayabilecek aralıkta hisse senedi fiyatının belirlenmesi gerekmektedir.

6. Adım, başvuru için gerekli belgelerin hazırlanması: Borsa İstanbul ve SPK'ya müracaat edilmesi gerekmektedir. Gerekli belge ve dokümanlar hazırlanır. Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesinde başvuru için gerekli belgeler açıklanmıştır. SPK'ya yapılacak başvuru ile eşanlı Borsa İstanbul'a iletilmesi gerekli belgeler şunlardır;

- Başvuru detaylarını belirten bir dilekçe,
- Ortaklık tarafından imzalanan bilgi formu,
- İzahnamede yer verilen bağımsız denetim raporları,
- Taslak izahname,
- Hukukçu raporu,
- Faaliyetleri kamu kurumlarının düzenleme ve denetlemesine tâbi olan ortaklıkların (kuruluş, denetim ve gözetim açısından SPK mevzuatına tâbi olan ortaklıklar hariç) kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile paylarının hukuki durumunun tâbi oldukları mevzuata uygun olup olmadığına ilişkin ilgili kurumlardan alacakları yazı

- SPK tarafından onaylanan güncel esas sözleşme,
- Aracılık sözleşmesi ve varsa yatırım kuruluşları ile yapılan diğer anlaşmaların örneği,
- Ortaklığı temsile yetkili kişilerin imza sirküleri,
- İhraca ilişkin yetkili organ kararı
- Fiyat tespit raporudur.

Diğer belgeler ise izahname SPK tarafından onaylandıktan sonra gerekli olan belgelerdir. Bunlar ise;

- Başvuru kapsamında sunulan bilgi ve belgelerin güncelliğine ilişkin beyan ve ihraca ilişkin satış sonuçları tablosu
- İşlem görme başvuru dilekçesinden oluşmaktadır.

7. Adım, halka arz başvurusu ve sonrası süreç: Halka arz olacak şirket tarafından gerekli evraklar hazırlandıktan sonra SPK'ya izahnamenin onayı için, Borsa İstanbul'a da ilgili pazarda işlem görmek için başvurulur. Yapılan başvurular her iki kurum tarafından değerlendirilir. Bu aşamada yetkili kişiler şirket merkez ve üretim tesisini ziyaret edebilirler. Başlıca incelenecek konular arasında öncelikli olarak finansal veriler gelmektedir. Statik ve dinamik analiz ile oran analizleri yapılır. İkinci aşamada ise finansal olmayan veriler incelenir. Bunlar arasında ise; mamul veya hizmet üretim süreci, üretim tesisleri, yurt içi ve yurt dışı satışlar, yatırımlar, grup şirketleri ile ilişkiler, hukuki durum, faaliyetin sürdürülmesi ile ilgili önemli sözleşmeler gibi konular yer almaktadır.

8. Adım, takas ve saklama bankası ve merkezi kayıt kuruluşuna müracaat: Bu aşamada; şirketin Takasbank'a müracaatı ve halka arz edilecek sermaye piyasası aracına ISIN kodunun Takasbank'tan alınması işlemleri yapılır. Takasbank müracaatını takiben halka arz edilecek şirketin ve paylarının, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde kaydedilmesi gerekmektedir. Böylelikle halka arzın tamamlanması ile birlikte halka arzdan pay alan yatırımcıların MKK nezdindeki hesaplarına bu payların aktarılması mümkün olacaktır. Kamuoyunu aydınlatma platformu (KAP) MKK tarafından işletilmektedir. Özel durum açıklamaları ve finansal tabloların KAP' ta yayımlanması için şirketlerin MKK'ya KAP üyeliği için başvuruda bulunması ve elektronik sertifika alması gerekmektedir.

9. Adım, şirketin işlem göreceği pazarın belirlenmesi: Yapılan başvuruyu inceleyen borsa uzmanları ve Borsa İstanbul Yönetim Kurulu payların hangi pazarda işlem göreceğine karar vermektedir.

10.Adım, halka arz izahnamesinin onaylanması ve kurul kaydına alınması: Halka arz izahnamesi ihraççının finansal durumu, performansı, geleceğe yönelik beklentileri, faaliyetleri hakkında, yatırımcıları riskler ve fırsatlara karşı bilinçli bir şekilde aydınlatmak için hazırlanan bir dokümandır. Ayrıntılı olarak hazırlanan bu belgede Kurul'un istediği bütün bilgilere yer verilmesi zorunludur.

11. Adım, halka arzın yapılması: Bu aşamada talebin toplanacağı tarih ve ilk işlem günü, televizyon ve internet reklamları ile kamuoyu ile paylaşılır. Halka arza aracılık eden kuruluş talep toplama tarihleri sonunda halka arz satış sonuçlarını KAP'ta duyurarak SPK ve Borsa İstanbul'a iletir. Borsa İstanbul ise halka arz satış sonuçlarını inceler ve borsa kotuna alma şartlarının sağlanması ile şirket payları KAP'ta yapılacak duyuruyu izleyen ikinci iş günü işlem görmeye başlar.

1.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Payların yatırımcılara satışı üç farklı yöntemle gerçekleştirilmektedir (Borsa İstanbul A.Ş.).

Talep Toplama Yöntemi

- **Sabit Fiyatla Talep Toplama:** İhraççı ve/veya hissedar, satış için sabit bir fiyat belirler ve yatırımcı talepleri bu fiyat üzerinden toplanır.
- **Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama:** Bu yöntemde, ihraççı ve/veya hissedar tarafından belirlenen asgari fiyatın üzerinde yatırımcılardan fiyat teklifleri toplanır.
- **Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama:** Belirlenen alt ve üst fiyat sınırları içinde yatırımcıların talepleri toplanır. Taban ve tavan fiyat arasındaki fark, taban fiyatın %20'sini aşmayacak şekilde belirlenir.

Talep toplama sürecine başlanabilmesi için öncelikle izahname ve fiyat tespit raporunun yayımlanması gerekmektedir. Talep toplama, bu belgelerin yayımlanmasını takip eden

üçüncü günden itibaren başlayabilir. Eğer bu belgeler farklı tarihlerde yayımlanırsa, süreç en son yayımlanan belge dikkate alınarak başlar.

Talep toplama süresi, en az iki iş günü ve en fazla yirmi iş günü olarak belirlenmiştir. Aracı kuruluş tarafından toplanan talepler, SPK'nın II-5.2 sayılı Tebliği'nde yer alan "Dağıtım İlkeleri" çerçevesinde bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında dağıtılarak satış listesi kesinleştirilir.

Borsada Satış Yöntemi

Payların halka arzı, aracı kurumlar aracılığıyla borsa dışında gerçekleştirilebileceği gibi, doğrudan Borsa İstanbul'un birincil piyasasında da yapılabilir. Borsada halka arz başvurusu, ilgili düzenlemelere uygun olarak yapılmalı ve Borsa tarafından kabul edilmelidir. Şirketler, halka arz sürecinde "Sürekli İşlem," "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" veya "Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemlerinden birini tercih edebilir.

Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

Bu yöntemde, payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler, belirlenen fiyat üzerinden ve izahnamede açıklanan usule uygun şekilde satış gerçekleştirir. Ancak, SPK'nın II-5.2 Tebliği'nin 17. maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen niteliklere sahip şirketler bu yöntemi kullanamaz.

1.7. Halka Arzda Taraflar ve Fiyatlama

Halka arz fiyatı tespit edilip, borsada hisseler satılmaya başladıktan sonra taraflar için kazanç ve kayıplar oluşmaya başlayacaktır. Halka arz fiyatı söz konusu kazanç ve kayıplar için belirleyici olduğundan önem arz etmektedir. Halka arz fiyatının belirlenmesinde üç aktörün rolü büyüktür. Bunlar ihraççı işletme, yatırımcılar ve aracı kurumlardır.

İhraççı işletme hisse senetlerini en yüksek fiyattan satmak isterken, yatırımcılar kısa sürede yüksek kazanç sağlamak için düşük fiyatlanmış hisse senetlerini tercih ederler.

Aracı kurumlar ise ihraççı ve yatırımcılar arasında üstlendikleri aracılık rolü nedeniyle farklı etkenlere göre fiyatlamada rol almaktadırlar.

Aracı kurum halka arz fiyatını yüksek belirlediğinde, yatırımcıların hisseye olan talepleri azalacak ve halka arzdan elde edilen başarı oranı düşecek ama halka arz olan işletmenin hasılat artacaktır. Yüksek fiyatlama sonucunda eğer hisse senedi fiyatında ani bir düşüş olursa bu hisse senedini alan yatırımcı parasal kayıp yaşayacaktır. Bu durumun tam tersi olarak aracı kurumun fiyatı düşük belirlemesi beklenen hasılatın sağlanmasına engel olacaktır (Güler, 2010). Bunun yanı sıra aracı kurumlar halka arzın büyüklüğüne ve talebine bağlı olarak farklı stratejiler de uygulayabilirler. Büyük yatırımcıların baskın olduğu, büyük halka arzlar için, aracı kurumlar teklif fiyatını piyasa koşullarını yansıtacak şekilde ayarlayabilirken, daha küçük, az talep edilen halka arzlar, bilgisiz yatırımcılara agresif bir şekilde pazarlanabilir (Brau ve Henry, 2022).

Halka arzı gerçekleştiren aracı kurumun en önemli işlevlerinde biri halka arz fiyatını belirlemektir. Halka arz fiyatının belirlenmesinde çeşitli muhasebe yöntemleri kullanılmaktadır. Halka arz fiyatını belirlemek üzere öncelikle şirket değerinin belirlenmesi gerekir. Bir şirketin değerinin belirlenmesi indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer şirket çarpanları analizine göre yapılmaktadır. Şirket değerine ulaşıldıktan sonra, bu değer şirketin ödenmiş sermayesine bölünerek halka arz fiyatı tespit edilir. Daha sonra aracı kurumlar kendi hazırladıkları fiyat tespit raporunda halka arz fiyatını nasıl belirlediklerini kamuoyu aydınlatma platformu aracılığıyla paylaşırlar.

Düşük fiyatlandırma, bir şirketin hisselerinin halka arz fiyatının, ikincil piyasada alım satımın ilk gününde gözlemlenen piyasa fiyatının altında olması durumudur (Carter ve Manaster,1990). Genel olarak bu durum halka arz olan şirketin daha fazla sermaye toplaması için kaçırılmış bir fırsat olarak görülmektedir (Solovjova vd., 2022).

Düşük fiyatlama olgusunun çok sayıda nedeni vardır. Aşağıda bu nedenler maddeler halinde sıralanmıştır.

- ✓ *Halka arz sürecinde taraflar arasındaki asimetrik bilginin olması:* Düşük fiyatlandırmanın önemli nedenlerinden biri ihraççı ile yatırımcılar arasında asimetrik bilgi sorunun olmasıdır. İhraççı ve birlikte çalıştığı aracı kurum işletmenin gerçek

değeri hakkında bilgi sahibi olmayan potansiyel yatırımcıları çekmek üzere bilinçli olarak düşük fiyatlamayı tercih edebilirler (Swain ve Kar, 2022).

- ✓ *Halka arz yoluyla elde edilen kaynağın büyüklüğü:* Halka arz yoluyla elde edilen hasılat hisse senedinin ilk gün getirisi ile önemli ölçüde ilişkilidir (Massel vd.2024).
- ✓ *İşletmenin halka açılma oranı:* Bir şirketin kamuya ihraç edilmiş ve piyasada hiç bir sınırlamaya tabi olmadan alınıp satılabilen hisse senetlerinin şirketin toplam hisse senetlerine oranına denir. Yatırımcılar halka açıklık oranı yüksek şirketlere daha fazla talepte bulunurlar, fiyat oynaklığı artar. Böylece halka arzların ilk gün getirileri de halka açıklık oranından etkilenebilir.
- ✓ *Şirket hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başladığı süreçte piyasanın yükselme veya düşme eğiliminde olması:* Piyasanın getirisinin halka arz olan hissenin ilk gün getirisi ile ilişkisi negatiftir; ancak, uzun vadede aralarındaki ilişki pozitif olmaktadır (Rathnayake vd.,2022).
- ✓ *Aracı kurumların düşük fiyatlamayı tercih etmeleri:* Aracı kurumlar daha fazla bilgiye sahiptirler. Halka arz maliyetlerini ve riskleri azaltmak için bilinçli olarak hisse senetlerini düşük fiyatlandırabilirler (Sağlam ve Çelik, 2011).
- ✓ *Belirsizlik düzeyi:* Bir halka arzın değerindeki belirsizlik ne kadar yüksekse, beklenen düşük fiyatlandırma düzeyinin de yüksek olduğu görülmüştür (Beatty ve Ritter; 1986)
- ✓ *Karşılaşılan ihraç maliyetinin ihraç edilen hisse senetleri tutarına oranı:* Şirketler halka arz olurken bazı masraflara katlanırlar. Bunlardan bazıları SPK, aracı kurum ve Borsa İstanbul'a ödenen ücretlerdir (Cihangir ve Kandil, 2009). Eğer bu maliyetlerin ihraç edilen hisse senetlerin oranı yüksek olursa hissenin düşük fiyatlanmasına neden olabilir.
- ✓ *İşletmelerin mülkiyet yapıları:* yönetim mülkiyetinin yüksek olması temsil maliyetlerini artırmakta ve işletmelerin likiditesini azaltmaktadır. Yatırımcılar düşük likiditeyi ve yüksek temsil maliyetlerini karşılamak için daha fazla düşük fiyatlandırma talep etmektedirler (Chen, Firth ve Kim, 2002).

Düşük fiyatlandırmanın varlığı halinde bilgili yatırımcıların alım ve satım kararı almaları başlangıç getirisine bağlıdır (Kaderli ve Demir, 2008). Bu açıdan düşük fiyatlandırmanın nedenleri ve seviyesi de yatırımcı gözüyle ayrı olarak değerlendirilmelidir.

Yüksek fiyatlama ise, halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatının gerçek değerlerinin üstünde olması olarak tanımlanır (Salar, 2021). Eğer hisse fiyatı yüksek fiyatlanırsa, halka arzın başarısız ve hissenin piyasadan geri çekilme ihtimali yüksektir. Oysa şirketler, satışa sunduğu hisse senetlerinde tamamının satışını arzulamaktadırlar (Yıldırım ve Dursun, 2016).

1.8. Halka Arz Teorileri

Teoriler, çeşitli alanlardaki olguları açıklamak, tahmin etmek ve anlamak için yapılandırılmış bir çerçeve sağlar. Teoriler, nedensel ilişkiler ve olası sonuçlar hakkında ön görüşler sunmak için oluşturulur. Bu çerçevede ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı ihraççılar, aracı kurumlar ve yatırımcıların tutumları üzerinden açıklamak üzere oluşturulmuş, literatürde üzerlerinde durulan çeşitli teoriler mevcuttur.

1.8.1. Düşük fiyatlandırma teorileri

1.8.1.1. Asimetrik bilgi hipotezi kavramı

Baron (1982) ve Rock (1986) yapmış oldukları çalışmalarda ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmanın varlığını asimetrik bilgiye dayanarak açıklamışlardır. (Mishkin ve Strahan, 1999). Asimetrik bilgi, bir ticari faaliyette piyasada mevcut olan bilginin taraflar arasında eşit şekilde dağılmadığı, bu nedenle bir tarafın karar verebilmek için ihtiyaç duyduğu bilgiye diğer tarafa kıyasla ulaşamadığı durum olarak tanımlanmıştır. Herhangi bir finansal enstrümanın alım ve satımını yapan taraflardan birinin ilgili finansal enstrümanın gelecekteki performansı ile ilgili daha fazla bilgi edinilmesi ve daha fazla getiri elde edilmesi mümkün olacağından dolayı asimetrik bilgi; ters seçim, ahlaki tehlike ve temsilcilik sorunu gibi durumlara yol açabilmektedir.

Bilgi asimetrisinin varlığı durumunda piyasada oluşan hisse fiyatları ve hisselerle ait işlem hacimleri sözü edilen eşitsizliğin yansıması olarak nitelendirir. Diğer bir

ifadeyle asimetrik bilgi işlem hacmi ile fiyatın en önemli belirleyicisidir. Etkin piyasalarda aynı bilgiye tüm yatırımcılar anında ulaşır ve bilgi fiyata yansır; fakat, etkin olmayan piyasalarda bilginin yatırımcıya ulaşması zaman ve içerik yönünden farklılık göstermekte, böylece bilgi ve fiyat arasında eşzamanlı denge kurulması mümkün olmamaktadır.

Finansal piyasalarda genel olarak asimetrik bilginin varlığı kabul edilmekte ve piyasanın işleyişini etkilediği bilinmektedir (Zor, Bozkurt ve Öksüz, 2016). Levin'e (2001) göre gizli bilgilerin ortaya çıkması ile birlikte işlem hacmi artar. Llorente vd.'nin (2002) yaptıkları çalışmada piyasa büyüklüğünü asimetrik bilgi düzeyini gösteren bir değişken olarak kullanmışlar ve şirketlerin piyasa değeri büyüdükçe asimetrik bilgi düzeyinin azaldığını, piyasa değeri küçük olan işletmelerde ise asimetrik bilgi düzeyinin arttığını tespit etmişlerdir.

Asimetrik bilgi durumunun neden olduğu sorunlar aşağıda açıklanmıştır.

Ters seçim sorunu: Herhangi bir ürün ya da hizmet ile ilgili yapılan bir ekonomik sözleşmede açıklanmayan gizli bilgiler ters seçim sorununa yol açar. Ters seçim sorunu ile sadece hisse senedi piyasalarında karşılaşılmaz. Sağlık, mortgage ve ikinci el araba alım ve satımı gibi alanlarda da bu sorunla karşılaşmak mümkündür. Alıcı ve satıcılar gizli bilgiler yüzünden kazanç ya da kayba uğramaktadırlar.

Ahlaki tehlike sorunu: Herhangi bir finansal işlemde riskli bir davranış sergilenmesi sonucunda oluşan zararın maliyetine katlanılmaması ve davranışlarda değişiklik, risk alma isteğindeki artış ahlaki tehlike olarak tanımlanmaktadır. Bu sorunun ortaya çıkmasındaki en önemli etken ise taraflardan birinin kendisine çıkar sağlamak istemesi ve diğer tarafın mağdur olmasıdır.

Temsilcilik (vekâlet) sorunu: İş sözleşmelerinde temsilci vekil adına değil de kendi çıkarlarını maksimize etmek için hareket ederse temsilcilik sorunu ortaya çıkar. Vekâlet veren, vekil kadar bilgi sahibi olmadığından, vekil kazanç elde ederken, zarara uğrayabilmektedir.

1.8.1.2. Kazanan laneti hipotezi

Kazanan laneti, fiyatı abartılmış bir varlığa bir yatırımcının yatırım yapması ve sonrasında negatif getiri ile karşılaşması durumudur. Rock (1986) kazananın laneti hipotezini ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın bilgili ve bilgisiz yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklandığı gerekçesiyle açıklamıştır. İlk halka arzda hisse senedinin yüksek fiyatlanması durumunda bunun farkında olan bilgili yatırımcılar bu hisse senedini talep etmeyecek, ancak bilgisiz yatırımcılar bu senede yatırım yapacaklardır. Bu durumun tam tersi olarak hisse senedinin fiyatı olması gereken fiyatın altında belirlenmişse bu durumu fark eden bilgili yatırımcılar yüksek alım yapacak, bilgisiz yatırımcılar istedikleri kadar alamadıkları için bu satıştan kâr elde edemeyeceklerdir. Bu durumda bilgili ve bilgisiz yatırımcıların karşılaştığı kayıplarını azaltmak isteyecekler. Bilgisiz yatırımcılar için bu kaybı telafi etmenin yolu ise düşük fiyatlandırmadır (Gökpınar, 2023).

1.8.1.3. Monopson güç teorisi

Monopson güç teorisine göre, aracı kurumlar küçük, riskli ve yeni kurulmuş işletmelerin pazarlık güçlerinin zayıf olacağı düşüncesiyle hareket etmektedirler. Bu kurumlar piyasa koşullarına ilişkin üstün bilgi toplama ve analiz etme gücüne sahiptirler. Halka arz olacak pay senetlerini düşük fiyatlandır ve daha az pazarlama çabasında bulunurlar (Ölmez, 2010).

1.8.1.4. Piyasa geri bildirimi teorisi

Bu hipotez ise işletmelerin talep toplama yöntemi ile yaptıkları halka arzlarda aracı kurumların düşük fiyatlandırma oranını ayarlayarak bilgi verdiklerine dayanmaktadır. Olumsuz bilginin yayılması durumunda ise oluşan baskı ve stresi kontrol etmek için aynı şekilde düşük fiyatlandırmayı kullanmaktadırlar. Talep toplama fiyatı düşük ama halka arz fiyatı yüksek belirlenmişse hissenin ilk günkü kapanış fiyatı da yüksek olacaktır. Yatırımcılar ise çok düşük fiyatlandırma yapıldığı algısına kapılacak ve ilk işlem günü pay senedine yüksek talep olacaktır (Ritter, 1998).

1.8.1.5. Şelale etkisi (sürü) teorisi

Welch (1992) tarafından geliştirilmiştir. Teoriye göre yatırımcılar çoğunluğun yatırım stratejisinden etkilenerek hareket etmektedirler. Bir yatırımcı ilk kez halka arz olacak bir şirket ile ilgili olumlu görüşe sahip olsa bile yeterli talep olmadığını görürse yatırım yapmaktan vazgeçebilir (Yavuz, 2021). Bu durumun tam tersi olarak yatırımcı şirkete ilişkin bilgi sahibi değilse bile çoğunluğa uyarak yatırım yapmaya yönelebilir. Yatırımcıların bu eğiliminin farkında olan aracı kurumlar sürü ya da şelale etkisi yaratarak yatırımcıları pay alım ve satımına teşvik etmek isteyecektir. 2020 yılının Mart ayında başlayan pandemi döneminde borsaya olan ilgi ve yatırımcı sayısı da artmıştır. Artan yatırımcı sayısını sürü etkisi yaratması mümkündür.

Günümüzde halka arzlarda operasyonel süreçler tamamlanıp, hisseler piyasada alınıp satıldıktan sonra kurumsal yatırımcıların ilgili hissede ne kadar alım ve satım yaptıklarını piyasa ekranlarından görmek mümkündür. Kurumsal yatırımcılar büyük miktarlarda alım-satım yaptıklarından diğer yatırımcılardan ayrılmaktadırlar. Bu özellikleri ile hissenin fiyatı üzerinde etkileri büyüktür. Kurumsal yatırımcıların aynı zamanda likiditesi yüksek ve geniş piyasalara erişimi kolaydır. Emeklilik fonları ve hayat sigorta şirketleri gibi uzun vadeli fon kaynaklarını bünyelerinde bulundurmaları sayesinde yüksek risk ve getirili finansal varlıkları portföylerinde tutabilirler. Böylece sermaye piyasalarına uzun vadeli fonların arzını niteliksel olarak artırır (Harichandra ve Thangavelu, 2004).

Kurumsal yatırımcıların bir diğer avantajı risk havuzu ve risk paylaşımı yoluyla riski kontrol edebilmeleri ve belirsizliği yönetebilmeleridir. Böylece yeni bir finansal ürün ya da yatırım stratejisinin gelişmesini sağlarlar. Bunlar sıfır kuponlu tahviller, endekse dayalı vadeli işlemler, menkul kıymetleştirme ve kapsamlı türev kullanımı gibi finansal yeniliklerden oluşmaktadır (Karkacı, 2016). Hisseye iyi bir fiyat belirleme ve işlem maliyetlerini düşürme fonksiyonları da bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar şirket ile diğer yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak, kurumsal yönetime ve şirketin likiditesine katkı sağlarlar (Huyghebaert ve Hulle, 2004). Kurumsal yatırımcılar için yapılan yatırımlar uzun vadeli olmalıdır. Böylece piyasanın volatilitesi ve kırılganlık azalacak ve fiyat hareketlerindeki istikrar ve tutarlılık ile ileriye yönelik tahminler

yapmakta kolaylaşacaktır (Karkacier, 2016).Kurumsal yatırımcılar açısından olumsuz kabul edilecek tek durum ise büyük miktartlı işlem yaparken ülkeden yabancı sermaye çıkışına sebep olmalarıdır. Yabancı kurumsal yatırımcı yatırımlarını satar ve yerli para elde eder. Elindeki yerli parayı da tekrar yabancı paraya dönüştürür. Yabancı para ile beraber ülkeden ayrılır. Bu sermaye göçünün bir sonucu olarak, ev sahibi ülkenin döviz rezervleri tükenir (Dorkin, 1999).

1.8.1.6. Sinyal teorisi

Sinyal teorisine, özellikle finansal piyasalar ve halka arzlar bağlamında, sıklıkla Michael Spence'in çalışmalarında atfedilmiştir. Spence, bir tarafın belirli eylemler yoluyla diğer tarafa güvenilir bir şekilde bilgi ifşa ettiğı durumu anlatan “sinyal” kavramı üzerinde durmuştur. Teori, daha yüksek kaliteye sahip firmaların, piyasanın bu sinyali tanıyacağını ve uzun vadede daha yüksek bir değerlemeyle ödüllendireceğini umarak, değerlerini bildirmek için halka arzlarını kasten düşük fiyatlandıracağını öne sürmektedir (Spence, 2002). Welch (1992) ise işletmelerin daha sonra yapacağı sermaye artırımlarında yüksek bir fiyat belirleyebilmek için ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırma yapma eğilimlerine vurgu yapmıştır. Ayrıca ilk halka arzı gerçekleştiren işletmelerin üçte biri ilerleyen yıllarda sermaye artırımına gitmektedirler.

1.8.1.7. Dengeleme teorisi

Dengeleme teorisi; işletmelerin sermaye yapısını belirleyen borç/öz kaynak oranı ile borçlanma neticesinde iflas riski ve maliyetlerinin oluşması ve borç kullanmanın getirdiğı vergi avantajı ile temsil maliyetlerinin dengelendiğı noktada optimal bir borç düzeyinin yakalaması gerektiğine vurgu yapmaktadır (Ata ve Ağ, 2010; Terim ve Kayalı, 2009).

1.8.1.8. Finansal hiyerarşi teorisi

Finansal hiyerarşi teorisinde işletmelerin yatırımlarını finanse ederken oluşturacakları sermaye yapılarında hangi borçlanma kalemlerine öncelik vereceklerini açıklamaktadır. Bu teoriye göre oto finansman ilk sırada yer alırken ikinci sırada borçlar, son sırada ise hisse senedi ihracı yer almaktadır. Borç/öz kaynak oranının optimum bir

seviyesi bulunmamaktadır. Çünkü borçlanma oranı, şirket içinde oluşturulan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin; bir şirketin kârı yüksek olup da yatırım fırsatları sınırlı ise; düşük borç oranlarına sahiptir. Buna karşılık yatırım fırsatları yüksek olup da şirkette yaratılan fonları yetersiz bir şirket ise daha yüksek borçlanma oranına sahiptir.

1.8.1.9. Kurumsal nedenler teorisi

Düşük fiyatlamasının gerekçeleri arasında yer alan kurumsal nedenler teorisi üç farklı argüman ile açıklanmaktadır. Logue (1973) ve Ibbotson (1975) ve Hughes ve Thakor (1992) tarafından yapılan çalışmalarda halka arz edilen performansından eğer yatırımcılar hoşnut olmazsa şirket yöneticilerine dava açabileceği ihtimaline karşı bilinçli olarak düşük fiyatlandırma yaptıkları yönündedir (Usanmaz ve Söylemez, 2021). Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu tarafından fiyat istikrarı işlemleri yapılmaktadır. Ama bu işlem düşük fiyatlamalı halka arzlarda yüksek fiyatlamalarına nazaran daha başarılı sonuç vermektedir. (Ljungqvist, 2004) ise gelirden alınan vergilerin değer artışı veya sermaye kazancından alınan vergilerden daha yüksek olması durumunda ilk halka arz fiyatının düşük olmasına neden olabileceğini öne sürmüştür.

1.8.1.10. Davranışsal teoriler

Baker ve Wurgler (2007) göre davranışsal teori geçerli ve bağlantılı bir neden olmaksızın yatırım yaparken aşırı istek, iyimserlik ve rasyonel olmayan coşkunluk, duyarlılık ve söylentilere göre davranışlar sergileyen yatırımcıları ifade etmektedir. Ljungqvist (2004) göre ise; ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyattan alım işlemi yaparak hisselerin fiyatının yükseltmesini sağlayan bu çerçevede rasyonel olmayan yatırımcıları göstermektedir. Ayrıca ihraççı şirketlerin aracı kurumları yanlış yönlendirerek düşük fiyatlandırmayı azaltmaları için yeterli baskı yapamadıklarını da varsaymaktadır.

Loughran ve Ritter (2002) beklenti teorisinde düşük fiyatlama ile satılan payların fiyatı eğer ilk işlem günü artarsa, halka arzda satılamayan diğer payların değerlendirildiğini ve böylece bu paylara sahip olan ortakların toplam servetinin normal fiyatlamaya göre daha fazla arttığını ileri sürmüşlerdir.

2. HALKA ARZ MEVZUATINA İLİŞKİN DEĞİŞİKLİKLER, MUHASEBE POLİTİKALARI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1.Halka Arz Olma Kriterlerinde Değişiklik

Bir işletmenin halka açılmak istemesi durumunda bazı ön koşulları sağlaması gerekmektedir. Bu koşullar genellikle işletmenin finansal tablolarındaki rakamların büyüklüğü ile ilgilidir. Söz konusu kriterler 2024 yılında güncellenmiştir. Her ne kadar bu çalışma 2020-2021 yılları arasında gerçekleşen halka arzları konu edinse de, söz konusu değişikliklere bu bölümde yer verilmek istenmiştir.

Değişiklikler SPK tarafından yapılan ve Borsa İstanbul tarafından değişiklikler olmak üzere iki grupta toplanmıştır. SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı kararına göre (bu karar 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı SPK Bülteni'nde yayımlanmıştır) ilgili sermaye piyasası mevzuatında yer alan yeniden değerlemeye tabi tutarlar 2024 yılı için yeniden belirlenmiştir. SPK kararındaki değişikliklerle uyumlu olması açısından Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi' nde bulunan Yıldız Pazar, Ana Pazar veya Alt Pazar'da halka arz edilecek olan payların kotasyon şartlarında da değişiklikler yapılmıştır.

İşletmenin halka arz edilebilmesi için mevcut sermayesinin tamamının ödenmiş olması, son iki yılda net kâr elde etmesi gerekmektedir. SPK 2024 yılı itibarıyla kayıtlı sermaye sistemine geçiş gerekli asgari sermaye tutarını 30.000.000 TL’ den 100.000.000 TL’ ye yükseltilmiştir. SPK ilgili kararda ayrıca, işletmenin özel bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında 2023 senesi için aktif toplamının en az 1.500.000.000 TL, net satış hasılatının ise 750.000.000 TL olması gerektiğini belirtmektedir. . Halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanan payların ek satış hariç olmak üzere piyasa değerinin 500.000.000 TL’nin altında olması durumunda %25’ine denk gelen payların satışa hazır hale gelmesi ve ortakların yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerektiği açıklanarak bu payların piyasa değerinin 2023 senesi için 231.903.989 TL olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca aracı kurumlar payların piyasa değeri 400.000.000 TL’nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı ve payların piyasa değeri 400.000.000 ile 800.000.000 TL arasında olması halinde ise 400.000.000 TL’ye kadar olan kısmının tamamını satın alacaklarını beyan etmelidirler. 400.000.000 TL’yi geçen kısımların ise yarısı için aracı kurumlar halka arz fiyatından bu payları satın alacağına dair beyanda bulunmalıdırlar. Eşik değerlerin 2023 senesi için tutarları ise sırasıyla 150.000.000 TL ve 150.000.000 ile 250.000.000 TL arası olarak belirlenmiştir.

Borsa İstanbul tarafından yapılan değişiklikler özellikle kotasyon yönergesi ve farklı pay pazarlarındaki güncel oranlar üzerinedir. Bu kriterler ve pazar grupları Tablo 2.1’de görülmektedir.

Tablo 2.1.2024 Yılı Halka Arz Kotasyon Değişiklikleri

	Alt Pazar	Ana Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz edilen payların piyasa değeri	Asgari 100.000.000 TL	Asgari 250.000.000 TL	Asgari 1.000.000.000 TL
Halka arz edilen payların nominal değerinin sermayeye asgari oranı	%25	%20	%10
Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki özsermaye/sermaye oranı	>1, 25	>1, 00	>1, 00
Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarda dönem kârı olması gereken sene	Son 2 sene	Son 2 sene	Son 2 sene

Kaynak: <https://turunc.av.tr/news/bazi-halka-arz-kriterleri-guncellendi-2024/>.

Tablo 2.1’de Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazarda halka arz edilen payların piyasa değerleri 2024 yılı için belirtilmiştir. Bu tutarların asgari piyasa değeri Yıldız Pazar için 300.000.000 TL’den 1.000.000.000 TL’ye, Ana Pazar için 75.000.000 TL’den 250.000.000 TL’ye, Alt Pazar için ise; 40.000.000 TL’den 100.000.000 TL’ye çıkarıldığı belirtilmiştir. İkinci kriter olan payların nominal değerinin özsermaye oranı sadece Yıldız Pazar için %15’den %10’a düşürülmüştür. Son kriter olarak ise; Yıldız Pazar için dönem kârı ve/veya özsermaye/sermaye oranı şartlarını sağlayamayan ortaklıkların paylarının BIST Yönetim Kurulu’nun takdirine bağlı olarak kota alınabilmesi için aranan şartlardan olan halka arz edilen payların asgari piyasa değerine ilişkin eşik 500.000.000 TL’den 1.500.000.000 TL’ye çıkarılmıştır. Sonuç olarak halka arz olma şartlarının zorlaştırıldığı görülmektedir (<https://turunc.av.tr/news/bazi-halka-arz-kriterleri-guncellendi-2024/>).

2.2.Halka Arzda Özel Denetim

Özel denetim 28/06/2013 tarihli ve 28691 sayılı Sermaye Piyasaları Kanunu'nun 6. maddesinin 1. fıkrası gereğince, sermaye piyasası araçlarının ilk halka arzı için Kurul'a sunulduğu tarihte veya birleşme, bölünme, devir ve tasfiye durumlarında kuruluşlar tarafından herhangi bir tarihten itibaren bu özel amaçlar için hazırlanan mali tablolara ilişkin yapılan denetimdir.

Bağımsız denetimi yapan yetkili kuruluş halka arz olacak işletme ile ilgili özel denetim raporunu hazırlar. Bu raporun içeriğinde işletmenin denetimden geçmiş finansal tabloları, faaliyet konuları, ortaklık yapısı gibi konulara yer verilmekle birlikte ayrıca denetim şirketi işletme hakkında kendi görüşüne de yer verir. Bu görüş olumlu ya da olumsuz olarak ifade edilebilmektedir. Aracı kurumlar ve analistler için halka arzın başlangıcında hazırlanan ve yayımlanan bu rapor işletme hakkında bilgi sahibi olmak ve kurumsal yatırımcıları yönlendirmek açısından oldukça önemlidir. Çünkü hisse fiyatı ile piyasadaki alım ve satımlar genel kabul görmüş ve yasal dayanağa göre hazırlanan bu raporlardaki bilgi ve görüşler ışığındaki kararlara göre yapılmaktadır.

Özel bağımsız denetim sürekli bağımsız denetim anlamına gelmemektedir. İşletme bağımsız denetim kuruluşu ile bağımsız denetim hizmet ilişkisi devam ederken bile ayrı bir bağımsız denetim kuruluşuna özel bağımsız denetim yaptırmak isteyebilir ve bu amaçla sözleşme imzalar. Böylece özel denetim sözleşmesi ile başlayan bağımsız denetim süreci

sözleşmenin imzalanması ile başlamış olur (Ulusoy, 2007). Özel denetim yapılacak olan mali tabloların bağımsız denetim sözleşmesinin imzalandığı ay sonu veya daha sonraki bir döneme ait olması gerekmektedir. Sürekli bağımsız denetim sürecinde uygulanan prosedür ve standartlar özel bağımsız denetimde de uygulanır (Ulusoy, 2007).

2.3. Halka arzlarda vergi avantajı ve mevzuat değişiklikleri

Kurumlar Vergisi Kanunu'nda çeşitli düzenlemeler yapılarak işletmelerin finansman erişimini kolaylaştırmak için ve faaliyet alanlarında süreklilik sağlamak adına vergi indirimleri yapılmaktadır. Bunlardan biri; payları ilk defa işlem görmek üzere Borsa İstanbul'da halka arz edilen işletmeler için vergi oranında 2 puan indirim uygulanmasıdır.

7256 sayılı Kanun'un 35. maddesiyle, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesine fıkrasına göre; *Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkra ile belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi zıyaı cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir.*

Halka açıklık oranının en az %20 olması şartının, ilk defa halka arzın gerçekleştiği hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi boyunca korunması gerekmektedir. İlk defa halka arz edilen kurum eğer diğer kazanç elde ederse; kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. Maddesi uygulanır. Bu maddeye göre; ithalat, ihracat ve/veya imalat faaliyetleri ile yatırım teşvik belgesine bağlanan yatırımlardan elde edilen kazançlar diğer kazanç kapsamına girmektedir. Eğer işletmeler üretim ve ihracat faaliyetlerinde bulunuyorsa; Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesinin 6. ve 7. Fıkraları uygulanır. Buna göre; “ (Ek:19.01.2022-7351/15 md.) ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranı 5 puan indirimli uygulanır ve sanayi sicil

belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetinden elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranı 1 puan indirimli uygulanır. Bu kazançların ihracata isabet eden kısmı için yedinci fıkra hükmüne göre indirimden faydalananlara bu fıkra kapsamında ayrıca indirim uygulanmaz.”

Eğer işletmeler hem imalat hem de ihracat faaliyetiyle uğraşıyorsa mükerrer vergi indirimine yol açabileceğinde dolayı faaliyet bazında yalnızca bir kez kurumlar vergisi oran indiriminde faydalananacaktır. Son olarak; Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 32/A maddesine göre, teşvik belgesine bağlanan yatırımlardan elde edilen kazançlar, yatırımın kısmen veya tamamen işletilmesine başlanılan hesap döneminden itibaren yatırıma katkı tutarına ulaşıncaya kadar indirimli oranlar üzerinden kurumlar vergisine tabi tutulur. Ayrıca, bu mükelleflerin yatırım teşvik belgesi kapsamındaki yatırımları dolayısıyla yatırım döneminde diğer faaliyetlerden elde ettikleri kazançlarına indirimli kurumlar vergisi uygulanması mümkündür.

2.4. Halka Arzlarda Değerleme

2.4.1. Değerleme kavramı ve unsurları

İlk halka arzlarda işletmeler için hisse senetlerinin gerçek değerinin belirlenmesi oldukça önemlidir. Sermaye sahipleri hisselerin gerçek değerinin şirketin öz sermayesine nazaran daha önemli bir husus olduğunu düşünmektedirler (Küçük Kaplan, 2008). Eğer yatırımcılar için hisse senedinin fiyatı düşükse ve işletme için beklentileri olumlu ise hisse senedini satın alırlar, aksi halde fiyatın düşmesini bekleyeceklerdir.

Değerleme, varlıkların değerinin belirlenmesidir. İşletme açısından değerleme ise işletme varlık ve kaynaklarının şimdiki değerinin tespit edilmesidir (Ercan vd., 2006). Değerleme kavramı aynı zamanda çeşitli tanımları da beraberinde getirmektedirler. Bunlar; piyasa değeri, nominal değer, ihraç değeri, defter değeri, aktif değeri, net aktif değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek değer, hurda değeri ve parçalı değer olarak sıralanır.

Şirket değerlemesi bireysel ve kurumsal yatırımcıların portföy yönetim kararlarının temelini oluşturmaktadır. Çünkü değerleme sonucu çıkan tutar, şirket birleşmeleri,

tasfiyesi, kredi değeriğinin belirlenmesi ve işletmelerin halka arz aşamasında şirket değeriğinin ve hisse fiyatının tespit edilmesi için referans noktasıdır. İlk halka arzlarda değeriğinin önemine ve hisse fiyatının gerçek değeriğine ilişkin yapılan çalışmalar finans uzmanlarını değeriğeme yöntemleri arasında karşılaştırma ve seçim yapmaya yöneltmiştir.

Halka arz fiyatı piyasada kazandıracak düzeyde belirlenmiş olmalıdır (Güler, 2010). Eğer hisse yüksek fiyatlanmış ise; yatırımcıların bekledikleri getiriler azalır, düşük fiyatlanmış ise işletmenin değeri düşük saptanmış olur (Koç, 1998).

Bir halka arz işleminde fiyat değeriğemesi, hisse senetlerini halka arz edecek işletme aracı kurum ve yatırımcı üçgeni içerisinde oluşan bir tespittir (Ercan vd., 2003). İhraççı, hisse senetlerinin değeriğinin yüksek olmasını ister, böylelikle işletmeye daha çok nakit girişı sağlanmaktadır. Diğer taraftan tasarruf sahipleri ise hisse senedinin değeriğinin düşük olmasını istemektedirler. Düşük fiyatlama yatırımcı için getiri fırsatı yaratmaktadır. Aracı kurumlar açısından ise iki taraflı bir durum söz konusudur. Aracı kurumlar hissenin değeriğini tespit ederken hissenin gerçek değeriğinden sapmalar meydana gelebilir. Eğer şirket yetkilileri sapmanın yeterli olmadığını düşünürlerse piyasada hissenin değeriğini yüksek belirleyen diğer aracı kurumlara yöneleceklerdir. Burada aracı kurumlara düşen sorumluluk ise itibarlarını kaybetmemek için değeriğeme yaparken çok dikkatli ve titiz olmalarıdır (Tanör, 2000).

Değeriğemenin kim için yapıldığı, amacı ve değeriğemeyi yapan kişiler değeriğemenin diğer unsurlarını oluşturmaktadır. Bu unsurlardan biri işletme ortaklarıdır. Hisse senetleri halka arz olduktan sonra satın alan bütün yatırımcılar işletmeye ortak olurlar. Bu ortaklar yatırdıkları paranın güvende olmasını, artmasını ve yüksek temettü elde etmeyi isterler. Geçmiş finansal tabloların incelenmesi ve gelecek beklentileri için değeriğeme raporlarının ortaklar tarafından okunması ve iyi anlaşılması gerekmektedir. Böylece işletme hakkında daha doğru kararlar vereceklerdir (Güler, 2010).

İşletmelerin halka arz aşamasında yapmış oldukları değeriğeme raporları ve hesaplamalar işletmeye kredi veren kuruluşları da yakından ilgilendirmektedir. Kredi verenler, şirketin aktiflerinin rakamsal tutarı karşılığında risk tahmini yaparlar ve en uygun borç faiz oranını saptayarak işletmeye kredi kullandırırılar (Güler, 2010). Bu kuruluşlar için riski minimize etmek ön plandadır. Kredi verenlerden en önemlisi olan bankalar,

işletmelerin geçmişe dönük finansal tablolarındaki varlıkların gerçek değerini piyasa değerine göre düzeltirler. Düzeltme işleminde amaç işletmenin riskini belirlemektir. Riski en aza indirmek için de işletmenin gerçek değerine her zaman ihtiyaçları olacaktır (Güler, 2010).

şirket değerleme süreçlerinde sermaye olarak konulan isim hakkı, bina ve arsa gibi değerlerin tespitinde yasal bir zorunluluk olarak tarafsız bilirkişi raporları istenmektedir (Güler, 2010). Bu raporlar ile üçüncü kişilere bu gibi durumların kabul ettirilmesi mahkeme kararı ile sağlanmaktadır. Taraflar arasında anlaşma yapmak da kolaylaşmaktadır. Bu nedenle yasal düzenlemeyi yapan ve uygulayan devlet için de değerlemede önemli bir unsurdur.

Son unsur olarak, şirket değerlemesinin alanında uzman kişilerce yapılması gerekmektedir. Çünkü değerleme raporlarında hata yapılması, çözülemeyecek durumlara sebep olabilmektedir.

2.4.2.Değerleme yöntemleri

Değerleme farklı yöntemler kullanılarak yapılabilmektedir. Tablo 2.2’de değerleme yöntemleri 4 başlık ve alt başlıkları olarak gösterilmiştir.

Tablo 2.2. Değerleme Yaklaşımları

Piyasa Yaklaşımını Temel Alan Şirket Değerleme Yöntemleri	Aktif Yaklaşımını Temel Alan Şirket Değerleme Yöntemleri	Gelir Yaklaşımını Temel Alan Şirket Değerleme Yöntemleri	Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri
Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi (F/K)	Net Aktif Değer Yöntemi	İskonto ve Büyüme Oranının Belirlenmesi	Ekonomik Katma Değer Yöntemi
Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi (PD/DD)	Defter Değeri Yöntemi	Kâr Payı İskontolama Modeli	Gerçek Opsiyonlar Yaklaşımı ile Değerleme
Piyasa Değeri / Satışlar Yöntemi (PD/S)	Tasfiye Değeri Yöntemi	Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Modeli	Artık Kâr Modeli ile Değerleme
Firma Değeri / FAVÖK Yöntemi (FD/FAVÖK)	İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi	Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Modeli	
Temettü Verimi Yöntemi	Yeniden Yapma Değeri Yöntemi		
Sektörlere Özgü Oranlar Yöntemi			

Kaynak: Güler, 2010.

2.4.2.1.İndirgenmiş nakit akımları yöntemi

1930’lu yıllarda Irving Fisher tarafından ortaya koyulmuştur. Şirket değeri şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden değerlendirme tarihi itibarıyla bugünkü değere indirgenmesi ile bulunur (Önal vd., 2005). Bu yöntemde işletmenin geçmiş finansal tablolarından yararlanılır ve gelecekteki nakit akımlarını tahmin edilir (Ercan vd.,2003). Beklenen nakit akımlarını bugüne indirmek için kullanılan iskonto oranı ise işletmenin gelecekte hedeflediği AOSM oranıdır. Diğer modeller arasından en doğru kabul edilen modeldir (Fernandez, 2015). İndirgenmiş nakit akımları yöntemi için kullanılan genel formül aşağıdaki gibidir.

$$\text{Varlık Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

n= varlık için öngörülen ömür

CF=her bir dönem için beklenen nakit

r= indirgeme oranını

Şirket değerlendirme yöntemlerinden herhangi biri ile işletmenin değeri rakamsal olarak hesaplandıktan sonra bu tutar şirketin ödenmiş sermayesine bölünür ve halka arz fiyatı

bulunmuş olur. Bu aşamada şirket değerleme sonucu ne kadar yüksek olursa halka arz fiyatı da o kadar fazla olacağı bilinmektedir.

✓ İndirgenmiş kâr payı yöntemi

Bu yöntem hisse senedinin temettü bilgisini baz almaktadır. İşletmeler belirli finansal yükümlülüklerini yaptıktan sonra kalan tutarı pay sahiplerine dağıtırlar. Bu şekilde yaratılan nakit akımları ile işletme değeri hesaplamak mümkündür (Chambers, 2009).

$$\text{Hissenin Gerçek Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} E(DPS_t) / (1+k_e)^t$$

$$E(DPS_t) = \text{Hisse Başına Beklenen Kâr Payı Ödemeleri}$$

$$k_e = \text{Özsermaye Maliyeti}$$

Bu modelde beklenen temettü ödemelerinin tahmin edilmesi gerektiği için gelecekte kârda beklenen büyüme oranları ve kâr payı ödeme oranlarının da tahminlerinin yapılması gerekmektedir (Bozkurt, 2021).

✓ Şirkete serbest nakit akışı ile değerlendirme

En çok kullanılan İNA yöntemidir. İmalat sektöründe olan işletmeler, şirket değerlemesi için bu yöntemi tercih ederler (Ercan vd., 2006). FCFF yöntemine göre öncelikle şirketin değeri bir bütün olarak hesaplanır ve bu değerden tüm ve borç ve yükümlülükleri içeren nakit çıkışları indirilir ve özsermayenin değeri hesaplanır. Böylece işletmenin borç verenler ile sermaye sahiplerine kalan faaliyet gelirleri elde edilmiş olur (Konuralp, 2005).

$$\text{FCFF} = \text{Faiz ve vergi öncesi Kâr (1-T)} + \text{Amortismanlar} - \text{Sermaye Harcamaları} - \Delta \text{ İşletme Sermayesi}$$

$$\text{FVÖK} = \text{şirketin faiz ve vergi öncesi kârı}$$

$$T = \text{şirketin kurumlar vergisi oranı}$$

$$\Delta \text{ İşletme Sermayesi} = \text{Şirketin net işletme sermayesindeki değişimi}$$

Firmaya serbest nakit akımları yöntemine göre bir şirketin değeri en genel şekliyle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Damodaran, 2005).

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{FCFF}_t / (1 + \text{AOSM})^t$$

FCFF_t = t yılındaki firmaya serbest nakit akımları

AOSM= Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

✓ **Özkaynağa serbest nakit akışı ile değerlendirme**

Bu yöntem sadece özsermaye sahiplerine olan nakit akımı ile ilgilenmektedir. Daha çok bankacılık ve finans şirketlerinde kullanılır (Küçük Kaplan, 2008). Özsermayeye olan nakit akımlarının hesaplanması aşağıdaki gibidir:

Özsermaye Serbest Nakit Akımı= Net Kâr + Amortisman – Duran Varlıklar İçin Yapılan Harcamalar –

Δ İşletme Sermayesi – Borç Anapara Ödemeleri + Yeni Borçlanmalar

Özsermayeye ve firmaya serbest nakit akışları yöntemlerinin karşılaştırıldığında işletmelerin borç yapısında ve oranlarında değişiklik bekleniyorsa ve yüksek finansal kaldırıca sahip ise firmaya serbest nakit akımları yöntemini kullanmak daha uygun olacaktır. Çünkü bu gibi durumlarda oluşan değişiklikler ile özsermaye serbest nakit akımlarını hesaplamak zorlaşmaktadır. Bu yöntemi zorlaştıran diğer bir örnek ise; borcu yüksek olan ve satışlarında zaman zaman farklılıklar seyreden işletmelerde özsermaye serbest nakit akımlarının negatif çıkmasıdır. Fakat firmaya serbest nakit akımları yönteminde ise borç maliyetinden önceki nakit akımlarına göre hesaplandığı için negatif çıkma olasılığı ise azdır. Bununla birlikte bir işletmede toplam şirket değeri arasında özkaynakların defter değerinin payı az ise; büyüme ve risk konusunda tahmin yapmak özsermayeye serbest nakit akımları yönteminde daha gerçekçi olmaktadır (İvgen, 2003). Diğer bir örnek ise yine işletmenin borç maliyetine ilişkin herhangi bir bilgiye rastlanılmaması ya da tahminde bulunmanın zor olması durumlarında özsermayeye serbest nakit akımları yöntemini kullanmak daha doğru sonuçlar vermesidir (Chambers, 2009).

Tablo 2.3. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi ile Özsermaye Serbest Nakit Akımı Yöntemlerinin Karşılaştırılması

	DDM	FCFE
Örtük varsayım	Sadece kâr payı ödemesi vardır. Kârın kalan kısmı iki bölüme ayrılır. İlk olarak faaliyet için gerekli varlıklar ve diğer bölüm ise nakit ve benzeri varlıklar ile menkul kıymetlere yatırılır.	Özsermaye sahiplerine yani hissedarlara ödenir. Kalan kâr yalnızca faaliyetler için gerekli varlıklara yatırılır.
Beklenen büyüme	Faaliyetler ve nakit varlıklardan elde edilen kârdaki büyümedir. Bu oran yeniden yatırım oranı ve özsermaye kârlılığı baz alınarak elde edilir.	Sadece faaliyet varlıklarından elde edilen kârdaki büyümedir. Bu oran özsermayenin yeniden yatırım oranı ve nakit dışı özsermaye getirisi baz alınarak elde edilir.
Nakit ve benzerleri ile menkul kıymetler	Bu varlıklardan elde edilen kâr da toplam kâra ve kâr payına eklenir. Özkaynak değerine bu varlıklar eklenmez.	İki yöntem kullanılabilir. 1. Kâr ve özkaynak değeri bulunurken nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetlerden elde edilen kâr dahil edilir. 2. Nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetlerden elde edilen kâr dahil edilmez ve özkaynak değeri tahmin edilirken sadece bunlar eklenir.

Kaynak: Bozkurt, 2021

2.4.2.2.Normal dışı kâr (artık kâr) modeli

Bu model geçmiş döneme ait gerçekleşmemiş kâr ve zararların gelir tablosunda gösterilmesi tekniğinden hareketle ortaya çıkartılmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004). İNA modelinde olduğu gibi belli bir dönemi kapsar. Bu dönem sonrasında, sonsuza kadar uzanacak olan tek bir kâr oranı belirlenir ve devam eden değer bu şekilde bulunmuş olur (Elma, 2017).

$$\text{Artık Kâr} = \text{Net Kâr} - \text{Özsermaye Maliyeti} \times \text{Başlangıç Dönemindeki Özsermaye Defter Değeri}$$

Özsermaye verimliliği üzerinden ise hisse değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$E_t = \text{ROE}_t \times B_{t-1} \text{ iken } P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} (\text{ROE}_j - r) B_{j-r} / (1+r)^j$$

E_t : net kâr rakamını

B_{t-1} : bir önceki dönemdeki defter değeri

2.4.2.3.Göreceli değerleme yöntemleri

Göreceli değerlemede ile şirket kendine benzer şirketlerle karşılaştırılır. (Gürbüz ve Ergincan, 2004). Şirketin değerinin doğru hesaplanabilmesi için en uygun şirketler ile karşılaştırma yapılmalıdır. Daha sonrasında ise hangi oranların seçileceğine karar verilmelidir. Göreceli değerleme yöntemlerinden en sık kullanılan oranlar fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter ve Tobin'in q oranları olup aşağıdaki tanımları açıklanmıştır.

✓ Fiyat/kazanç oranı

Hesaplama şekli olarak basit bir yöntemdir. Finans biliminde pek çok alanda kullanılmakta olup bunlardan biri de halka arzlarda fiyat tespitidir. Bunlar birlikte dezavantajı da vardır. Çünkü fiyat/kazanç oranı şirketin temel göstergelerinin dikkate almaz ve yanlışlıklar görülmektedir (Damodaran, 2012).

Fiyat kazanç oranı; hisse başına net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gerektiğinden yola çıkar (Chambers, 2009). Elde edilen katsayı ile yatırımcıların herhangi bir hisse senedinden sağlamış olduğu bir birimlik kazanç için ödedikleri fiyatı gösterir (Nargelecekenler, 2011). Aşağıda fiyat/kazanç oranının formülü görülmektedir.

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

Bu yöntem net kârı dikkate almadığı için dezavantajlıdır. Şirketler çeşitli muhasebe politikaları ile net kâr rakamlarını etkileyebilirler. Eğer şirketin faaliyet dışı gelir ve giderleri yüksek ise doğru sonuçlar elde etmek güçleşir. Bu durumun giderilmesi için ise şirketin gelecek birkaç yıla ait net kâr tahminleri yapılmalı, fiyat/kazanç oranları hesaplanmalı ve şirket değerleme rakamlarına ulaşılmalıdır (İvgen, 2003).

✓ Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD)

Defter değeri, toplam özkaynakların toplam ödenmemiş hisse sayısına oranı hesaplanarak belirlenir. Özkaynak, toplam yükümlülüklerin toplam varlık toplamından düşülmesiyle elde edilir. Tersine, hisse başına defter değeri, özkaynakların defter değerinin

şirket tarafından ihraç edilen toplam hisse miktarına bölünmesiyle hesaplanır. (Tevfik, 2005).

Şirketin Piyasa Değeri = Ödenmiş Sermaye * Hisse Fiyatı

Şirketin Defter Değeri = Özsermaye (Özkaynaklar)

Hisse Başına Düşen Defter Değeri = Özsermaye/Ödenmiş Sermaye

PD/DD = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Defter Değeri

Şirket Değeri = Seçilen Sektörün, Piyasanın veya Yurtdışı Şirketlerin Ortalama

PD/DD Oranı*Şirketin Özsermayesi

PD/DD yönteminde aynı sektörde bulunan işletmeler için bu oranın da aynı olduğu varsayımına dayanır. Böylece şirket değeri tespit edilir. İşletmelerde hisse senetlerinin piyasa değerinin defter değerinden yüksek olması beklenir. Bu oranda genellikle 1'in üzerindedir. Eğer bu oran 1'in altına düşerse işletmenin ortaklarına bir değer artışı sağlayamadığı ve değerinden kaybettiği anlamına gelmektedir. Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı özellikle sabit duran varlıkları yüksek olan sektörlerde kullanılmaktadır. Ayrıca finansal hizmet sektöründe, özellikle bankacılıkta, işletmelerin aktif değerlerinin piyasa değerlerine daha yakın olması nedeniyle, sıkça kullanılan bir yöntemdir (Güler, 2010).

✓ Tobin Q oranı

Bu oranı genellikle piyasa değeri/defter değeri oranını tercih etmeyen şirketler kullanır. Piyasa değeri/defter değeri oranına benzemekle birlikte, bu orandan ayrılan tarafları da bulunmaktadır. Bunlardan birisi de varlıkları yerine koyma maliyeti kavramıdır (Elma, 2017).

Tobin'in q Oranı = Varlıkların Piyasa Değeri / Yeniden Kurma Maliyeti

Yeniden kurma maliyeti diğer bir ifadeyle yenileme maliyeti çeşitli zamanlarda artıp azalabilir. Örneğin; enflasyonist zamanlarda artarken, teknolojik gelişmelerin olduğu zamanlarda, AR-GE çalışmalarının artması sebebiyle azalabilir. Bu farklılaşmaların olduğu dönemlerde Tobin q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranına göre daha etkin ve geçerli sonuçlar vermektedir (Ercan vd., 2006).

2.4.2.4.Opsiyon fiyatlama yaklaşımı

Bu yaklaşımın da çeşitli özellikleri bulunmaktadır. Bunlardan birisi indirgenmiş nakit akımları ve göreceli modelin hatalı sonuçlar verdiği durumlarda tercih edilmesidir. Çalıştığı sektör eğer doğal kaynaklar ise, zor durumda olan ve ürün patentlerini değerlemek isteyen şirketler de yine bu yöntemi tercih edebilirler. Doğal kaynak, işleten şirket için petrol vb. örneği verilebilir. Çünkü bu tür kaynakların fiyatı sürekli değişeceğinden dolayı fiyat dalgalanmalarından etkilenmemek ve belirsizliği ortadan kaldırmak için opsiyon değerlendirme yöntemlerini kullanırlar (Elma, 2017). Bu yöntemin özellikle belirsizlik ve riskin çok fazla görüldüğü alanlarda faaliyet gösteren şirketlerde, indirgenmiş nakit akımları yönteminden nazaran daha sağlıklı sonuçlar verdiği için kabul görmektedir ve tercih sebebidir. Bunun en önemli açıklaması ise; ARGE projelerini yoğunlukla kullanan işletmelerin, bu projelerin gelecekteki nakit akışlarını belirlemede zorlanmalarıdır (Uysal, 2001). Myers (1984), bu türdeki projelerin gelecekte sağlayacakları nakit akışı potansiyellerinden dolayı birer opsiyon olarak değerlendirilebileceğini öne sürmüştür (Elma, 2017).

2.4.2.5.Ekonomik katma değer

EVA, işletmelerde şirket değerlemesi yapılırken elde edilen önemli bir finansal göstergedir. Bu gösterge ile şirketin ekonomik kâr yaratma yeteneği ölçülmeye çalışılır. Bir başka tanımla sermayenin maliyetini aşan kazanç olup, bu durum hisse senedi sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren ölçü olarak kabul edilmesidir (Gürbüz, Ergincan, 2004). EVA'nın hesaplanması için iki unsur gerekmektedir. Bunlar vergi sonrası net faaliyet kârı diğeri ise sermayenin maliyetidir. Aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$EVA = \text{Vergiden Sonrası Net Faaliyet Kâr (FVÖK} \cdot (1-t)) - \text{Sermaye Maliyeti}$$

EVA modelini diğer modellerden ayıran unsur ise hem özkaynak maliyeti hem de borçların maliyetini hesaba katmasıdır. Eğer bu değer pozitif çıkarsa hissedarlar açısından maliyetten daha fazla değer kazanıldığı ve şirketin verimliliğinin artırıldığı anlamına gelir. Tam aksine negatif çıkarsa maliyetin daha fazla olduğu ve hissedar değerinin zedelendiği şeklinde yorumlanmak mümkündür (Elma, 2017).

Elma (2017) çalışmasında 2005-2015 döneminde gerçekleşen 76 adet ilk halka arzların hangi değerleme yöntemlerini kullandıklarını ve değerleme sonucunda ortaya çıkan fiyat tespitlerini karşılaştırmalar yaparak incelemiştir. Öncelikle indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hisse değerlerini tespit etmiştir. İkinci olarak ise aracı kurumların en sık kullandığı değerleme yaklaşımlarını karşılaştırmış son olarak ise farklı değerleme yaklaşımlarından sapmaları bulmuştur.

Şirketler halka açılma aşamasında fiyatlamalara ulaşırken tek bir değerleme yaklaşımı kullanmamışlardır. İNA ve göreceli değerleme yöntemlerini farklı oranlarda kullanılarak fiyat tespiti yapıldığı görülmüştür. Böylece bazı şirketler bu iki farklı yöntemden elde ettikleri sonuçların ortalamasını almış, bazıları ise her iki hesaplamayı yapmış olmalarına rağmen piyasa koşulları ve şirkete özgü nedenlerden dolayı sadece bir yöntem sonucunda elde edilen baz fiyatı kullanmıştır. 2005-2015 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzların 73 âdetinin göreceli değer yaklaşımını, 74 âdetinin ise İNA yöntemini tercih ettikleri görülmüştür.

3. PANDEMİ DÖNEMİNDE FİNANSAL PİYASALAR VE HALKA ARZ

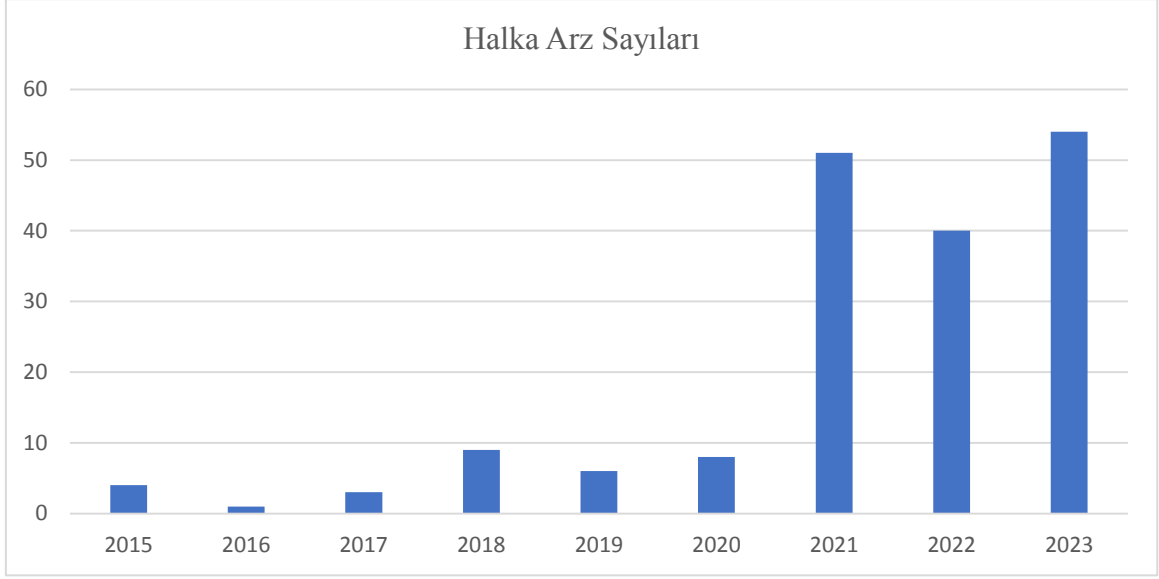
Çalışmanın bu bölümünde ise; ülkemizde ve dünyada gerçekleşen ilk halka arzlara yönelik bazı istatistiklere yer verilmiştir. Böylelikle pandemi döneminde finansal piyasalarda yaşananlar açıklanmaya çalışılmıştır.

3.1. Pandemi Döneminin Türkiye’de Sermaye Piyasalarına Etkisi

Covid 19 pandemisi Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de sermaye piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Yabancı yatırımların büyük bölümü pandeminin etkisi ile hızla sermaye piyasalarından çıkmıştır (Temir,2020). Pandemi öncesi yabancı kurumsal yatırımcıların %53 olan yatırım payı % 6’ya gerilemiştir (Tutuncu, 2022). Çıkışın hacimsel büyüklüğünü göstermek adına yabancıların 2020 yılının ilk çeyreğinde toplamda 8, 4 milyar dolarlık hisse senedi ve DİBS satışı ile gerçekleştirdikleri belirtilmiştir. Bu durumun sonucu olarak, döviz kuru yükselmiştir (Adıgüzel, 2020).

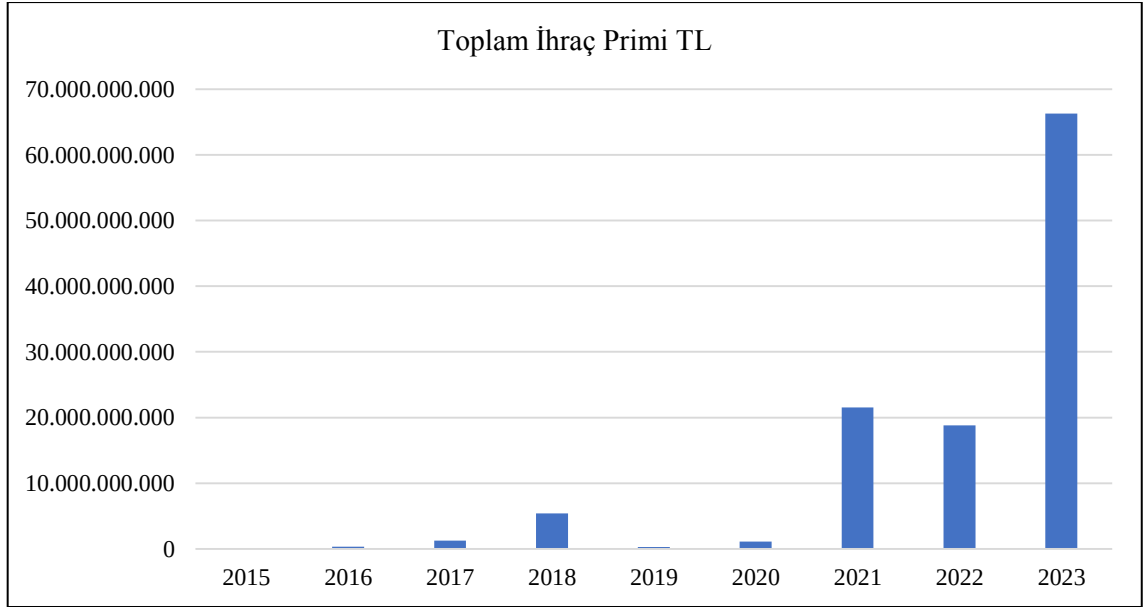
Yabancı yatırımcıların çıkışı tahvil piyasalarında likidite sorununa neden olmuş ve hisse fiyatlarını düşürmüştür. Diğer taraftan düşen hisse senetlerine yerli yatırımcıların talebi artmıştır. Sermaye piyasalarında yaşanan bu gelişmeler neticesinde borsa endeksinde önce azalış sonrasında ise artışlar görülmüştür.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası piyasalardaki belirsizliği önlemek için politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını %10, 75’den %9, 75’e indirmiştir. Reel sektöre kredi akışının devam etmesi için bankalara ilave likidite imkanları, reeskont kredi düzenlemeleriyle ihraççı işletmeler ve nakit akışına yönelik çeşitli destekler uygulanmıştır (TCMB, 2020). Politika faizindeki azalış mevduat faizlerine yansıdığı için sermaye piyasalarına olan talep artarak devam etmiştir. Böylelikle çıkan yabancı sermayenin yeri yerli yatırımlarla doldurulmaya başlanmıştır.



Şekil 3.1. 2015-2023 Dönemi Halka Arz Sayıları

Şekil 3.1’de yıllar itibariyle Borsa İstanbul’da gerçekleşen halka arz sayıları gösterilmektedir. Görüldüğü üzere, pandemi döneminde halka arz olan işletme sayısı diğer dönemlere kıyasla yüksek seyretmiştir. Grafiğe göre 2021 yılında diğer yıllara göre halka arz olan işletme sayısı fazladır.

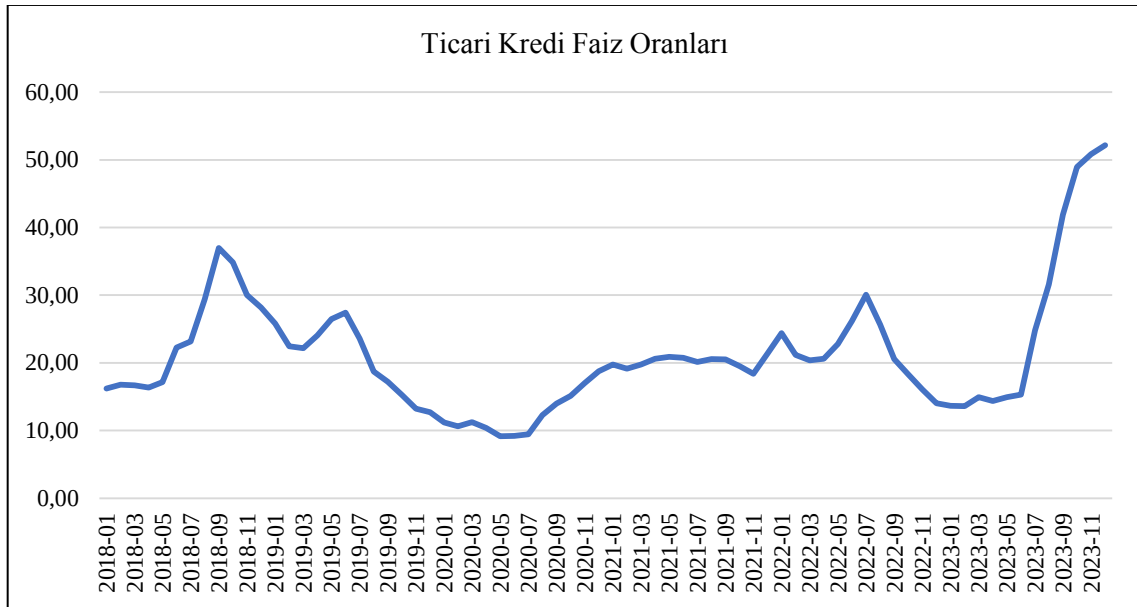


Şekil 3.2. Halka Arzlardan Elde Edilen Hasılat Rakamları (Kaynak: Borsa İstanbul Data Store)

Halka arzdan elde edilen hasılatın sunulduğu Şekil 3.2'ye göre; 2020-2021 yıllarını kapsayan pandemi döneminde hasılat artmış, pandemi sonrası 2022 yılında ise bir önceki yıla göre azalmıştır.

3.2. Covid Dönemi ve Öncesinde Borçlanma Faiz Oranları

Ticari kredi faiz oranları işletmelerin kredi kullanım eğilimlerini etkileyen önemli bir unsurdur. Oranların düşük seyrettiği zamanlarda işletmeler kredilere yönelirken, yüksek seyrettiği zamanlarda gereksinim duydukları fonları kredi dışı finansman olanakları ile sağlamaya çalışırlar.



Şekil 3.3. 2018-2023 Ticari Kredi Faiz Oranları

(Kaynak: TCMB, EVDS)

Şekil 3.3'de 2018 yılı Ocak ayından 2023 Kasım ayına kadar olan dönemde bankaların kullandıkları ticari kredilere uyguladıkları faiz oranları gösterilmektedir. Görüldüğü gibi 2019 yılı ortalarından 2020 yılı ortalarına kadar ticari kredi faiz oranları azalmış, 2020 yılı ortalarından 2021 yılı ortalarına kadar artmıştır. Dolayısıyla ticari kredi faiz oranları pandemi döneminde önce azalsa da sonra artış göstermiştir. Yaşanan faiz artışı, pandeminin ne kadar süreceği konusundaki belirsizliğin bankaların kredi verme iştahını azaltması, işletmeleri yeni kredilere erişim olanağı yanında mevcut kredi borçlarının geleceği konusunda endişelendirmiştir. Bu dönemde kamu bankaları ekonomik faaliyetleri desteklemek üzere kredilendirmede önemli rol oynamışlardır (Yavuz, 2022).

Genel olarak bakıldığında pandemi döneminde büyük işletmeler krediye erişim olanakları bakımından küçük ve orta büyüklükteki işletmelere nazaran krediye erişimde avantajlı kesim oldular (Karabay vd., 2022). Özellikle halka açık işletmeler pandemi sırasında ticari kredi kullanımlarını artırmışlardır. Bu durum borçlanması yüksek ve nakit rezervi düşük olan işletmelerde daha belirgindir (Karakoç, 2024).

3.3. Pandemi Döneminde İşletmelerin Halka Arz İştahı ve Bu İştahın Altında Yatan Nedenler

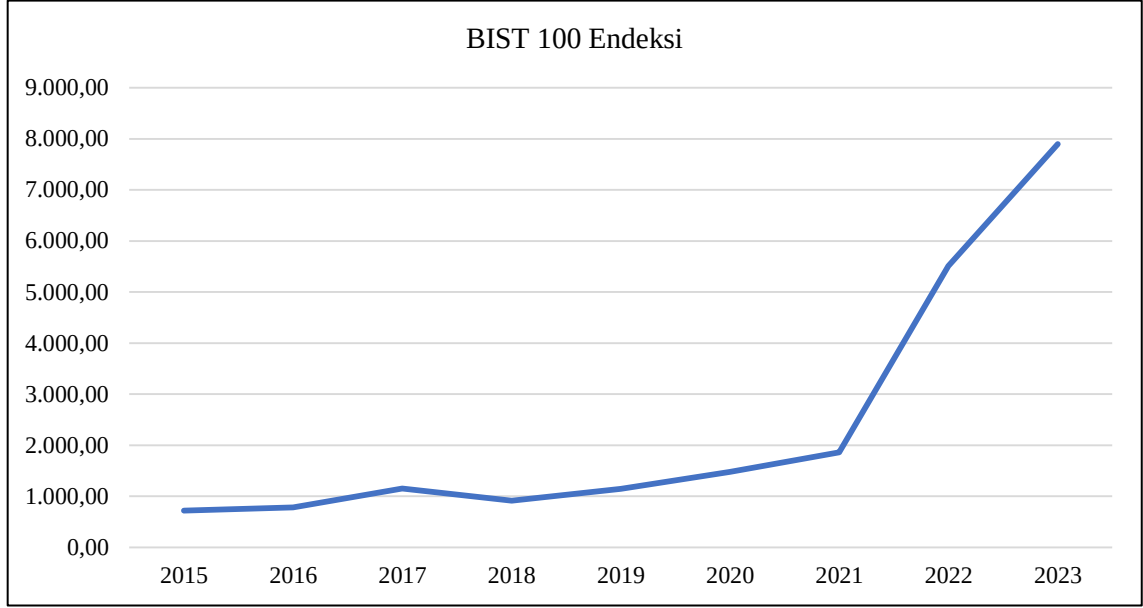
Günümüzde işletmeler, sektör fark etmeksizin büyümeyi hedeflerler. Bu hedef büyük oranda makro-ekonomik koşullardan etkilenmektedir. Büyüme için gerekli kaynağın sağlanmasında ülkedeki borçlanma faiz oranlarının düzeyi belirleyicidir.

Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arzlar 2021 yılında 2020 yılına göre yaklaşık 6,5 kat artmıştır. 2020 yılında hisse senedi piyasalarında önce hızlı bir çöküş arkasından toparlanma yaşanmaya başlanmıştır (Yıldız vd., 2022). Uzaktan çalışma ve işyerlerinin kapanmasıyla birlikte finans piyasalarında da kullanılan teknoloji ve dijital ürünlere olan talep artmıştır (Koy ve Yetim, 2022). Merkez bankalarının likidite ve talep artışına karşı aldıkları önlemler sonucunda borsaya fon akışı hızlanmış ve borsa trendleri yükselmeye başlamıştır (IMF, 2022). Likiditedeki artış ise yatırımcıları borsaya yöneltmiştir. Borsaya olan bu ilgiyle bağlantılı olarak da işletmelerin halka arz iştahı artmıştır. Dünyada ve Türkiye'de ilk halka arzlar yoğunlaşmıştır. Enflasyon oranlarındaki artış ise devam eden süreçte birçok merkez bankasının mevcut politikalarını değiştirerek talep azaltıcı kararlar almasına neden olmuştur (TCMB,2020).

Şekil 3.4'de BIST-100 endeksinin zaman içinde gösterdiği seyir görülmektedir. 2020 yılındaki durgunluk döneminde sonra endeks hızlı bir yükselişe geçmiştir. Endeksin yüksek olması ve bu şekilde devam etmesi olumlu bir durumdur. Çünkü bireysel ve kurumsal yatırımcıların kazanç elde etmesi kolaylaşmaktadır.

Genel olarak kriz dönemleri piyasalarda risklerin, belirsizliklerin ve oynaklıkların arttığı dönemlerdir. Covid-19 döneminde halka arzların artış göstermesi ve yatırımcıların hisse senedi piyasasına olan yoğun ilgisi endeks volatilitesini de artırmıştır. Covid-19 döneminde hisse senetlerinin halka arz edildiği gün ve ilk 5 gün BİST100 endeks

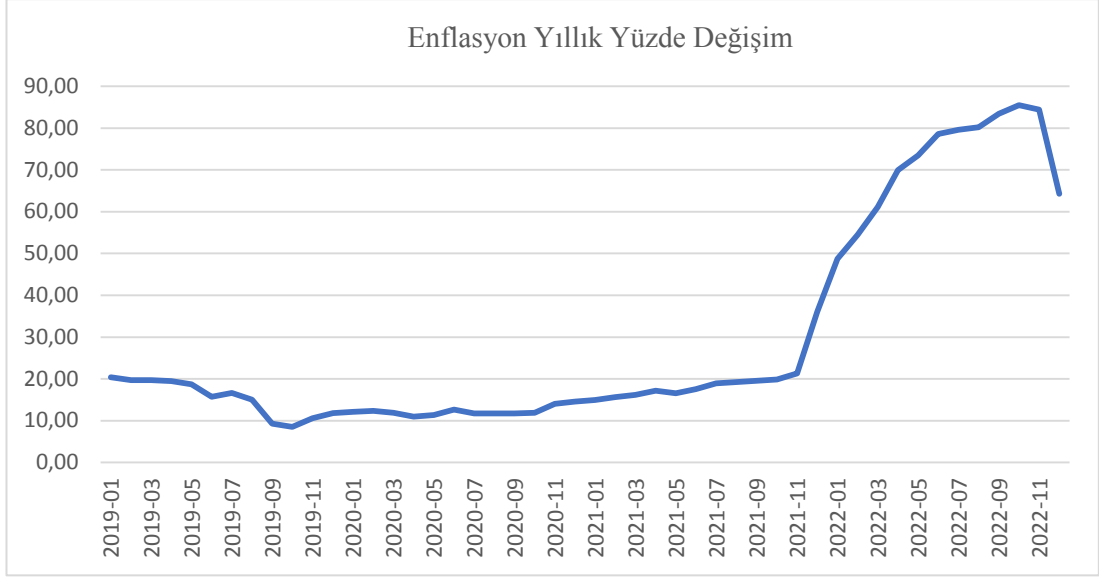
getirisinin volatilitesinde azalışa sebep olduğu fakat 10 gün sonrasında artışların yaşandığı görülmüştür. (Koy ve Yetim, 2022).



Şekil 3.4. 2015-2023 Dönemi BIST-100 Endeksi

Kaynak: TCMB, EVDS

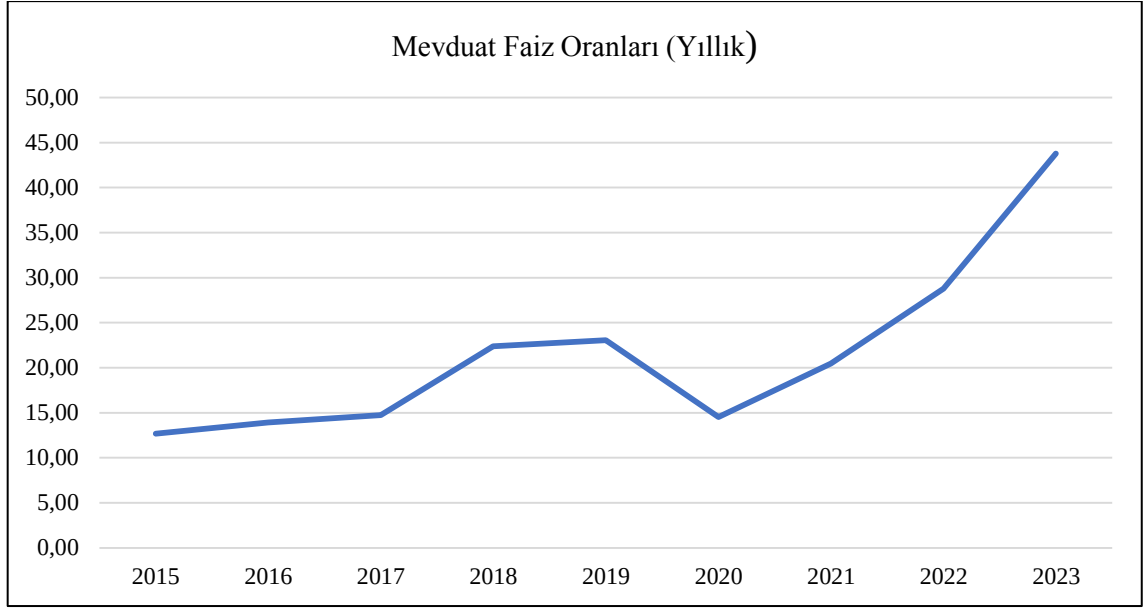
Covid döneminde enflasyon oranları Şekil 3.5’de görülmektedir. 2019 yılında normal seyrinde olan değişimler 2021 yılı başlarında hızlı bir şekilde artmıştır. 2021 yılında halka açılan işletmeler artan ticari kredi faiz oranlarından etkilenmeyerek yeni yatırım ve üretim alanlarına yönelmişlerdir. Halka arz ile elde edilen ihraç primi enflasyon ortamında işletmelere fırsat yaratmıştır.



Şekil 3.5. 2019-2022 Enflasyon Yıllık Yüzde Değişim

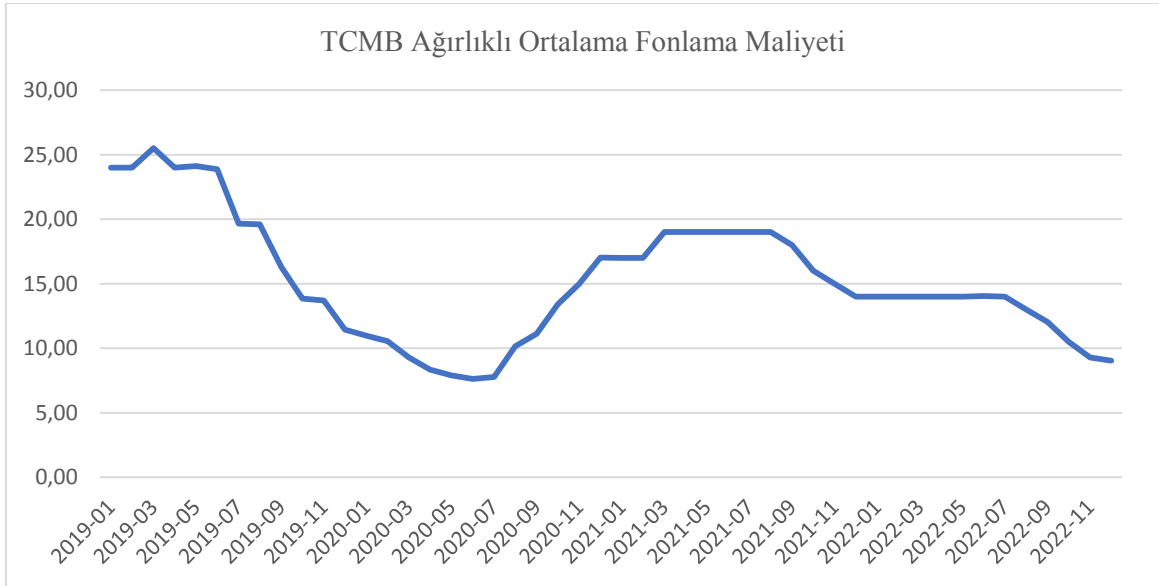
Kaynak: TCMB, EVDS

Şekil 3.6’da ise 2015-2023 yılları arasında bankaların tasarruflara uyguladığı mevduat faiz oranlarının yıllar itibariyle gelişimi gösterilmiştir. 2020 yılında mevduatlara uygulanan faiz oranları 2019 ve 2021 yıllarına nazaran daha düşüktür. 2019 yılında %25 civarlarında olan mevduat faizleri pandeminin başlangıcı olarak kabul edilen 2020 yılında sert bir iniş yapmıştır. 2020 yılından sonra ise hızlıca yükselmiştir. Mevduat faiz oranlarındaki değişimler yatırımcıların borsaya olan talebini ve dolaylı olarak Borsa İstanbul-100 endeksini etkilemiştir. Tasarruf mevduatı faiz oranlarındaki artış endeksi düşürmektedir (Aktaş ve Akdağ, 2013) ancak, pandemi bir kriz dönemi olduğu için hem mevduat faiz oranları artmıştır hem de endeks yükselmiştir.



Şekil 3.6. 2015-2023 Dönemi Mevduat Faizleri

Kaynak: TCMB, EVDS



Şekil 3.7. 2019-2022 Dönemi TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

TCMB politika faiz oranının diğer bir ismi de bir haftalık repo faiz oranıdır. Ekonominin likidite talebi faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranı ve politika faizi ile karşılanır. Böylece oluşan fiyatların ağırlıklı ortalaması, likiditenin maliyetini ifade eder. Bu orana AOFM denilmesinin sebebi de budur (Tüzün vd., 2016). Merkez Bankasının özel ve kamu bankalarına verdiği likiditenin maliyetidir. Şekil 3.7.'de 2019-2022 yılları arasında TCMB'nin ekonomiye müdahale etmek için kullandığı araçlardan

olan politika faizinin seyri görülmektedir. Politika faizi 2020 yılının ortalarında hızlıca düşmüş sonrasında ise hızlıca yükselmiştir. 2021 yılında çok yükselmiş daha sonrasında 2022 yılında ise bir miktar daha düşmüştür. Bu artış ve azalışlar tamamen piyasaya müdahale amaçlıdır. Bankaların borçlanma maliyetlerinin 2020 kriz döneminde azalması ve akabinde artması mevduat faizlerine ve ticari kredi faiz oranlarına yansımaktadır (Güneş,2022).

3.4. Covid Döneminde Halka Arz Olan İşletmelerde Kredi Riski

3.4.1. Kredi riski

En basit anlamda kredi riski, banka tarafından verilen borcun ödenmesindeki belirsizliktir (Özçelik, 2006). Eğer krediler, vadesi geldiğinde anapara ve faizi ödenmez ise; sorunlu ya da takibe düşmüş kredi olarak ifade edilirler (Lata, 2014). Hem ticari hem de bireysel nitelikli kredilerin doksan gün içerisinde ödenmesi gerekmektedir. Takibe düşen krediler bankaların kârlılıklarını olumsuz etkiler ve yeni kredi verme iştahlarını azaltabilir. Bankalar takipteki kredileri için karşılık ayırmaktadırlar. Ayrılan karşılıklar bankaları için maliyettir.

Kredilerin takibe düşmesinin birçok sebebi vardır. Bu faktörlerin arasında borçlunun gelirlerindeki azalma önemli bir başlıktır (Sezal, 2023). Covid döneminde yaşanan ekonomik durgunluk gelirlerin azalmasında rol oynamıştır.

Borsa İstanbul'da halka arz olan işletmelerin sayısının özellikle covid döneminde artmıştır. Bu çalışmada covid döneminde halka arz olmuş bir işletmenin covid öncesi dönemde var olan borçlarının ağırlıklı olarak kısa ve uzun vadeli kredilerden oluştuğu varsayımıyla; halka arzdan elde edilen hasılat yardımıyla bu borçların kapatılıp kapatılmadığı ölçülmek istendiği için; bir işletme için kredi riskinin ne ifade ettiği anlatılmak istenmiştir.

İşletmeler her zaman borçlarını ödeyememe riski ile karşı karşıyadır. Özellikle banka kredilerinin vadesi, faiz oranı gibi unsurlara sürekli dikkat edilmesi gerekir. Örneğin; kısa vadeli borçlanma uzun vadeli borçlanmaya göre genellikle daha risklidir. Çünkü kısa vadeli borçların artması, vadenin kısa olduğu için işletme nakit sıkıntısı yaşayabilir. Uzun

vadeli borçlanmada ise, vade uzun olduğu için işletmenin nakit riski azalır (Küçükbay ve Güler, 2020). Kısa vadeli kaynakların maliyeti, uzun vadeli kaynaklara göre genellikle daha düşüktür, çünkü süreyi öngörmek mümkündür. Uzun vadeli finansman da ise vadenin uzun olması sonucunda belirsizlik oluşur. (Küçükbay ve Güler, 2020).

İşletmenin kullandığı krediler yanında piyasadan alacakları da sürekliliği açısından dikkatle incelenmesi gereken bir konudur. Piyasadan alacaklar özünde işletmenin yatığı satışlarda alıcılara açtığı kredidir. Bu alacakların vadede ödenmemesi işletme için çeşitli zorluklara neden olabilir.

Aşağıda bir işletme için alacaklardan kaynaklı kredi riskinin en ifade ettiği formül yardımı ile açıklanmaktadır.

$$\text{Kısa ve diğerleri. Tic. Alac.} + \text{İlişkili taraflardan Alac.} + \text{Diğ. Kısa ve diğerleri. Alac.} + \text{İlişkili Taraflardan Alac (uzun)} + \text{Diğ. Uz. ve diğerleri. Alac.}) / \text{Öz Sermaye}$$

Yukarıdaki formül özünde işletmelerin sahip oldukları özkaynakların ne kadarlık bir kısmını alacaklara bağladıklarını göstermektedir (Şenol ve Karaca, 2017). Eğer bir şirket alacaklarını tahsil edememe riski ile karşı karşıyaysa ve aynı zamanda borç finansmanında da değişken faiz kullanıyorlar ise faiz oranı riski oluşur. Bu nedenle bu risklere karşı işletmeler etkin satış politikaları geliştirerek ticari alacak düzeyini azaltmalı ve alacak devir süresini kısaltarak kredi riskini minimuma indirmelidirler (Topaloğlu, 2018).

3.4.2. Covid döneminde ilk halka arzlarda faiz maliyeti ve borç yapısının likidite yapısı ile ilişkisi

Faiz maliyeti işletmeler için bir gider kalemidir. Covid dönemindeki banka ticari kredi faiz oranlarına bakıldığında pandeminin ilk ayları olan Mart 2020’de kredi faiz oranlarında azalış küçük boyuttadır. Daha sonrasında ise bankalar kredi faiz oranlarını artırmışlardır. Ticari kredi faiz oranlarındaki artışları diğer makro ekonomik değişkenlerden enflasyon oranı, mevduat faiz oranı, TCMB politika faiz oranı ya da AOFM ve BIST-100 endeksindeki artış ve azalışlar ile beraber değerlendirerek yorumlanmalıdır.

2020 sonlarında ve 2021 yılının tamamına görülen enflasyon oranlarındaki yükseliş bankaların ticari kredi faiz ve beraberinde mevduat faiz oranlarının artmasına neden olmuştur (Bölükbaş,2020). Sanayi üretimi durma noktasına geldiği için birçok işletme kredi borcunu ödeyememiş ve bankalar bir miktar zarar etmiştir. Mevduat faizlerinin yüksek olması ticari kredi faiz oranlarının da yüksek olması sonucuna götürmüştür.

Mevduat ve kredi dengesinde makro düzeyde bozulmaları halka arz olan işletmeler ve sermaye piyasalarına olan etkisi açısından yorumlamak gerekmektedir. Çünkü sermaye piyasalarında yaratılan likiditenin makro değişkenlerdeki artış ve azalışlar neticesinde sürekli değiştiği ve nasıl değerlendirildiği konusunda oluşan belirsizlikler işletmelerin ileriye yönelik beklenti ve planlarını da etkiler.

İşletmeler için kısa vadeli borçlanma borç baskısını beraberinde getirir. Birçok işletme bu durumu görmezden gelerek büyüme olanakları oluştuğunda büyümenin hızla nakit akışı yaratacağını düşünerek uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borçlanmayı tercih eder (Myers, 1977). Bu durum genelde işletmeleri nakit ve likidite sıkıntısına sokar. Jensen ve Meckling'e göre, eğer işletmenin yatırım fırsatları riskli borçlarla finanse edilirse, yatırımdan elde edilen faydalar tamamen hissedarlar yerine kısmen alacaklılara tahakkuk eder (1976). Borçla finansman ve yüksek büyüme arasında oluşan çelişki iki şekilde kontrol edilebilir.

Birincisi sermaye yapısında daha düşük kaldıraç oranı (Toplam borç/Aktif toplamı) kullanmaktır. Zaten yüksek büyüme fırsatı olan bir şirketin kaldıraç seviyesi de optimal kaldıraç seviyesinden daha düşük olma eğilimindedir. İkincisi de borcun vadesini kısaltmaktır. Yatırım fırsatları daha fazla büyüme fırsatları içeren işletmelerin kısa vadeli borç kullanma eğilimi de fazladır (Myers, 1977). Bu tanımlamalar vekâlet teorisi ve likidite riski hipotezlerine dayanmaktadır. Bu teoriler kaldıraç oranı ile büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki olduğunu ama büyüme fırsatları ile kısa vadeli borç arasında ise pozitif bir ilişki öngörmektedir (Gülcemal ve Liceli, 2019).

Covid dönemine bakıldığında alacak tahsilatında yaşanan problemler, bankaların kredi faiz oranları, yeni yatırımcıların borsaya olan ilgisi işletmelerin halka arz ile finansman sağlama yoluna yönelmesinde etkili olmuştur. Bunun yanında süreç ve

sonrasında büyüme fırsatı gören işletmeler için kaldıraç oranı yükselmeden yatırım finansmanının sağlanması için halka arz ile kaynak sağlamak mantıklı hale gelmiştir.

3.4.3. Covid dönemindeki yatırımcı sayısı, Borsa İstanbul işlem hacmi ve halka arz olan şirket sayısı

Borsa İstanbul çeşitli sayıdaki yatırımcılar, işletmeler, alım ve satım yapılan işlem hacmi ile bir bütündür. Yatırımcıların çoğunu her ne kadar bireysel yatırımcılar oluştursa da kurumsal yatırımcıların sayısı da fazladır. Özellikle halka arz sayısının da artması ile piyasanın daha geniş bir grubu içine aldığı söylenebilir. Borsa İstanbul’da yerli yatırımcı kadar yabancı yatırımcılar da alım ve satım yapmaktadır. Bu çerçevede Borsa İstanbul internet sitesinde datastore bölümündeki halka arz verilerini kullanarak belli yıllardaki değişimleri anlatmak yerinde olacaktır.

Bu çalışmanın verileri 2020 ve 2021 yılları arasında Borsa İstanbul’da gerçekleşen halka arz verilerinden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda halka arzlara katılan bireysel ve kurumsal yatırımcıların yerli ve yabancı olarak ayrı ayrı sayıları gösterilmektedir.

Tablo 3.2. Halka Arza Katılan Yatırımcı Sayıları

	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Satın alan Yatırımcı Sayısı (Yurtdışı)	Satın alan Yatırımcı Sayısı (Yurtiçi Bireysel)	Satın alan Yatırımcı Sayısı (Yurtiçi Kurumsal)	Toplam Yatırımcı
2020	8	699	1.011.854	900	1.013.453
2021	52	5.501	8.474.957	4.319	8.362.985

Yukarıdaki tabloya göre; 2020 yılındaki halka arz sayısı oldukça düşüktür. 2021 yılında ise; 52 adet şirket halka arz olmuş yurtiçi bireysel yatırımcıların sayısı 2020’e göre yaklaşık 7 kat artmıştır. Halka arz olan işletme sayısına bakıldığında 2020’de 8 olan sayı 2021’de 52’ye çıkmıştır. Yeni yatırımcılar halka arz edilen hisselerle yoğun bir ilgi göstermişlerdir. Oluşan talebin hem şirketler hem kurumsal ve bireysel yatırımcılar hem de düzenleyici kurumlar açısından önemi büyüktür.

Tablo 3.2. 2020 Yılı Halka Arzların İlk İşlem Günü İşlem Hacimleri

Hisse Adı	İlk İşlem Tarihi	İlk İşlem Günü İşlem Hacmi (TL)
ARDYZ	6.02.2020	538.762
BAYRK	4.06.2020	255.154
FADE	6.08.2020	333.913
DNISI	3.09.2020	227.445
ESEN	9.10.2020	426.724
KONTR	19.10.2020	411.986
KRVGD	4.12.2020	1.799.324
ARZUM	24.12.2020	2.608.113

Kaynak: Matriks Veri Terminali

2020 yılında gerçekleşen halka arzların TL cinsinden ilk işlem günkü işlem hacimleri 2021 yılına nazaran daha düşüktür. Çünkü piyasalarda belirsizlik hâkimdir.

Tablo 3.3. 2021 Yılı Halka Arzların İşlem Hacimleri

Hisse Adı	İlk İşlem Tarihi	İlk İşlem Günü İşlem Hacmi (TL)
ANGEN	21.10.2021	1.125.875.000
ATATP	4.06.2021	22.723.730
AYDEM	29.04.2021	645.415.000
BASGZ	11.06.2021	1.060.764.000
BIOEN	28.04.2021	127.375.509
BRLSM	20.08.2021	204.374.871
BMSCH	8.06.2021	125.162.150
BOBET	3.06.2021	212.923.399
CANTE	30.04.2021	8.095.088
ARASE	11.11.2021	810.253.949
EDATA	5.07.2021	1.808.176
ELITE	15.11.2021	2.693.194
EGEPO	1.09.2021	679.729
ESCAR	13.07.2021	208.935.605
GESAN	19.08.2021	107.039
GLCVY	21.10.2021	474.832.470
GWIND	22.04.2021	610.315.800
GENIL	5.08.2021	26.996.960
HEDEF	22.10.2021	689.537
IHAAS	3.11.2021	27.718.174
ISKPL	28.01.2021	602.317
ISSEN	18.11.2021	602.818.416
KARYE	16.07.2021	79.820.818
KIMMR	22.09.2021	1.021.621
KLKIM	18.05.2021	260.252.325
KONKA	26.11.2021	208.187.453

Tablo 3.3. (devamı) 2021 Yılı Halka Arzların İşlem Hacimleri

Hisse Adı	İlk İşlem Tarihi	İlk İşlem Günü İşlem Hacmi (TL)
KTSKR	8.07.2021	160.792.132
KZBGY	12.08.2021	477.934.027
MAGEN	30.09.2021	1.050.038.546
MANAS	27.07.2021	4.776.365
MEDTR	2.07.2021	8.483.922
MERCN	27.05.2021	62.053.895
MIATK	22.11.2021	1.530.589
MOBTL	25.11.2021	414.505.814
MTRKS	6.04.2021	217.540
NTGAZ	1.04.2021	160.427
ORCAY	2.09.2021	1.269.382
OYYAT	10.06.2021	58.112.319
PCILT	1.12.2021	20.167.856
PENTA	17.05.2021	64.640.346
PSGYO	16.12.2021	641.900.269
QUAGR	9.04.2021	301.618
RNPOL	6.12.2021	199.287
SELVA	25.06.2021	652.169
TEZOL	15.09.2021	823.500
TRILC	5.03.2021	59.147
TUREX	8.04.2021	211.530
ULUFA	11.11.2021	405.705.466
UNLU	7.06.2021	129.346.650
VBTYZ	12.07.2021	46.296.795
YEOTK	3.09.2021	253.594
ZRGYO	6.05.2021	180.141.530

2021 yılında gerçekleşen halka arzların işlem hacimleri incelendiğinde ise; işlem hacmi yüksek hisse sayısının fazla olduğu görülmektedir. Bu dönemde ayrıca önceki yıla nazaran pandeminin etkileri azalmıştır.

3.4.4. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar ile ihraççı ve sermaye piyasaları açısından halka arz

3.4.4.1. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar

Halka arzın önemli taraflarından biri de yatırımcılardır. Yatırımcılar hisse senetleri halka arz olduktan sonra aracı kurumlar vasıtasıyla bu hisseleri satın alırlar. Hissenin piyasada oluşan fiyatını yatırımcılar belirler. Özellikle kurumsal yatırımcıların hissenin fiyatı üzerindeki etkisi fazladır. Bu açıdan kurumsal yatırımcıların kimler olduğu ve alım

satım miktarları hem şirket yöneticilerini hem diğer aracı kurumları, halka arz olmuş diğer şirketleri ve son olarak da bireysel yani küçük yatırımcıları çok yakından ilgilendirmektedir.

Halka arz algısı finans literatüründe üzerinde durulan bir konudur. Bu aşamada kurumsal ve bireysel yatırımcının halka arz öncesi ve sonrasındaki rolünü iyi tanımlamak gerekir. Bireysel yatırımcıların en belirgin özelliği piyasa hakkında yeterli teknik bilgi ve donanımına sahip olmamalarıdır. Bu nedenle portföylerini profesyonelce yönetemezler. Yatırım yaptıkları hisse senetleri arasında risk dağılımı da yoktur. Kurumsal yatırımcılar ise bireysel yatırımcılardan biriktirdikleri sermayeyi risk yönetimi, getiri optimizasyonu doğrultusunda yöneten kuruluşlardır (Aras ve Müslümov, 2003). Yatırım fonları, özel emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar bunlara örnek kuruluşlardır.

Sermaye piyasalarına güven duyulması, piyasalarda büyük roller üstlenen kurumsal yatırımcılar için büyük miktartlı işlemlerin de gerçekleşmesine olanak verir (Bloommestein ,1998). Piyasalarda işlem gören likit bir varlık özellikle yüksek miktartlı alış satış yapan kurumsal yatırımcılar için caziptir (Reis ve Aydın, 2014). Pay likiditesi kısaca işlem devir hızı anlamına gelir. Payının likiditesi yüksek olan işletmenin finansal performansı da yüksektir. Kurumsal yatırımcıların portföylerinde tuttıkları hisse senetlerinin daha risksiz olduğunu da söylemek mümkündür. Ama kurumsal yatırımcılar hisselerini portföylerinde uzun vadeli tutmak yerine belli dönemlerde satarak kazanç sağlamak da isteyeceğinden hisse senedinin fiyatının çok hızlı değişmesi kurumsal yatırımcı için kayıp anlamına gelir. Kurumsal yatırımcıların en belirgin diğer bir özelliği de fiyat tahmininde daha iyi olmalarıdır (Copeland ve Gala, 1983).

Günümüzde halka arzlarda operasyonel süreçler tamamlanıp, hisseler piyasada alınıp satıldıktan sonra kurumsal yatırımcıların ilgili hissede ne kadar alım ve satım yaptıklarını piyasa ekranlarından görmek mümkündür. Kurumsal yatırımcılar büyük miktarlarda alım-satım yaptıklarından diğer yatırımcılardan ayrılmaktadırlar. Bu özellikleri ile hissenin fiyatı üzerinde etkileri büyüktür. Kurumsal yatırımcıların aynı zamanda likiditesi yüksek ve geniş piyasalara erişimi kolaydır. Emeklilik fonları ve hayat sigorta şirketleri gibi uzun vadeli fon kaynaklarını bünyelerinde bulundurmaları sayesinde yüksek risk ve getirili finansal varlıkları portföylerinde tutabilirler. Böylece

sermaye piyasalarına uzun vadeli fonların arzını niteliksel olarak artırır (Harichandra ve Thangavelu, 2004).

Kurumsal yatırımcıların bir diğer avantajı risk havuzu ve risk paylaşımı yoluyla riski kontrol edebilmeleri ve belirsizliği yönetebilmeleridir. Böylece yeni bir finansal ürün ya da yatırım stratejisinin gelişmesini sağlarlar. Bunlar sıfır kuponlu tahviller, endekse dayalı vadeli işlemler, menkul kıymetleştirme ve kapsamlı türev kullanımı gibi finansal yeniliklerden oluşmaktadır (Karkacier, 2016). Hisseye iyi bir fiyat belirleme ve işlem maliyetlerini düşürme fonksiyonları da bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar şirket ile diğer yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak, kurumsal yönetime ve şirketin likiditesine katkı sağlarlar (Huyghebaert ve Hulle, 2004). Kurumsal yatırımcılar için yapılan yatırımlar uzun vadeli olmalıdır. Böylece piyasanın volatilitesi ve kırılganlık azalacak ve fiyat hareketlerindeki istikrar ve tutarlılık ile ileriye yönelik tahminler yapmakta kolaylaşacaktır (Karkacier, 2016). Kurumsal yatırımcılar açısından olumsuz kabul edilecek tek durum ise büyük miktarda işlem yaparken ülkeden yabancı sermaye çıkışına sebep olmalarıdır. Yabancı kurumsal yatırımcı yatırımlarını satar ve yerli para elde eder. Elindeki yerli parayı da tekrar yabancı paraya dönüştürür. Yabancı para ile beraber ülkeden ayrılır. Bu sermaye göçünün bir sonucu olarak, ev sahibi ülkenin döviz rezervleri tükenir (Dorkin, 1999). Sonuç olarak; kurumsal yatırımcıların daha bilgili olmaları ve fiyatları daha etkin kılmaları ne kadar önemli olduklarını gösterir (Golec, 2007).

3.4.4.2. İhraç primi

İşletmeler halka arz işleminin yasal süreçlerini tamamladıktan sonra danışmanlık eden aracı kurum vasıtasıyla özellikle televizyonlara görsel reklamlar vererek hisselerini halka arz edeceklerini duyururlar. Bu reklamlarda şirketin ismi, faaliyet alanı, halka arz işlem fiyatı, talep toplama günleri anlatılmaktadır. Hisseden satın almak isteyen yatırımcılar belirlenen tarihlerde aracı kurum üzerinden taleplerini belirtirler. Talep toplama tarihi bittikten sonra aracı kuruluş vasıtasıyla satış sonuçları KAP’da yayımlanır. Böylelikle şirketin halka arzdan elde edeceği gelir, kamuoyu, Borsa İstanbul ve SPK’ya iletilmiş olur. Borsa İstanbul’da ise yayını izleyen 2. iş günü hisseler işlem görmeye başlar. Bu sürecin başlamasıyla hisseye olan talebe göre hissenin fiyatı piyasalarda belirlenir.

İşletmeler halka açıldıktan sonra elde ettikleri gelir ve giderleri muhasebeleştirmek durumundadırlar. Halka açıldıktan sonraki ilk yılsonu bilançolarında bu gider ve gelir kalemleri gösterilir. Halka arz gelirleri bilançoda “Hisse Senedi İhraç Primleri” hesabı adı altında kayıt altına alınır. Bu hesaba yazılan tutardan halk arz masrafları indirilir. Böylece net rakama ulaşılır. Hisse senedi ihraç primleri, iptal edilen ortaklık payları, kontrol gücü devam eden ortaklıkların pay satış kârları gibi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya ve sermayenin bir parçası sayılan tutarların izlendiği kalemdir (<https://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/9190/> Elektronik-Finansal-Raporlama, (erişim tarihi: 27.01.2021).

3.4.4.3. Sermaye piyasalarında likidite yaratılması

Sermaye piyasalarının ekonomiye olan katkısı oldukça geniştir. Sermaye piyasaları öncelikli olarak fon eksiği ve fon fazlası olanlara likidite ve yatırım fırsatı sağlar. Sermaye piyasalarında işlem maliyetleri düşük tutularak, arz ve talep koşulları ile sağlıklı bir fiyatın belirlenmesi sağlanır. Böylece fiyatların aşırı hareket etmesinin önüne geçilmiş olur. Sermaye piyasaları gelişmiş ekonomilerde, sermaye mülkiyeti geniş bir tabana yayılır ve uluslararası piyasalarda o ülke adına güven ortamı oluşur.

Sermaye piyasalarında likidite yaratmaktan kasıt, likit olmayan varlıkların likit varlıklara dönüştürülmesidir. Halk arz ile işletmeler geniş bir yatırımcı tabanına ulaşır ve hisselerini likit bir varlık haline getirirler (Angel vd.,2008).

3.4.4.4. İhraççı işletme açısından sermaye, likidite ve finansal borç yapısı

Halka açılmanın işletmelere sağladığı avantajlardan en önemlisi işletme sermaye yapısının güçlenmesidir. Likiditeye kavuşan işletme bu likidite ile borçlanma yapısını iyileştirebilir ya da yatırım yapmaya yönelebilir.

İşletmeler kredi verenlere karşı mali yapılarını güçlü göstermek için sermaye yapılarına önem verirler. Sermaye yapısı işletmelerin kısa ve uzun vadeli borçları ile öz sermaye miktarıdır. Sermayenin bir maliyeti olduğu bilinmektedir. Kısacası; bankalardan alınan kredilerin de (banka kredileri), satıcılara olan borçların da (satıcılar), ihraç edilen tahvillerin de (çıkarılmış tahviller), ihraç edilen hisse senetlerinin de (ödenmiş sermaye)

şirkete yüklediği bir maliyet vardır. Her bir kaynak kalem için ayrı bir sermaye maliyeti hesaplanabilir. Ancak, daha çok bütün kaynakların (hem kısa ve uzun vadeli borçların hem de özkaynakların ortalama sermaye maliyetini veren tek bir sermaye maliyeti esas alınmaktadır.

İşletmeler için bir şirketin piyasa değerinin yüksek olması önemlidir. Şirketin piyasa değeri hesaplanırken sermayenin parasal büyüklüğüne ve sermaye yapısının hangi kalemlerden oluştuğuna bakılır. İşletmelerin dışardan elde ettikleri fonların maliyetini iyi hesaplamak gerekir. Bu maliyetlere örnek olarak; borç kalemleri için faiz ve öz sermayeye için de ortakların kâr beklentisi sonucu oluşan maliyetler verilebilir. Günümüzde sermaye yapısına yönelik alınan kararların ve sermaye yapısı değişkenlerinin şirketin borç ve öz sermaye maliyetlerini, piyasa değerini, borç verenlerin şirketlere bakış açısını direkt olarak etkilediği pek çok araştırmacı tarafından kabul edilmektedir (Terim ve Kayalı,2009).

3.4.4.5. Sermaye yapısı, pay likiditesi ve pay getirisi ile kurumsal yatırımcılar arasındaki ilişki

Sermaye yapısı ile pay getirisi ve pay likiditesi arasındaki ilişkiyi kurumsal yatırımcılar ile bağdaştırarak anlatmak gerekir. Pay likiditesinin yüksek olması bireysel ve kurumsal yatırımcılar için istenilen bir durumdur. Likiditesi yüksek bir pay senedine talep fazla olur ve fiyatı artar. Eğer bir işletmenin hisse senedinin fiyatı yüksek olursa sermaye maliyeti azalması beklenir (Reis ve Aydın, 2014). Çünkü işletme için sermaye maliyeti aynı zamanda yatırımcıların finansal varlıklardan bekledikleri getiri oranına eşittir (Amihud ve Mendelson, 2000). Risk ve beklenen getiri arasındaki pozitif ilişki sebebiyle yatırımcılar likiditesi daha düşük paylardan daha yüksek getiri bekler. Sermaye maliyeti az olan işletme, kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda daha isteklidir.

Pay likiditesini etkileyen diğer bir unsur da işletmenin sahiplik ya da mülkiyet yapısıdır. Halka açılma ile şirketin mülkiyet yapısında önemli değişiklikler olur. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar şirkete ortak olurlar.

3.4.4.6. Likidite, finansal borçlanma oranları

➤ Likidite oranları

Halka arz ile elde edilen fon ihraççı işletme için diğer kaynaklara nazaran düşük maliyetli bir kaynaktır. Bu fon genellikle ileriye dönük yeni yatırım planlarını finanse etmek ve çeşitli borçları ödemek için kullanılmaktadır.

Likidite finans literatüründe varlıkları nakde çevirme veya nakit elde etme becerisi olmakla birlikte, bir işletmenin istenmeyen zararlara maruz kalmadan, KVKYK'ı karşılama yeteneği olarak da tanımlanabilir (Billah vd., 2015). Kısacası likidite bir ölçüt ve bir olaydır. Sıklıkla kullanılan likidite oranları ise; cari oran, likidite oranı ve nakit orandır.

Cari Oran, KVKYK'nın ne kadarının dönen varlıklar ile karşılandığını ölçmek için kullanılır (Ecer ve Günay, 2014). Oranın hesaplanması aşağıdaki şekilde yapılmaktadır:

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{KVKYK}$$

Asit test oranı, cari varlıklardan stoklar ve peşin ödenmiş giderler çıkartılması ve kalan bakiyenin KVKYK'a bölünmesi sonucu elde edilir (Dereköy, 2020).

$$\text{Asit-Test Oranı} = \text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler} + \text{Ticari Alacaklar} / \text{KVKYK}$$

Nakit oran ise asit-test oranından daha katı bir ölçüttür. İşletmenin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda, KVKYK'ı karşılama yeteneğini göstermektedir (Akgüç, 1998).

$$\text{Nakit Oran} = \text{Hazır Değerler} / \text{Menkul Kıymetler} / \text{KVKYK}$$

➤ Finansal borç oranları

Finansal borç oranlarının diğer bir ismi mali/finansal yapı oranlarıdır. Finansal borç ya da mali yapı oranları ile işletme varlık ve faaliyetlerinin nasıl finanse edildiği hakkında fikir verir. Eğer işletme zarar ediyorsa, varlıklarında değer düşüklüğü varsa, nakit akışları

bozulmuş ise; borçlarını ödeme konusunda bir riski olup olmadığı konusunda yorum yapmak mümkün olur (Akgüç, 2011). İşletme faaliyetlerinin ne ölçüde borçla, ne ölçüde öz kaynak ile finanse edildiği, uzun vadeli borçlarını vadede ödeyip ödeyemeyeceği finansal borç oranları kullanılarak yorumlanabilir.

Mali yapı oranları işletme mevcut ve potansiyel ortakları ve yönetiminin kullandığı oranlar olmakla beraber kredi verenler için de önemlidir. Kredi verenler mevcut kredilerin zamanında ödenip ödenmeyeceği ve işletme için yeni kredi limitlerinin mümkün olup olmayacağına bu oranları da kullanarak karar vermektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2015).

Mali yapı oranı olarak kullanılan oranlardan en temel olanlar; kısa vadeli borç/toplam aktif ve borç/varlık (kaldıraç oranı) oranlarıdır. Kısa vadeli borçların vadeleri bir yıl ve altıdır. Kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranlanması ile bulunan bu oran işletme üzerinde kısa vadede borç baskısının düzeyi hakkında fikir vermektedir. Kaldıraç oranı işletmenin varlıklarını finanse ederken ne kadar borca gereksinim duyduğunu ölçmek için kullanılır. Bu oranın yüksek ya da düşük olması özellikle kredi veren kuruluşları ilgilendirmektedir. Çünkü kaldıraç oranının düşük olması işletmenin daha az riskli olduğunu gösterir. Kaldıraç oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç (KVYK + Uzun Vadeli Yükümlülük)}}{\text{Toplam Varlık}}$$

4. COVID DÖNEMİNDE HALKA ARZ OLAN İŞLETMELERİNİN LİKİDİTE VE BORÇ ORANLARININ FİYATLANDIRMA İLE İLİŞKİSİ

4.1. Düşük Fiyatlandırmaya Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar

Kaya (2019) çalışmasında ilk halk arzlar da kısa ve uzun dönem performansları ile işlem hacmi arasında teorik bir ilişki olup olmadığını sadece literatür bilgilerini ele alarak incelemiş ve işletmelerin ilk halk arzlarında hisselerinin düşük fiyatlandığını kısa dönemde kâr sağladığını uzun dönemde ise önce aşırı değerlenip, arkasından değer kaybına uğradığı sonucunu elde etmiştir.

Zor, Bozkurt ve Öksüz (2016) çalışmalarında borsada asimetrik bilgi düzeyinin Ulusal Pazar ile İkinci Ulusal Pazar'daki fiyat-hacim ilişkilerini VAR yöntemi ile incelenmişlerdir. BİST-100 (XU100) endeksinin Ocak 1986 – Mayıs 2014 dönemine ve BİST İkinci Ulusal (XIKIU) endeksinin Ocak 1997 – Mayıs 2014 dönemine ait ay sonu kapanış fiyatları ile işlem hacimlerini veri olarak kullanmışlardır. Analiz sonucunda Ulusal Pazar'da, fiyat değişiminden işlem hacmine doğru, İkinci Ulusal Pazar'da ise işlem hacminden fiyat değişimine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu tespit edilmiştir.

1984-2000 yılları arasında Belçika'da halka arzlara ilişkin verilerden yola çıkarak yaptıkları çalışmada Huyghebaert ve Hulle (2004) kurumsal yatırımcıların hisse senedi satın almasının olumlu etki yaratarak, düşük fiyatlandırmayı azaltıp likiditeyi artıran nedenlerden biri olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Baron (1982) ve Rock (1986) çalışmalarında halka arzların düşük fiyatlandırmasını değerlendirmek için yeni bir model önermekte ve düşük ya da beklenen değerde hisse fiyatları için yatırımcıların risksiz ve orantılı ihraçlara yakın olmaları gerektiğini savunmuştur. Ayrıca bilgi asimetrisinin önemine vurgu yaparak ihraççılar ve yatırım yapan banka, aracı kurum gibi işletmelerin optimal sözleşme çerçevesinde anlaşmaya varacaklarını açıklamak istemişlerdir.

Asimetrik bilgi kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında eşit dağılmaması sermaye piyasaları için her zaman risk olmuştur. Mishkin ve Strahan (1999) yılında yaptıkları çalışmada bilgi ve telekomünikasyon teknolojilerinde yaşanan ilerlemelerin işlem maliyetlerini düşürdüğünü ve asimetrik bilgiyi azalttığını ve finansal sistemin yapısını nasıl değiştirdiğini araştırmak istemişler ve böylece küçük işletmelerin fon toplamalarını kolaylaştırdığını öne sürmüşlerdir.

Yıldırım ve Dursun (2016) yaptıkları çalışmada BIST’de 2004-2014 döneminde gerçekleşen halka arz olan 114 işletmeyi incelemişler ve ilk günkü düşük fiyat anomalisini ikinci günde de devam ettiğini görmüşlerdir.

Şirket değerlemesi yöntemlerine göre halka arz fiyatının belirlenmesi ile ilgili çalışma yapan Güler (2010) reel ve finans sektöründe yer alan iki farklı şirketi çeşitli yöntemlere değerlendirme yapmış ve halka arz fiyatlarını karşılaştırmıştır. Reel sektördeki şirket için indirgenmiş nakit akımları analizinden serbest nakit akımları modelini ve ağırlıklı sermaye maliyetini, finans sektöründeki şirket için ise; artık kâr modelinde özsermaye maliyetini kullanmıştır. Halka arz fiyatları her iki şirket içinde tespit edilmiş ve hisse fiyatının doğru tespit edilmesi gerektiği kanısına varmıştır.

Carter ve Manaster (1990) 1 Ocak 1979 ile 17 Ağustos 1983 yılları arasında gerçekleşen 501 ilk halka arzı incelemişler ve halka arz getirileri, bilgisiz ve bilgili yatırımcılar ve pazarlama şirketlerinin prestiji arasındaki ilişkileri ampirik testlerle araştırmak istemişlerdir. Yatırımcıların bilgi edinmeye yapacakları yatırım kaynakları kısıtlı olduğundan özellikle bilgisiz yatırımcılar için zamanla uzmanlaştığını ve riski telafi ettiğini savunmuşlardır. Buna karşılık bilgili yatırımcılar ise; sayıları ve sermayeleri büyüdükçe denge fiyatının arttığını ve ikincil piyasada dağılımları yükseldikçe daha büyük artışlara neden olabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

1970-1980 yılları arasında on yıl içerisinde ABD’de gerçekleşen halka arzları inceleyen Ibbotson vd.(1998) halk arzı piyasaların doğru yapamadığına dair kanıtlar elde etmiş ve üç tane anormalliği öne sürmüştür. Bunlar; kısa vadeli düşük fiyatlama, işlem hacminin düşük fiyatlamının bir boyutu olduğu, hisselerin uzun vadede de düşük performans gösterdiği şeklindedir. Halka arz olan genç işletmelerin özsermaye

maliyetlerinin de artabileceği ve gelecek vaat eden yatırımları finanse etmek için piyasanın yeteneğinin önemli olduğunu savunmuşlardır.

Beatty ve Ritter (1986) 1977-1982 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na kayıtlı halka arzları toplamda ise 1028 adet işletmeyi analiz etmişlerdir. Halka arzlarda hissenin düşük fiyatlanması nedenlerinden birinin yatırımcıların eksik ve tam bilgiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Cihangir ve Kandil (2009) düşük fiyatlandırmayı tespit etmek için 01.01.2003-30.06.2008 döneminde halka açılan 45 adet işletmenin 30 günlük hisse getirilerini incelemişlerdir. Çalışmalarında sadece 2003 ve 2006 yıllarındaki halka arzlarda düşük fiyatlandırma olduğunu fakat diğer yıllarda olmadığını ortaya koymuşlardır. 2003 ve 2006 yıllarında piyasa belirsizliğinin az ve siyasal istikrarın yüksek olduğu dönemlerde halka arzlara olan talebin arttığını vurgulamışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, belirsizliğin az olması daha sağlıklı fiyatlandırma yapılabileceğini göstermiştir.

Çin borsasında 1992-1997 yılları arasında 701 adet A grup hisse ile 117 adet B grup hisseyi Chen, Firth ve Kim (2002) Çin'deki ekonomik veriler ile ilişkilendirerek incelemek istemişlerdir. A grubu hisselerin diğer gelişmiş ülkelere göre düşük fiyatlandırma düzeyinin Çin'de daha yüksek olduğunu ama B grubu hisselerin diğer ülke normlarında daha yakın fiyatlandığını bulmuşlardır. A grubu hisselerin düşük fiyatlandırma düzeyinin yüksek olmasını üç tane nedene bağlamaktadırlar. Birincisi; halk arz sürecinin uzun olması, riskin artmasına ve yatırımcı belirsizliği ikincisi ise; işletmelerin ikincil halka arzların artması ve işletmelerin yatırımcıları çekmek için ilk halka arzları daha düşük fiyatlanması üçüncü faktör ise şirketin sahiplik yapısıdır. Devletin ve tüzel kişilerin elinde bulundurduğu büyük miktardaki hisse sahipliği, daha düşük fiyatlama ile sonuçlanır. Yüksek devlet ve yarı devlet mülkiyeti, kamu yatırımcıları için vekâlet maliyetini artırır ve bir şirketin hisse senedinin likiditesini azalttığını öne sürmüşlerdir.

Avcı, Akdoğdu ve Şimşir (2020) yılında yaptıkları çalışmada 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2019 yılları arasında yapılan 132 adet şirketin halka arz verilerini incelemişlerdir. Fiyatlandırma ile hisselerin işlem gördüğü pazarlar, sektörler ve anormal getiri arasındaki ilişkiyi açıklamak istemişlerdir. İlk halka arzların ve halka arzların yoğun olduğu

dönemlerin genellikle hisselerinin düşük fiyatlandığını bulmuşlardır ve hisseler halka arzlarda hep yüksek getirili olduğunu görmüşlerdir.

Kurtaran (2013) çalışmasında Ocak 1994-Aralık 2009 tarihleri arasındaki gerçekleşen ilk halka arzların ilk gün getirileri ile uzun dönem fiyat performanslarını arasındaki nasıl bir ilişki olduğunu incelemiştir. Analiz sonucunda ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırma düzeyinin fazla olduğunu ve yatırımcıların ilk işlem gününde pozitif getiri sağladıklarını bulmuştur. Ayrıca ilk işlem gününde düşük fiyatlanan hisselerin yüksek fiyatlanan hisselerle göre uzun dönemde daha iyi performans gösterdiği sonucunu elde etmiştir.

Bakırhan (2021) çalışmasında ilk halka arzın düşük fiyatlamasının varlığı uzun vadede ise düşük performansın varlığını açıklamak istemiştir. Çalışmanın verileri 1993-2020 yılları arasında gerçekleşen 347 adet halka arzdan oluşmaktadır. Pay senetlerinin ilk işlem günü, 1. ay, 12. ay, 24. ay ve 36. ay düzeltilmiş kapanış fiyatları üzerinden getirileri kullanılmıştır. Bir aylık dönem ise kısa diğerleri ise uzun dönem olarak kabul edilmiştir. Getiri hesaplamasında elde edilen sonuçlar yıllara göre yorumlanmıştır. 2020 yılında en yüksek ham getiri oranı %123, 39 olup 1993 yılından sonraki en yüksek değerdir. En yüksek 1 aylık pozitif aşırı getiri ise %118, 5 ile 2020 yılında olmuştur. 2020 yılının ilk gün ham getirisi %11,21 olup en yüksek üçüncü sıradadır. 2019 yılının ise; bir aylık ham getirisi %13, 82'dir. Bir aylık pozitif aşırı getirisi ise %10,44 'dür. Diğer yılların ortalamasına yakındır. 2019 yılının ilk gün ham getirisi ise; 6,98 ve ilk gün pozitif aşırı getirisi ise 6,84 ile ortalamalar yakın bir değerdedir. Bakırhan, bu sonuçların uluslararası literatür ile uyumlu olduğunu belirtmiştir. Çalışmada ayrıca kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun 1993-2020 arasında gerçekleşen halka arzlar için Türkiye'de olduğuna dair kanıtlar sunulmaktadır. Satın al ve tut yöntemine göre 12. ayda pozitif getiri elde edilen yıl sayısı 14 iken negatif getiri elde edilen yıl sayısı 13 olmuştur.

Otlu ve Ölmez (2011) çalışmalarında kısa dönemde Borsa İstanbul'da düşük fiyatlandırma olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmanın verileri Ocak 2006 ile Haziran 2011 arasında halka arz olmuş 53 adet hisse senedinden oluşmaktadır. İlk 21 işlem günü fiyat performanslarının ortalama anormal getirileri ve birikimli getirileri hesaplanmıştır. Çalışmanın sonucunda ise ilk gün düzeltilmiş anormal getirilerinin %6, 99 oranında düşük fiyatlandığını görülmüştür.

Tunçay (2019) çalışmasında 2010-2017 yılları arasında halka arz olmuş 109 adet şirket olay analizi yöntemi ile düşük fiyatlandırmanın hangi günlerde olduğu tespit etmiştir. 109 hisse senetlerinin ilk gün getirisi %1.66, ilk gün anormal getiri ise %1.59 olarak bulunmuştur. İlk gün elde edilen anormal getiri, düşük fiyatlandırmanın var olduğunun göstergesidir. Bu hisselerden 50 tanesi 15 gün sonunda pozitif getiri, 59 tanesi ise negatif getiri sağlamıştır yani 50 tane hisse senedinde düşük fiyatlandırma, 59 tanesinde ise yüksek fiyatlandırma söz konusudur. Anormal getiriler halka arz olunan günden sonraki ilk 5 gün boyunca pozitifdir, ancak 6. 7. , 9. , 10. ve 11. günlerde hisse senetleri negatif anormal getiri getirerek yatırımcılarına kaybettirmiştir. 2010-2017 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş hisse senetleri için tüm günlerde anlamlı bir kümülatif anormal getiri elde edilmektedir. Yüksek ilk gün anormal getirisi %2.64 ile 2011 yılındadır ve anlamlıdır. İkinci en yüksek ilk gün anormal getirisi ise %2.4 ile 2010 yılına aittir ve anlamlıdır. 15 günlük en yüksek kümülatif anormal getiri ise %9.59 ile 2015 yılına aittir ve anlamlıdır. En yüksek ikinci ve üçüncü kümülatif anormal getiri ise sırasıyla %8.05 ile 2011 yılına ve %6,27 ile 2013 yılına aittir, bu getiriler de anlamlıdır. 2017 yılı hariç tüm yıllarda ilk gün anormal getirisi pozitifdir ve yatırımcılara ilk gün piyasanın üzerinde bir getiri sağlamıştır. 2010 ve 2011 yıllarında sadece düşük fiyatlandırma anlamlıdır. 2014 ve 2016 yılları dışında diğer yıllarda 15 günlük kısa dönem kümülatif anormal getirisi pozitifdir. 2010 yılında 8, 2011 yılında 9, 2012 yılında 11 ,2013 yılında 11, 2014 yılında 5, 2015 yılında 5 ve 2017 yılında ise 1 şirketin 15 gün sonunda pozitif kümülatif anormal getiri sağladığı bulunmuştur.

4.2. Likidite ve Finansal Borç Yapısına Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar

Kaderli ve Demir (2008) 1992–2002 yılları arasında Borsa İstanbul’da halka arz edilmiş ve düşük fiyatlandırılmış 77 işletmeyi incelemişlerdir. Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak ilk gün getirisi, bağımsız değişkenler arasında ise KVKYK/pasif toplamı yer almaktadır. KVKYK/pasif toplamı ile ilk gün getirisi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Likidite oranlarından cari oran ile ilk gün getirisi arasında ise yine negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu görmüşlerdir.

Çimen (2017) çalışmasında 2000-2015 yılları arasındaki düşük fiyatlandırmaya etki eden nedenleri incelemiştir. İlk işlem günü ve 30. günlük getiriler hesaplanmıştır. Ayrıca çalışmada piyasaya göre düzeltilmiş getiri bağımlı değişken olurken, toplam hasılat, halka

arz fiyatı, halka arz oranı, finansal krizlerin etkisi ve halka arz sayısı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Zaman serisi modellerinden VAR analizi ve granger nedensellik testlerinden yararlanılmıştır. Araştırma yıllara göre yapılmış ve yorumlanmıştır. Sadece 2001 yılında ortalama düzeltilmiş getiriler negatif olurken, diğer 15 yıl süresine pozitif olmuştur. 2001 yılı dışında Borsa İstanbul’da halka arzların ilk gün ortalama düzeltilmiş getirilerine göre düşük fiyatlandırma olduğu görülmektedir. Halka arzdan sonraki 30.gün ise 2001, 2004 ve 2014 yıllarında negatif, diğer 13 yıl boyunca ise pozitif olduğu görülmüştür. Sonuç olarak halka arzlarda 2001, 2004 ve 2014 yılları haricinde ilk ay düzeltilmiş getirilerine göre düşük fiyatlandırma olduğu söylenebilir. Halka arz ilk gün getirisi ile toplam hasılat arasında aynı yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Finansal kriz dönemleri ve hasılatın yüksek olduğu dönemlerde yatırımcılar pozitif anormal getiri elde edebileceklerdir.

Kahraman (2016) çalışmasında Ocak 1993 ile Haziran 2015 yılları arasında gerçekleşen 22 adet halka arzı incelemiştir. Bağımlı değişken olarak kümülatif anormal getirileri, bağımsız değişkenlerde ise toplam borç, özsermaye, hasılat, gibi çeşitli finansal göstergeleri kullanmıştır. Araştırmanın yöntemi vaka analizidir. Yapılan regresyon analizi ile kullanılan bağımsız değişkenlerin kısa dönemde hisse senetlerinin fiyat performanslarını ne ölçüde etkilediğini tespit etmek istemiştir. Bilanço ve gelir tablosundaki verileri işletmelerin halka arz olmadan önceki yılsonu verilerinden oluşmaktadır. İlk 20 günlük getirilerden yararlanılmıştır. Elde edilen ilk halka arz hasılatının artması durumunda anormal getirinin azalacağı beklentisi de çalışmada test edilmiştir. Net satışlar ve öz sermaye ile anormal getiri arasında pozitif yönde ilişki, toplam borç ile anormal getiri arasında ise negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu durum işletmenin toplam borcu arttıkça anormal getirinin azaldığını böylece düşük fiyatlandırma olgusunun da azaldığını ortaya koymaktadır.

Gökpınar (2023) çalışmasında 2010-2022/5 yılları arasından BIST’de ilk kez halka arzı gerçekleşmiş 183 pay senedinde düşük fiyatlandırma olgusu finansal gösterge oranlarından kaldıraç oranı ve aktifler diğer göstergelerden ise net hasılat rakamını hissenin ilk gün getirisi ile ilişkisini basit doğrusal regresyon analizi ile incelemiştir. Analiz sonucunda; bu iki oranın ve hasılat rakamlarının hissenin ilk gün getirisi üzerinde anlamlı bir etkisini bulmuştur. Etkinin yönü ise negatiftir. Kaldıraç oranındaki bir birimlik artışın hissenin ilk gün getirisinde düşüşe etki ettiğini görmüştür. Böylece kaldıraç oranı ve

riski yüksek olan şirketlerin ilk halka arzlarında daha fazla düşük fiyatlama yapacağı yönündeki Ritter (1986)'ın görüşünü desteklemediğini öne sürmüştür. Likidite oranı ile hissenin ilk gün getirisi arasında herhangi bir ilişki olmadığını bulmuştur. Net hasılat değişeni ile düşük fiyatlandırma oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Hasılat oranındaki bir birimlik artış ilk gün anormal getirilerinde azalışa neden olmaktadır. Böylece yatırımcıların hisseye olan talepleri artarak devam etmiştir. Gökpınar çalışmasında ayrıca hissenin 30 günlük birikimli getirileri ile finansal gösterge ve oranları da analiz ederek incelemiştir. Likidite oranı, kaldıraç oranı ile düşük fiyatlandırma arasında anlamlı bir ilişki bulmuştur. Likidite oranının bir puan artması 30 günlük birikimli kümülatif getiride artışa neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Likidite oranı yüksek olan şirketlerin borç ödeyebilme kapasitesi fazla olur ve bu şirketlerin riski de az olacağına düşük fiyatlama oranları ve getirileri de az olacaktır. Bu durumda sonuçlar literatür ile uyumlu değildir. Sonuç olarak analizden çıkan sonucu şirketlerin ancak 30 günlük birikimli getirileri ile açıklamak yerinde olacaktır. Bireyler ya da kurumlar likidite oranı yüksek olan şirketlere ancak 30 gün gibi uzun vadede yatırım yaparak riskten kaçınmaya çalıştıkları sonucuna ulaşılabilir.

Durukan (2002) çalışmasında 1990-1997 yılları arasında gerçekleşen 173 adet ilk halka arzları ilk gün ve uzun vadeli getirilerine etkileyen değişkenleri incelemiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri şirketin yaşı, büyüklüğü, hasılat, halka arzdan önceki yılda işletme sermaye yapısındaki borç düzeyi, fiyat kazanç oranı ve halka arz yönteminden oluşmaktadır. Çalışmanın sonucunda ise; hasılat ve borç/özsermaye oranının kısa vadeli hisse getirisi üzerindeki etkisinin anlamlı olduğunu görmüştür. Yüksek borç düzeyine sahip işletmelerin daha riskli olduğu göz önüne alınarak yatırımcıların kısa vadede hisseye olan talebin yüksek olacağını ve hasılatında fazla olacağı düşüncesi ile hareket edeceklerini ifade etmiştir.

Özer (2014) çalışmasında 2011-2013 yılları arasında 17 adet halka arzı fiyatlama performansını etkileyen etkenleri incelemiştir. Çalışmada kısa dönem getirileri ilk gün, ikinci gün, ilk hafta ve ilk aylık düzeltilmiş getirilerin bağımlı değişken işletmeye özgü değişkenlerin ise bağımsız değişken olduğu bir model kullanmıştır. Bağımsız değişkenler arasında borç/pasif oranı ve finansal borç/pasif oranı da bulunmaktadır. Analiz sonucunda ise borç-pasif oranı arttıkça kısa dönem getirilerde azalma görüldüğünü bulmuştur. Bazı şirketlerin halka arz aşamasında özellikle küçük şirketlerin özkaynaklarını daha yüksek

göstermeleri ve bunun sonucunda da borç-pasif oranının azalması ile açıklamak istemiştir. Nispeten büyük şirketlerin ise borç-pasif oranının da daha fazla olabileceğini ifade etmiştir. Bağımlı değişken olan ilk ve ikinci gün getirilerinin negatif ve anlamlı yönde etkelediği sonucuna ulaşmıştır.

4.3. Covid Döneminde Gerçekleşen İlk Halka Arzlara Yönelik Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar

BIST’de işlem gören işletmelerin halka arz öncesi ve sonrasındaki finansal performanslarını inceleyen Koçdemir ve Küçükçolak (2021) çalışmalarında kısa ve uzun vadeli borçların halka arzdan elde edilen gelir ile kapatılmasına yönelik bir çalışma yapmışlardır. Analizler sonucunda halka arz sonrasında işletmenin finansal yapı ve likidite oranlarında iyileşmenin görüldüğünü ve bunun nedeninin ise uzun vadeli borçlanma kapasitesinin yükselmesi olduğunu görmüşlerdir.

Gökpinar (2023) yaptığı çalışmada 2010-2022/5 yılları arasında BIST’de ilk kez halka arzı gerçekleştirmiş 183 pay senedinde düşük fiyatlandırma olgusu, kısa dönem performanslarını etkileyen faktörler çoklu doğrusal regresyon analizi ve ANOVA analizleriyle incelemiştir. İlk işlem günü pozitif getiri olduğunu, 2 ve 3. Günden itibaren getirilerin azaldığını, kaldıraç oranı, varlıklar ve halka arzdan elde edilen net hasılatın düşük fiyatlandırma üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İlk günkü yüksek getirinin bu değişkenlerden ters yönde etkelediğini fakat tam olarak açıklanamamıştır. 30 günlük birikimli getirilerin ise sadece likidite oranı ile anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Temir (2020) Covid-19’un sermaye piyasalarına etkisini incelemiştir. Dünyada covid-19 döneminde gerçekleşen halka arzların bazı ülkelerde artarken bazılarında ise belirsizlik sebebiyle ertelendiğini belirtmiştir. Ülkemizde düşük faizli banka kredileri ve devlet teşvikleri ile küçük orta boy işletmelerin desteklenmesini söylemiştir. Krizin yarattığı arz talep şoku başta enflasyon olmak üzere döviz kuru, ara mal, emtia, petrol fiyatlarındaki gelişmeler yansımıştır. Dış ticarete talep düşüp, ithalat ve ihracatta ödenen vergiler arttığı için ek paketler ile işletmelerin desteklenmesi gerektiği vurgulanmıştır. Cari açık, bütçe açığı ve tasarruf açığı ülke ekonomisini daha kırılgan hale geldiğini anlatmak istemiştir.

Covid-19 pandemisinin Türkiye ekonomisine etkilerini makro ekonomik faktörler ile açıklamak isteyen Adıgüzel (2020) yaptığı çalışmada büyüme oranı, enflasyon, dış ticaret ve cari işlemler açığı, merkezi yönetim toplam borç stoku, bütçe dengesi, döviz kurları, istihdam, dış borç, üretim ve finans sektörü değişkenlerini kullanarak açıklamak istemiştir. Çalışmada özellikle pandeminin başladığı yıl ve ay olarak Mart-Nisan 2020 dönemlerine vurgu yapılmak istenmiştir. Büyüme oranı % 4, 6 ve sanayi kapasite kullanım oranı %61, 6 ile sanayi üretimi %31, 4 olmuştur. Cari denge Mart ve Nisan aylarında 5'er milyar dolarlık açık vermiştir. Bütçe açığı ilk dört ay için 72, 8 milyar dolara ulaşmıştır. Yabancı sermaye çıkışı 8, 4 milyar dolarlık hisse senedi ve DBİS satışı olarak gerçekleşmiştir. Dolar kuru 5.95 TL'den 7.23 TL'ye çıkmıştır. İstihdam seviyesi 29 milyon 318 bin seviyelerinden 26 Milyon 133 bin seviyesine inmiştir. Finans sektöründe ise; TCMB, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını Nisanda % 9, 75'ten % 8, 75'e, mayıs tada %8, 75'ten %8, 25'e inmiştir. Kredi ve mevduat hacimleri de sürekli arttığı gözlemlenmiştir.

Yavuz (2021) çalışmasında 2010-2020 yılları arasında BIST'de gerçekleşen 85 adet ilk halka arzları olay çalışması ve finansal varlıkları fiyatlama modeli ile incelemiştir. İlk gün getirisinin hangi hissede hangi gün olduğunu sektörel olarak ayırarak açıklamıştır. Çalışmadaki 85 adet şirketin %30 düşük fiyatlanmış olduğunu tespit etmiştir.

Çömlekçi, Özer ve Coşkun (2021) çalışmalarında 2010-2019 tarihleri arasında halka arzı gerçekleşen 126 adet şirketin kısa ve uzun dönem performansını olay analizi ile incelemiştir. Yatırımcılar eğer ilk işlem günü halka arz hisselerini satın alırlar ise daha sonraki bir tarihte satın aldıklarından daha fazla anormal getiri elde edebilecekleri sonucuna varmışlardır.

Çalışkan (2022) yaptığı çalışmada 2021 yılında BIST üzerinden halka arzı gerçekleşen 52 adet şirketi incelemiştir. Halka arzı takip eden ilk 5. 20. ve 90.günlerdeki anormal getirileri hesaplamıştır. Düşük fiyatlandırma olan şirketleri tespit etmek istemiştir. Diğer çalışmalardan farklı olarak getiri hesaplamaları yaparken halka arz fiyatını değil ilk işlem günü ve sonraki günlerdeki fiyatları baz almıştır. Bu çerçevede analiz sonucunda, ilk üç gün için 52 adet hissenin tamamında pozitif ortalama anormal getiri sağladığı ve bu hisseler için düşük değerlendirme olduğu kanısına varmıştır. İlk beş gün boyunca ise 12 adet şirketin pozitif getiri elde edilirken, 8 adet hissenin ise negatif getiri elde ederek yüksek değerlendirme olduğu kanısına varmıştır. Ayrıca ortalama birikimli anormal getirilerin ilk 30.

60. ve 90. işgünü sonunda pozitif ve anlamlı olduğunu böylece 2021 yılında halka ilk kez arz edilen düşük değerlemenin varlığı görülmektedir. 2021 yılında halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinden alarak 30 gün elinde tutan bir yatırımcı ortalama %19.79 getiri elde ederken, 60 gün sonunda %20.4, ama 90. gün sonunda ise %17.83 getiri elde etmiştir. Buna göre; 2021 yılında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerini 30 iş günü sonunda satmaları rasyonel bir karar olacaktır.

Telçeken ve Özbay (2022) çalışmalarında 2018-2022 yılları arasında 99 adet ilk halka arzın kısa ve orta dönem hisse getirilerini inceleyerek düşük fiyatlandırmanın varlığını araştırmışlardır. Kısa ve orta dönem olarak ise hisselerin 1. gün, 3. gün, 5. gün, 10. gün, 15. gün, 21. gün, (1 aylık) 63. gün, (3 aylık) 126. gün (6 aylık) 6 ve 252. gün (1 yıllık) pay veri setlerini kullanmışlardır. Halka arzda düşük fiyatlamının varlığı ile Covid-19 pandemisinin bu düşük fiyatlama üzerindeki etkilerine vurgu yapmak istemişlerdir. Bu çalışmada incelenen dönem olarak covid-19 öncesi ve sonrası dönem olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. 2020 Mart ayı ise pandeminin başladığı dönem olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede 11 Mart 2020 tarihinden önce halka arz edilen 16 şirket için yapılan testlerde, 1.gün, 3. gün ve 126. gün getirilerinin istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bununla birlikte, 5. gün, 10. gün, 15. gün, 21. gün, 63. gün ve 252. gün testlerinde getirinin sıfırdan farklı olduğu sonucuna ulaşamamıştır. Covid 19 öncesi döneme yönelik olarak normal getiri için yapılan testlerde ise 3. Gün, 63. Gün ve 126. Gün anormal getirilerinin anlamlı olduğu, diğer günlerde ise istatistiki olarak sıfırdan farklı ve anlamlı olmadığı görülmektedir. Covid-19 sonrası dönemde halka arz edilen 83 şirket için yapılan çalışmada ise, normal getirilerin tüm günlerde, anormal getirinin ise 252.gün hariç tüm günlerde sıfırdan farklı olduğu ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Çalışmamızda, Covid-19 öncesi ve sonrası halka arzların karşılaştırıldığı testlerde ise, normal getirilerinin birbirinden farklı olduğu ve bu farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Anormal getiriler için yapılan testlerde ise Covid-19 öncesi ve sonrası halka edilen şirketlerinin tüm dönemlerdeki anormal getirileri arasında fark olduğu ve bu farkın %99 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, bu sonuç bize Covid-19'un halka arz performansı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

4.4. Çalışmanın Literatüre Olan Katkısı

Finans ve muhasebe literatüründe halka arz ile ilgili yapılmış çalışmalar çok fazladır. Ama kriz döneminde yapılmış halka arzlara yönelik az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda genel olarak, kriz dönemleri genellikle ekonomik konjonktürü etkilediği için, makro büyüklükler incelenmiştir. Hem sermaye piyasalarında hem de bankacılık sektörüne makro değişkenlerin etkisi her zaman vardır. Ama kriz dönemlerini işletmeler açısından incelemek özellikle halka arz gibi sermaye piyasalarını çok yakından ilgilendiren konularda sadece makro değil şirket için mikro değişkenlerin de ayrıntılı olarak incelenmesi ihtiyacını doğurmaktadır.

Bu çalışma literatürde yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak halka arz olan işletmelerin fiyatlama durumlarını ve halka arzdan elde ettikleri ihraç primini kullanım yerlerine odaklanmaktadır. İncelenen dönemin borsada yatırımcı sayısının arttığı ve genel olarak dönemsel kapanmaların yaşandığı bir dönem olması nedeniyle çalışma benzer çalışmalardan ayrılmaktadır.

4.5. Çalışmanın Verileri

Çalışmanın verileri iki grup veriden oluşmaktadır. Birinci grupta, 2020 ve 2021 yıllarında Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arzların ilk 30 günlük anormal getirileri ve birikimli getirileri bulunmaktadır. Bu veriler 2020 yılında 8 adet ve 2021 yılında ise 52 adet olmak üzere toplamda 60 adet halka arz olmuş hisseye aittir. 2020 ve 2021 yılında gerçekleşen 60 adet halka arzlardan düşük ve yüksek fiyatlananlar şeklinde veri grupları iki gruba ayrılarak incelenmiştir. Düşük ya da yüksek fiyatlandırılmış hisselerin bilançodaki likidite ve borç oranları ile ilişkisi ve yatırımcıların hisseye olan taleplerinin nasıl şekil aldığı şirket bazında incelenmiştir.

İkinci kısım veriler ise ortak satışı hariç olmak üzere halka arz olmuş 51 işletmenin bilanço verileridir. 2020 yılında 7 ve 2021 yılında ise 44 adet işletmenin verileri kullanılmıştır. Ortak satışı ile halka arz olmuş işletmelere nakit girişi yoktur ve elde edilen hasılat sadece ortakların tasarrufunda kullanıldığı için analiz dışında tutulmuşlardır.

Çalışmada kullanılan oranlar; cari oran, likidite oranı, nakit oran, toplam yabancı kaynaklar/aktif toplamı, KVKYK /aktif toplamı oranı, özsermaye/aktif toplamı oranı, maddi duran varlık/aktif toplamı oranı ve maddi olmayan duran varlık/aktif toplamı oranıdır.

Çalışmanın verileri Matriks Veri Terminali, Borsa İstanbul datastore, KAP ve İş Yatırım olmak üzere dört farklı kaynaktan derlenerek oluşturulmuştur. Ayrıca KAP duyurularında yer alan raporlar ile Matriks veri terminalindeki bilanço bilgilerin uyumlu olmasına dikkat edilmiştir.

4.6. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmada, 2020-2021 yıllarını kapsayan pandemi dönemindeki halka arzlar analiz edilmektedir. Bu dönemin incelenmesinin temel nedenleri, halka arzların işletmelerin likidite ve borçluluk durumları üzerindeki etkisini belirlemek, yatırımcı ilgisinin yoğun olduğu bu süreçte işletmelerin fiyatlama tercihlerini anlamak ve söz konusu fiyatlama tercihleri ile likidite ve borçluluk oranları arasındaki olası ilişkileri ortaya koymaktır.

Bu amaç doğrultusunda, veriler iki bölüme ayrılarak analiz edilmiştir. İlk bölümde, 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleştirilen halka arzların ilk gün getirileri ile 30 günlük ve 30 günlük birikimli getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleşen halka arzların finansal oranlarındaki değişimler, halka arz yılı, bir yıl öncesi ve bir yıl sonrası dönemi kapsayacak şekilde eşleştirilmiş t testi ile analiz edilmiştir.

Bu analiz kapsamında kullanılan likidite oranları; cari oran, likidite oranı ve nakit oran olarak belirlenmiştir. Borçluluk oranları ise toplam yabancı kaynaklar/aktif toplamı (kaldıraç oranı) ve KVKYK /aktif toplamı şeklinde ele alınmıştır. Ayrıca, özsermaye/aktif toplamı, maddi duran varlık/aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık/aktif toplamı oranları da çalışmaya dâhil edilmiştir. Maddi duran varlık/aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık/aktif toplamı oranlarının analize eklenmesinin nedeni, işletmelerin ihraç primlerini yatırım amaçlı kullanıp kullanmadıklarını belirlemektir.

4.7. Çalışmanın Metodolojisi

Bu çalışmada iki farklı yöntem kullanılmıştır. Öncelikle 60 adet halka arza ait ilk 30 günlük ve birikimli 30 günlük hisse getirilerinin anlamlılığını test etmek için SPSS 21 programı aracılığıyla t testi yapılmıştır.

İkinci yöntem olarak borçluluk ve likidite oranlarının anlamlılığını test etmek için SPSS 21 programında yer alan eşleştirilmiş t testidir. 51 adet şirkete ait muhasebe oranları iki dönem olarak karşılaştırılmış halka arzdan önce ve halka arzdan sonraki bilanço oranları halka arz yılı ile karşılaştırılmış ve hangi muhasebe kalemlerini halka arzdan etkilendiğini olasılık değerlerine göre yorumlanmıştır.

Bu çalışmada benzer çalışmalarda sıklıkla kullanılan tek örneklem t testinden faydalanılmıştır. Yapılan literatür taramasında ağırlıklı olarak hisselerin getirilerinin anlamlılığını test etmek için bu yöntemin tercih edildiği görülmüştür (Yılmaz ve Abdioğlu,2023). T testi birden fazla değişken arasındaki farkın istatistiksel anlamlılığını test etmek için kullanılan parametrik bir testtir.

Ayrıca çalışma finansal oranların değişimini test etmek için SPSS 21 programı aracılığıyla eşleştirilmiş T testi kullanılmıştır. Bu test farklı iki zaman diliminde yer alan finansal oranlar arasında farklılık olup olmadığını açıklamak için kullanılan bir istatistiki yöntemdir (Küçükbay vd.,2021).

Tablo 4.2. 2020 ve 2021 Döneminde Halka Arz Olan İşletmelerin Halka Arz Tarihleri ve Hisse Kodları

Halka Arz Tarihi	İşletme Adı	Hisse Kodu
6.02.2020	ARD Grup Holding .A.Ş.	ARDYZ
24.12.2020	Arzum Ev Aletleri A.Ş.	ARZUM
4.06.2020	Bayrak Ebt Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BAYRK
3.09.2020	Dinamik Isı Yalıtım A.Ş.	DNISI
9.10.2020	Esenboğa Elektrik A.Ş.	ESEN
6.08.2020	Fade Gıda Yatırım Sanayi A.Ş.	FADE
19.10.2020	Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş.	KONTR
4.12.2020	Kervan Gıda San ve Tic.A.Ş.	KRVGD
21.10.2021	Anatolia Biyoteknoloji A.Ş.	ANGEN
11.11.2021	Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	ARASE
04.06.2021	ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları A.Ş.	ATATP

29.04.2021	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	AYDEM
11.06.2021	Başkent Doğalgaz Dağıtım A.Ş.	BASGZ
28.04.2021	Biotrend Enerji A.Ş.	BIOEN
08.06.2021	BMS Çelik Hasır A.Ş.	BMSCH
03.06.2021	Boğaziçi Beton San.ve Tic.A.Ş.	BOBET
20.08.2021	Birleşim Mühendislik A.Ş.	BRLSM
30.04.2021	Çan2 Termik A.Ş.	CANTE

Tablo 4.1. (devamı) 2020 ve 2021 Döneminde Halka Arz Olan İşletmelerin Halka Arz Tarihleri ve Hisse Kodları

05.07.2021	Edata Teknoloji A.Ş.	EDATA
01.09.2021	Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri A.Ş.	EGEPO
15.11.2021	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ELITE
13.07.2021	Escar Turizm Taşımacılık A.Ş.	ESCAR
05.08.2021	GEN İlaç ve Sağlık Ürünleri A.Ş.	GENIL
19.08.2021	Girişim Elektrik San. Taahhüt ve Tic. A.Ş.	GESAN
21.10.2021	Gelecek Varlık Yönetim A.Ş.	GLCVY
22.04.2021	Galata Wind Enerji A.Ş.	GWIND
22.10.2021	Hedef Holding A.Ş.	HEDEF
03.11.2021	İhlas Haber Ajansı A.Ş.	IHLAS
28.01.2021	Işıklar Plastik A.Ş.	ISKPL
18.11.2021	İşbir Sentetik A.Ş.	ISSEN
16.07.2021	Kartal Yenilenebilir Enerji A.Ş.	KARYE
22.09.2021	Ersan Alışveriş Hizmetleri A.Ş.	KIMMR
18.05.2021	Kalekim Kimyevi Maddeler A.Ş.	KLKIM
26.11.2021	Konya Kağıt A.Ş.	KONKA
08.07.2021	Kütahya Şeker A.Ş.	KTSKR
12.08.2021	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	KZBGY
30.09.2021	Margün Enerji A.Ş.	MAGEN
27.07.2021	Manas Enerji Yönetim San A.Ş.	MANAS
02.07.2021	Meditera Tıbbi Malzeme	MEDTR
27.05.2021	Mercan Kimya A.Ş.	MERCN
22.11.2021	Mia Teknoloji A.Ş.	MIATK
25.11.2021	Mobitel İletişim A.Ş.	MOBTL
06.04.2021	Matriks Bilgi Dağıtım Hiz.A.Ş.	MTRKS
01.04.2021	Naturel Gaz A.Ş.	NTGAZ
02.09.2021	Ortaköy Çay Sanayi A.Ş.	ORCAY
10.06.2021	Oyak Yatırım A.Ş.	OYYAT
01.12.2021	PC İletişim ve Medya A.Ş.	PCILT
17.05.2021	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım A.Ş.	PENTA
16.12.2021	Pasifik GYO	PSGYO
09.04.2021	QUA Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	QUAGR
06.12.2021	Rainbow Polikarbonat A.Ş.	RNPOL
25.06.2021	Selva Gıda ve San.A.Ş.	SELVA
15.09.2021	Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TEZOL

05.03.2021	Türk Ilac ve Serum Sanayi A.Ş.	TRILC
08.04.2021	Tureks Turizm ve Taşımacılık A.Ş.	TUREX
11.11.2021	Ulusal Faktoring A.Ş.	ULUFA
07.06.2021	Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	UNLU
12.07.2021	VBT Yazılım A.Ş.	VBTYZ
03.09.2021	YEO Teknoloji ve Enerji A.Ş.	YEOTK
06.05.2021	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ZRGYO

4.8. Düzeltilmiş Hisse Fiyatı

Hisse senedinin getirisini hesaplamak için piyasaya göre düzeltilmiş fiyatların kullanılması gerekir. Hisse senetleri fiyatları matris veri terminalinde düzeltilmiş fiyat olarak görülmektedir. Bu fiyatlar zaman içerisinde işletmenin yaptığı çeşitli temettü ödemeleri, şirket birleşmeleri gibi özsermayedeki değişikliklere göre değişir (Borsa İstanbul, 2019). Hisse senedi zaman serileri analizinin temelinde kapanış fiyatlarının düzeltilmiş halleri kullanılır. Çünkü kaliteli bir veri setinde fiyatlarda piyasaya göre düzeltilmiş olur ise elde edilen sonuçların doğruluk payı da artacaktır. Piyasada alanında başarılı analistlerde bu konunun önemini ve nasıl çalıştığını iyi bilirler. Bir hisse senedinin fiyatı aşağıda çeşitli olaylar sonucunda düzeltilmeye ihtiyaç duyar. Bu olaylar: nakit temettü ödemesi, hisse olarak temettü ödemesi, hisse bölünmesi, sermaye azaltımı, şirketin ana ve yavru şirket olarak ayrılması, satın alma ve birleşmeler, hisse geri alımları olarak sıralanabilir. Temettü, bölünme vs. gibi sebeplerden dolayı oluşan fiyat değişiklikleri piyasadaki arz ve talebe göre olmadığından fiyatlara yansıtılması zorunludur. Hisse fiyatları her zaman geriye doğru düzeltilir. Bugünün fiyatı değişmeden kalacağından geçmişteki getiri değerleri de değişmez. Hisse senedi fiyatı düzeltme işlemi çarpım olarak yapılır ve fiyatlar geçmişte eksi olarak değişmez (<https://www.borsagundem.net/yazarlar/gun-sonu-hisse-kapanis-fiyatlari-nasil-duzeltiliyor-yazisi/1005304>).

4.9. Getiri Oranlarının Hesaplanması ve Düşük Fiyatlandırma Düzeyi

Bir hisse senedinin getirisi kısa ve uzun dönem olmak üzere iki şekilde hesaplanmaktadır. İlk günlük getiriyi kısa dönem getiri olarak tanımlayabiliriz. Düşük fiyatlandırmayı tespit edebilmek için ham getiriler, piyasa getirileri, piyasaya göre düzeltilmiş getirileri ve birikimli getirilerin hesaplanması gerekmektedir (Gökpinar, 2023).

Düzeltilmiş getiri ham getirinin piyasa hareketlerine göre düzeltilmesi sonucu elde edilir (Kurtaran, 2013).

İlk günlük ham getirinin hesaplanması:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

$P_{i,t}$ = Pay senedinin ilk işlem günü kapanış fiyatı

$P_{i,t-1}$ = Pay senedinin halka arz fiyatı

İlk halka arz günü gerçekleşirken pay senedinin getirileri üzerinde piyasada yaşanan dalgalanmaların etkisi vardır. Bu etkiyi arındırmak için pay senedinin ham getirisinden, piyasa getirisi çıkarılarak pay senedinin piyasaya göre düzeltilmiş getirisi bulunur. Çalışmada piyasa endeksi olarak BIST TUM Endeksi kullanılmıştır.

$$R_{m,t} = (P_{m,t} - P_{m,t-1}) / P_{m,t-1}$$

$P_{m,t}$ = BİST TUM endeksinin ilk işlem günü kapanış değeri

$P_{m,t-1}$ = BİST TUM endeksinin ilk işlem gününden bir gün önceki kapanış değeri

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

Birikimli getirinin hesaplanması:

Birikimli getirinin hesaplanmasının amacı günlük getiriler ayrı ayrı hesaplandıktan sonra hissenin toplamda elde ettiği getiriye görmektir. Ayrıca hissenin 5 ya da 10 gibi günlerin sonunda ne kadar getiri elde ettiği hesaplandığı takdirde analiz yapmak kolaylaşacaktır. Birikimli getiride her bir gün için hesaplanan getiriler birbirleri ile toplanarak bulunur.

$$CAR_i = \sum AR_i$$

Halka arz ile ilgili yapılan çalışmaların birçoğunda günlük ve birikimli getiri değerleri ile hissenin hangi gün ne kadar getiri elde ettiğinin anlamlılık dereceleri incelemiştir. Bu yöntemle finans dünyasında “Olay Analizi” denilmektedir.

Dolley’in (1933) çalışmasıyla, ortaya çıkan Olay Analizi, etkin piyasa hipotezine dayanan ve belirlenen olayların hisse senedi performanslarına etkisini inceleyen bir yöntemdir (Çömlekçi, Özer ve Coşkun, 2021). Genellikle aynı olayı yaşayan işletmeler

üzerindeki etkiyi incelemek için kullanılır (Kothari ve Warner, 2006). Bu çalışmada ise 30 günlük getiriler birikimli olarak toplanarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.2. 2020 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri

	ARDYZ	ARZUM	BAYRK	DNISI	ESEN	KONTR	FADE	KRVGD
AR1	0,155823	0,060718	0,09483	0,106166	0,086393	0,08825	0,154217	-0,3001
AR2	0,208899	0,099948	0,095851	0,088667	0,085155	0,09164	0,071751	0,003635
AR3	0,221747	0,090597	0,100259	0,087238	0,101353	0,101241	0,085602	-0,01003
AR4	0,187098	0,088719	0,10106	0,102324	0,091321	0,109142	0,066367	-0,0051
AR5	0,196824	0,087233	0,092168	0,090078	0,104415	0,108103	0,097019	-0,01185
AR6	0,195126	-0,09862	0,103735	0,099807	0,089006	0,14443	0,111697	-0,02501
AR7	0,141882	-0,10022	0,092417	0,096939	0,088187	0,090314	0,112862	-0,02414
AR8	-0,12681	-0,00702	0,100379	0,094417	0,092695	0,116817	0,096098	0,037738
AR9	-0,02236	-0,0036	0,085052	-0,00905	0,101283	0,114698	0,093041	0,009226
AR10	-0,07654	-0,01638	0,098818	-0,04229	0,025512	-0,11301	0,071274	-0,02202
AR11	-0,02733	-0,00924	0,087536	0,027949	-0,08856	0,090442	-0,10104	0,032409
AR12	0,110144	-0,00023	-0,10561	0,096808	-0,04496	0,083622	-0,08568	0,004539
AR13	0,029448	0,002754	0,085372	0,11996	0,090872	0,087428	0,098217	-0,01246
AR14	-0,01207	0,000579	-0,02159	0,034187	0,067008	-0,00391	-0,01556	0,007798
AR15	-0,0213	-0,00222	-0,05783	0,004788	-0,03341	-0,04498	-0,01638	-0,02463
AR16	-0,00384	0,002728	-0,05343	-0,07077	-0,05855	0,006243	-0,01224	-0,01351
AR17	0,005128	-0,01254	0,064078	-0,07296	-0,035	-0,07412	-0,02529	-0,01967
AR18	0,116539	-0,01133	-0,03733	0,094731	0,084193	-0,0006	-0,02738	-0,01128
AR19	0,014641	-0,00446	-0,04518	0,05203	-0,00018	-0,02509	-0,04474	-0,0221
AR20	-0,0231	0,006652	-0,01469	-0,0352	-0,02897	-0,00415	0,099296	-0,00235
AR21	-0,01686	0,005734	-0,01331	-0,07188	-0,03321	-0,00221	0,105001	-0,0007
AR22	0,023792	0,037436	-0,00553	0,079709	-0,01373	-0,06076	0,050125	-0,03093
AR23	0,031161	-0,02301	-0,05081	0,004647	-0,03468	-0,02326	-0,05298	-0,00865
AR24	-0,06183	0,024403	-0,0099	0,102975	-0,01006	0,04495	-0,03763	-0,02007
AR25	-0,04136	-0,01494	-0,03768	0,097299	0,069261	-0,01781	0,01769	0,011407
AR26	-0,12098	0,010593	0,126181	0,099751	-0,04023	-0,0303	0,01806	-0,01215
AR27	0,077219	0,012363	-0,05136	0,085923	-0,00683	-0,02498	-0,03754	0,007429
AR28	0,072863	0,061978	-0,04121	-0,05301	-0,02124	-0,00266	0,09471	0,004239
AR29	0,058397	-0,02826	-0,01088	-0,07052	-0,01255	0,016961	0,09531	0,015574
AR30	0,014528	-0,00868	0,001757	0,091166	-0,01223	0,010239	0,006515	-0,03114

Kaynak: Matriks Veri Terminali

Tablo 4.2’de 2020 yılı halka arzların ilk günkü ve 30 günlük anormal getirileri görülmektedir. 8 adet halka arzdan 7 tanesinin ilk gün getirisi pozitif olup düşük fiyatlandıkları kalan bir hissenin ilk gün getirisi ise negatif olup yüksek fiyatlandığını göstermektedir. Diğr hisseler arasında ilk gün en yüksek anormal getirisi olan hisseler ise %15,5 ile ARDYZ ve %15,4 ile FADE olmuştur. İkinci gün bütün hisselerin düşük fiyatlandığı görülmüştür. İlk beş gün içerisinde yüksek fiyatlanan hisse ikinci gün hariç dmeye devam etmiştr. Altıncı günden sonra bütün hisselerin anormal getirilerinin negatif fiyatlanmaya başladığı görülmektedir.

Tablo 4.3. 2020 Yılı Halka Arzların Birikimli 30 Günlük Getirileri

	ARDYZ	ARZUM	BAYRK	DNISI	ESEN	KONTR	FADE	KRVGD
CAR1	0,155823	0,060718	0,09483	0,106166	0,086393	0,08825	0,154217	-0,3001
CAR2	0,364721	0,160665	0,190682	0,194834	0,171548	0,17989	0,225968	-0,29646
CAR3	0,586469	0,251262	0,290941	0,282072	0,272901	0,281131	0,31157	-0,30649
CAR4	0,773567	0,339982	0,392	0,384396	0,364223	0,390273	0,377938	-0,3116
CAR5	0,970391	0,427215	0,484168	0,474474	0,468637	0,498376	0,474957	-0,32345
CAR6	1,165517	0,328595	0,587903	0,574281	0,557643	0,642807	0,586653	-0,34846
CAR7	1,3074	0,228373	0,68032	0,67122	0,64583	0,733121	0,699515	-0,3726
CAR8	1,180592	0,221353	0,7807	0,765637	0,738526	0,849938	0,795613	-0,33486
CAR9	1,158236	0,21775	0,865751	0,756587	0,839809	0,964636	0,888654	-0,32564
CAR10	1,081695	0,201372	0,964569	0,714298	0,865321	0,851628	0,959928	-0,34766
CAR11	1,054368	0,192131	1,052105	0,742247	0,776761	0,94207	0,858884	-0,31525
CAR12	1,164512	0,191897	0,946492	0,839055	0,7318	1,025692	0,773208	-0,31071
CAR13	1,19396	0,194651	1,031864	0,959015	0,822671	1,11312	0,871425	-0,32317
CAR14	1,181893	0,195229	1,010276	0,993202	0,889679	1,109206	0,855862	-0,31537
CAR15	1,160592	0,193006	0,952444	0,99799	0,856274	1,064222	0,83948	-0,34
CAR16	1,156754	0,195733	0,899016	0,927216	0,797725	1,070464	0,827245	-0,35352
CAR17	1,161882	0,183196	0,963093	0,854261	0,76273	0,996343	0,80195	-0,37318
CAR18	1,278421	0,171865	0,92576	0,948992	0,846923	0,995744	0,774571	-0,38446
CAR19	1,293062	0,167408	0,880581	1,001022	0,846743	0,970656	0,729834	-0,40656
CAR20	1,269958	0,17406	0,865894	0,96582	0,817773	0,966506	0,829131	-0,40891
CAR21	1,2531	0,179794	0,852583	0,893942	0,784561	0,964298	0,934131	-0,40961
CAR22	1,276892	0,21723	0,84705	0,973651	0,770835	0,903536	0,984256	-0,44054
CAR23	1,308053	0,194218	0,796239	0,978298	0,73615	0,88028	0,93128	-0,44919
CAR24	1,246224	0,218621	0,786343	1,081273	0,726085	0,925231	0,893653	-0,46926
CAR25	1,20486	0,203678	0,748667	1,178571	0,795347	0,907423	0,911342	-0,45786
CAR26	1,083878	0,214271	0,874848	1,278323	0,755114	0,877122	0,929403	-0,47
CAR27	1,161097	0,226633	0,823489	1,364245	0,748282	0,852142	0,891859	-0,46257
CAR28	1,23396	0,288612	0,782274	1,311238	0,727041	0,849478	0,986569	-0,45834
CAR29	1,292357	0,260351	0,771391	1,240719	0,714496	0,866438	1,081878	-0,44276

CAR30	1,306885	0,251673	0,773148	1,331884	0,70227	0,876678	1,088393	-0,47391
-------	----------	----------	----------	----------	---------	----------	----------	----------

Kaynak: Matriks Veri Terminali

Tablo 4.3’de 2020 yılı halka arzların 30 günlük birikimli getirileri görülmektedir. Birikimli getirilere bakıldığında yüksek fiyatlanan hisse dışında tüm hisselerin birikimli getirilerinin pozitif olduğu ve yatırımcıların kazanç sağladıkları görülmektedir. ARDYZ ve DNISI hisseleri getirisi en yüksek olan hisselerdir.

Tablo 4.4. 2020 Yılı Halka Arzlara Ait Düşük Fiyatlandığı Gün Sayıları, Birikimli Getiri Oranları ve Sektörleri

İşletme Adı	Halka Arz Tarihi	Sektör	İlk Gün Getirilerine Göre Düşük Fiyatlama (Vardır/Yoktur)	İlk 30 Gün İçerisinde Anormal Getirinin Düşük Fiyatlandığı Gün Sayısı	30 Gün Sonunda Birikimli Getiri Oranı
ARDYZ	6.02.2020	Teknoloji	vardır	18	1,306884703
ARZUM	24.12.2020	Toptan ve Perakende Ticaret	vardır	15	0,251673466
BAYRK	4.06.2020	İmalat	vardır	15	0,77314831
DNISI	3.09.2020	İmalat	vardır	22	1,331884429
ESEN	9.10.2020	Elektrik Gaz ve Su	vardır	14	0,702270181
KONTR	6.08.2020	Mesleki, Bilimsel Faaliyetler	vardır	16	0,876677921
FADE	19.10.2020	İmalat	vardır	19	1,088393117
KRVGD	4.12.2020	İmalat	yoktur	10	-0,473906237

Yukarıdaki tabloda 2020 yılında gerçekleşen halk arzları faaliyet gösterdikleri sektör, ilk gün getirisine göre düşük fiyatlanmanın varlığı ya da yokluğu, 30 gün içerisinde hissenin kaç gün düşük fiyatlandığı ve 30 gün sonun elde edilen birikimli getiri oranları gösterilmektedir. Bu tabloya göre; imalat sektöründe 4, teknoloji sektöründe 1, enerji sektöründe 1, mesleki bilimsel faaliyetler sektöründe 1 ve perakende-ticaret sektöründe ise 1 şirketin olduğu görülmektedir. 30 gün sonunda en yüksek birikimli anormal getiri imalat sektöründedir. Düşük fiyatlanan gün sayısının en fazla olduğu hissenin sektörü de imalatır. Bu nedenle sektörel bazda yorum yapılamamaktadır.

Tablo 4.5’de ise 2021 yılına ait halka arzlara ait ilk gün ve 30 günlük anormal getirileri görülmektedir. 52 adet halka arzdan 43 tanesinin ilk gün getirisi pozitif olup

düşük fiyatlanmıştır. 9 adet hissenin ise ilk gün getirisi negatiftir ve yüksek fiyatlanmışlardır. Düşük fiyatlanan hisseler arasında ilk gün anormal getirisi en yüksek olan hisseler yaklaşık olarak %11 getiri oranı ile VBTYZ, QUAGR, SELVA, KONKA ve MTRKS hisseleri olduğu görülmektedir.

Tablo 4.6’da ise 2021 yılı halka arzlara ait olan 30 günlük kümülatif birikimli getirileri görülmektedir. Hisselerin 30.günkü birikimli getirilerine göre 15 adet hisse yatırımcısına zarar ettirmiştir. Bu hisseler ANGEN, ARASE, AYDEM, BIOEN, GLCVY, GWIND, KIMMR, KLKIM, KONKA, MAGEN, MOBTL, TEZOL, TUREX, UNLU ve ULUFA’ dır. 37 adet hissenin ise 30.günkü kümülatif getirisi pozitif olup yatırımcısına kazandırmıştır. 2021 yılındaki gerçekleşen halka arzların birçoğunda yatırımcıların 30 gün elde tutmaları neticesinde kazandıklarını söylemek mümkündür. Getirisi en yüksek hisse ise %9,62 ile PCILT olmuştur.

Tablo 4.5. 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri

	AR1	AR2	AR3	AR4	AR5	AR6	AR7	AR8	AR9	AR10	AR11	AR12	AR13	AR14	AR15
ANGEN	0,086379	-0,03916	-0,06568	-0,02269	-0,04717	0,01161	-0,03413	-0,02087	-0,04109	0,013133	0,013568	-0,03662	-0,02714	-0,00612	-0,00867
ARASE	0,003044	-0,01441	-0,07994	-0,08294	0,002512	-0,02037	-0,00565	-0,01459	-0,03496	-0,01502	-0,02012	-0,00571	0,00056	0,017029	-0,01949
ATATP	0,096967	0,091953	0,099625	0,098625	-0,10255	-0,07219	-0,00089	-0,02463	-0,06516	-0,02918	-0,03989	0,013457	-0,02455	0,013905	-0,00029
AYDEM	-0,08339	-0,00423	-0,03301	-0,03059	-0,00472	-0,02963	-0,01224	-0,0131	-0,00202	-0,00711	0,013489	-0,01978	0,001506	-0,00114	-0,01126
BASGZ	-0,00713	0,009725	0,012666	-0,00323	0,018805	0,016222	-0,0054	-0,00905	0,002981	0,011385	0,07382	0,00135	0,001643	0,099772	0,051824
BIOEN	-0,03017	0,007346	0,008565	-0,00253	0,004964	-0,00072	-0,00975	-0,00695	-0,0686	-0,03418	0,015459	0,00313	0,003421	0,035509	-0,00403
BMSCH	0,098325	0,098129	-0,06242	0,064926	0,063876	0,001122	-0,07308	0,003497	0,0177	0,014255	-0,03916	-0,01309	0,028378	-0,00891	0,0209
BOBET	0,100873	0,095668	-0,03642	-0,0197	0,098319	0,09643	0,096581	0,030722	0,105882	-0,0888	0,041764	0,030209	0,09665	-0,10691	-0,06605
BRLSM	0,097196	0,089636	0,09624	0,009441	-0,09086	-0,01566	0,009685	-0,02324	-0,04005	0,028814	-0,0318	-0,01191	-0,01209	0,013964	0,006463
CANTE	0,101212	0,080214	0,103645	-0,09973	-0,06205	0,044772	0,086249	0,108116	0,099713	0,089751	-0,02122	0,057702	0,031909	-0,01163	0,103032
EDATA	0,087801	0,104817	-0,02551	-0,02509	0,009699	-0,01195	0,107972	0,082875	0,099908	0,105366	0,049381	0,09164	0,098208	0,079794	0,048134
EGEPO	0,097536	0,095929	0,104064	0,094554	-0,01293	-0,0824	0,033293	0,032708	0,001929	-0,03095	-0,02366	-0,02122	-0,03003	-0,02293	0,080536
ELITE	0,057545	0,101696	-0,07939	-0,03335	0,043169	-0,02253	-0,03295	-0,01286	0,085094	0,097103	0,020665	-0,04469	-0,03855	0,05832	0,074369
ESCAR	0,03627	-0,00294	0,05073	0,023984	-0,00387	-0,01832	0,042701	-0,01697	0,003222	-0,01596	-0,00035	-0,0132	0,002147	0,047096	-0,00396
GENIL	0,088185	0,098288	0,099908	0,097909	-0,01198	-0,08537	0,029677	0,070819	0,042386	0,004826	-0,01074	-0,05004	-0,04182	0,052847	-0,04614
GESAN	0,104964	0,096661	0,088958	0,096331	0,108374	-0,09464	-0,06502	-0,01397	-0,00246	-0,00754	-0,01685	0,020194	-0,05892	-0,00325	-0,00195
GLCVY	0,086457	-0,07153	-0,04652	-0,0258	-0,00933	0,02163	-0,02915	0,001286	-0,01971	-0,01323	-0,00987	-0,01324	0,03146	-0,01439	0,001058
GWIND	0,085644	-0,01464	-0,07807	-0,07596	-0,03657	0,03951	0,008952	-0,02409	-0,0218	-0,01681	-0,02024	-0,0045	-0,01997	-0,01406	-0,02299
HEDEF	0,073467	0,081303	0,078431	0,080932	0,087439	0,080947	0,093708	-0,11434	0,035151	0,004447	-0,02031	-0,05451	-0,02502	-0,03683	0,082983
IHAAS	0,094484	-0,11066	-0,04523	0,012519	-0,02621	-0,03814	-0,04194	0,000195	-0,0431	0,109205	-0,00334	-0,01073	0,002547	0,08462	0,08793
ISKPL	0,07785	0,11322	0,085046	0,085902	0,08567	0,09835	0,102294	0,017983	0,000688	-0,06568	-0,0058	0,068251	0,084233	0,109634	0,100758
ISSEN	-0,01601	-0,05644	-0,04437	-0,01003	-0,00417	-0,02142	0,003677	-0,03268	0,062656	0,007504	0,015808	-0,01604	-0,02075	0,026196	0,006889
KARYE	0,100154	0,105702	0,017015	-0,01257	0,097479	0,026628	-0,03195	-0,10497	-0,01275	0,095117	0,062413	-0,09285	0,033401	0,097909	0,117858
KIMMR	0,086715	0,101474	-0,03869	-0,07772	-0,04307	-0,061	-0,05047	0,076193	-0,02298	-0,01766	0,013758	-0,02015	-0,01335	-0,00626	-0,00632
KLKIM	0,040747	-0,03787	0,002264	-0,01064	-0,01186	-0,05323	0,012371	-0,01368	-0,03635	0,003893	-0,01548	-0,01488	-0,00863	-0,00563	0,029458
KONKA	0,118626	0,082718	-0,06181	-0,05549	0,024703	-0,02109	-0,00682	-0,01399	-0,02017	-0,01162	-0,01186	-0,0058	-0,03299	-0,02434	-0,00473
KTSKR	-0,08711	-0,08983	-0,04105	-0,02806	0,000707	-0,00676	-0,00442	-0,03557	0,092116	0,097934	0,079512	0,099057	0,094937	0,094301	0,095378
KZBGY	0,028913	0,011192	0,093307	0,073685	0,058916	0,032635	-0,01395	0,002881	-0,02128	0,023709	0,054102	0,014727	0,020704	-0,03277	-0,05181
MAGEN	-0,00747	0,101306	0,102668	-0,03563	-0,04939	-0,01048	-0,04835	-0,04469	0,028387	-0,02904	-0,00239	0,002905	-0,00547	-0,01204	-0,00304

Tablo 4.5. (devam) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri

	AR1	AR2	AR3	AR4	AR5	AR6	AR7	AR8	AR9	AR10	AR11	AR12	AR13	AR14	AR15
MANAS	0,092515	0,09747	0,079531	0,098701	0,094544	-0,06281	0,095528	0,08865	-0,04837	0,014359	0,001898	-0,02176	-0,06954	-0,01199	0,093175
MEDTR	0,097412	0,017022	-0,00338	0,001508	0,019842	0,030646	-0,01891	-0,02389	0,001683	0,067376	0,059092	0,034549	-0,02954	0,023099	-0,03804
MERCN	0,107769	-0,01931	-0,04174	-0,00158	-0,01231	0,018572	0,002402	-0,0048	0,029935	0,034628	-0,02208	0,036123	0,015467	0,001634	-0,01267
MIATK	0,085936	0,087669	0,08385	0,094803	0,118827	0,083162	0,098335	0,075743	0,088054	-0,0693	-0,11062	0,009357	-0,05231	0,002408	-0,03319
MOBTL	0,038648	0,019346	-0,00478	-0,00109	-0,01197	-0,02364	-0,01013	0,018788	-0,03553	-0,01016	-0,01162	0,004036	-0,04028	-0,02882	0,006728
MTRKS	0,113163	0,102737	0,100022	0,115939	0,115277	0,103365	0,078326	-0,06593	-0,07162	-0,05413	-0,06473	0,130269	-0,05512	-0,02543	-0,07459
NTGAZ	0,075014	0,09705	0,092773	0,113163	0,102496	0,099746	0,1159	-0,0841	-0,07647	-0,01551	-0,08044	-0,03353	-0,07151	0,016979	-0,02755
ORCAY	0,095929	0,104064	0,094721	0,112607	-0,08501	0,086406	0,107239	0,098649	0,10211	0,029318	-0,04887	-0,0829	-0,05793	0,103811	-0,04474
OYYAT	0,096303	0,097531	0,103933	-0,04736	0,082489	-0,01097	0,013353	0,002346	-0,02501	0,004627	-0,01103	0,015444	0,008793	0,003161	0,010038
PCILT	0,076198	0,087575	0,083173	0,089139	0,07525	0,089385	-0,11109	-0,08177	-0,0331	-0,0295	-0,00929	-0,04651	-0,00208	-0,07926	0,120131
PENTA	-0,01147	-0,00071	0,006343	-0,00176	-0,00099	0,034954	-0,01592	0,007883	-0,00114	0,000701	-0,00519	0,00016	0,001499	-0,00366	-0,00742
PSGYO	0,010504	-0,01681	-0,08466	0,167538	0,040045	-0,03502	0,010374	0,01116	-0,01482	-0,06763	-0,01801	-0,00711	-0,02237	-0,01857	0,041062
QIAGR	0,115735	0,115716	0,103448	0,078192	0,103465	0,100267	-0,07421	-0,08415	0,085461	-0,06449	-0,03558	-0,06262	0,051806	-0,01941	-0,01092
RNPOL	0,089376	0,075071	0,089259	0,087922	0,097771	-0,12873	-0,09912	0,006927	-0,05397	-0,01453	-0,04169	0,116767	0,044275	0,099321	-0,08098
SELVA	0,11018	0,111945	0,09824	0,107978	0,086213	0,095572	0,086498	0,104817	-0,03105	0,049282	0,011744	-0,01166	-0,03049	0,076029	0,09912
TEZOL	0,105728	0,104643	0,099613	-0,00763	-0,05688	0,013421	-0,04058	-0,05853	0,001565	-0,03414	0,016141	-0,04287	0,016403	0,005789	-0,00887
TRILC	0,097417	0,10526	0,089374	0,089639	0,1056	0,09843	0,099572	0,09104	0,106555	0,105638	0,113702	0,196687	0,097824	0,068493	0,111397
TUREX	0,100258	0,1161	0,115578	0,10306	0,078307	-0,09615	-0,09897	-0,07431	-0,06382	-0,06884	-0,06531	0,056622	-0,06223	-0,07914	-0,02893
UNLU	-0,06022	-0,0507	0,066696	-0,04663	-0,0351	0,015973	0,007522	-0,03611	-0,03847	0,031928	-0,06094	-0,01913	-0,01013	-0,00231	-0,00676
VBTYZ	0,116312	-0,03546	0,083941	0,099946	0,105261	-0,00536	0,020212	0,056129	-0,03687	-0,05106	-0,04534	0,01808	0,095065	0,08865	-0,10154
YEOTK	0,104891	0,095306	0,113063	0,114434	0,086363	0,107448	0,098974	0,101872	0,10614	0,104292	-0,00769	-0,00775	0,103875	0,086715	0,102772
ZRGYO	-0,00423	-0,0075	-0,0131	0,009884	0,007573	-0,01581	-0,00196	0,006343	-0,00114	0,000889	0,036835	-0,01718	0,007883	-0,00176	0,013828
ULUFA	0,036461	-0,08468	-0,07538	0,046013	-0,025	-0,04521	0,00035	-0,00525	-0,05117	-0,00246	0,003867	0,014901	-0,00783	0,007757	-0,01942

Tablo 4.5. (devam) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri

	AR16	AR17	AR18	AR19	AR20	AR21	AR22	AR23	AR24	AR25	AR26	AR27	AR28	AR29	AR30
ANGEN	-0,00514	-0,0394	-0,00881	-0,01642	0,010756	0,014621	0,034547	-0,02228	-0,01132	-0,00034	0,118777	-0,01245	-0,04569	-0,04624	0,017439
ARASE	-0,00926	-0,01283	0,078538	-0,03293	-0,04082	-0,01672	-0,01559	-0,03763	-0,02038	-0,02895	-0,04817	0,019834	-0,06419	0,079215	0,074655
ATATP	0,003877	0,113731	-0,05462	-0,00923	-0,00858	-0,00828	0,054086	0,016329	0,020944	0,040996	0,015989	-0,00849	0,008995	0,002209	0,099798
AYDEM	0,004854	-0,04005	0,019586	-0,01719	-0,02478	-0,01243	0,002134	-0,01124	-0,02211	-0,01499	-0,02261	0,043412	0,002587	-0,00062	-0,01585
BASGZ	-0,01089	-0,00718	0,03729	0,04676	0,018257	0,046058	-0,06456	0,100187	0,010218	0,050366	0,005702	0,00354	0,012004	0,018732	-0,03797
BIOEN	0,00263	0,028149	-0,009	0,043225	-0,0096	0,005276	-0,01213	-0,00317	0,004274	0,006006	-0,00357	0,007566	0,002935	0,007024	0,008384
BMSCH	-0,02067	-0,01079	0,005889	-0,00623	0,007911	0,038867	-0,01352	0,012889	0,034717	-0,04207	0,00827	-0,0177	0,068377	0,077971	0,100265
BOBET	0,064238	-0,02871	0,013731	-0,01228	-0,00767	0,000695	0,010595	0,032411	0,003038	-0,01377	-0,01049	-0,0112	-0,0165	-0,06096	0,048143
BRLSM	0,031575	-0,01777	0,006233	-0,01062	-0,01185	0,02049	0,015887	-0,02515	0,003773	-0,01304	-0,0066	-0,01225	-0,00258	-0,00764	0,00663
CANTE	0,081896	-0,01856	0,059965	0,008305	0,009096	-0,03558	-0,05691	-0,05935	0,023783	-0,02851	0,007	-0,01995	-0,00732	-0,01826	0,080324
EDATA	-0,0649	0,093716	0,095326	0,088588	-0,10132	0,099599	-0,01673	-0,08147	0,049387	-0,07984	0,02813	-0,01666	0,010382	0,104713	0,046254
EGEPO	-0,04493	-0,02991	-0,01776	-0,01079	-0,0018	-0,01171	-0,00868	0,017384	-0,00038	-0,01434	-0,02189	0,012468	-0,01911	-0,01975	0,001657
ELITE	0,055606	-0,11027	0,044403	0,006719	-0,01362	-0,04157	-0,03211	-0,00064	-0,04871	0,03929	0,006412	0,087573	0,028942	-0,01702	-0,0608
ESCAR	0,004561	0,056527	-0,04167	-0,04556	0,037568	0,001266	-0,00032	0,104964	-0,02454	0,010948	-0,03532	0,05458	-0,00199	0,040667	-0,02843
GENIL	-0,02312	0,016757	0,053936	-0,02449	-0,01952	-0,00295	-0,00469	-0,00868	-0,01512	0,017171	-0,00871	0,001084	-0,0025	-0,01161	-0,02368
GESAN	0,024381	0,098938	0,004806	0,040629	-0,02017	-0,02326	0,016933	0,04572	-0,01738	0,077669	-0,06102	0,034851	-0,01464	-0,00224	0,004236
GLCVY	-0,01752	-0,03785	-0,00636	-0,01458	-0,03432	0,025612	-0,02469	-0,04101	-0,01689	0,003594	0,011509	-0,00412	-0,00577	-0,02694	0,010066
GWIND	0,000298	-0,00043	0,007954	-0,01262	-0,01111	-0,03636	0,042113	-0,03013	0,003761	-0,02891	-0,01162	-0,01169	-0,01321	-0,00548	-0,00537
HEDEF	-0,02222	-0,03268	0,055463	-0,02612	-0,00682	-0,01132	-0,04004	-0,0161	-0,01362	-0,00094	-0,0053	0,010239	-0,01817	0,007391	0,043696
IHAAS	0,029274	0,093857	-0,04069	0,082401	0,098295	-0,00572	-0,05703	-0,0561	0,089227	0,036873	0,060086	-0,01043	0,000639	0,025908	-0,02526
ISKPL	-0,10268	-0,02282	0,014909	-0,02749	-0,05373	0,009319	0,054949	0,00776	-0,00209	-0,00999	-0,02088	0,053251	-0,0032	0,052308	0,014301
ISSEN	-0,03397	-0,01236	-0,04199	-0,02551	0,012615	-0,00895	3,80E-05	0,066472	0,089453	0,033572	0,023527	-0,02042	-0,01411	0,03963	0,008558
KARYE	-0,03041	0,052402	0,033719	0,00343	0,105137	-0,01414	0,054988	-0,02316	-0,06835	0,014599	-0,00375	0,003469	-0,00305	-0,09623	0,007506
KIMMR	0,000282	-0,005	0,001704	-0,00235	-0,00533	-0,00493	-0,01318	-0,0149	-0,01079	-0,00103	0,014509	-0,00533	0,020871	-0,01413	-0,02647
KLKIM	0,007637	-0,00598	-0,00276	-0,01406	-0,00987	0,009048	-0,00477	0,001911	-0,02237	-0,01055	0,000445	-0,00441	0,010449	-0,02017	-0,01686
KONKA	-0,00012	-0,01587	0,086096	0,033195	0,00129	-0,00885	-0,0221	0,010693	-0,0249	0,007186	0,006872	-0,04889	0,015704	-0,01057	-0,0081
KTSKR	0,088308	0,098395	0,099795	0,097448	-0,08133	0,031905	0,052382	0,077887	0,010587	0,10715	0,000142	0,003979	-0,01219	0,037797	0,053985
KZBGY	0,053204	0,007479	0,008767	0,006744	0,01881	0,014188	0,002377	0,020632	0,034079	0,040828	3,07E-05	0,000257	0,007797	0,007027	0,005835
MAGEN	-0,00354	-0,00894	-0,01836	-0,00677	-0,00232	-0,00706	-0,00107	0,004707	-0,00552	0,002344	0,021682	0,014658	-0,02056	-0,0198	-0,02357

Tablo 4.5. (devam) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Getirileri

	AR16	AR17	AR18	AR19	AR20	AR21	AR22	AR23	AR24	AR25	AR26	AR27	AR28	AR29	AR30
MANAS	0,096216	-0,04619	-0,00216	0,00437	-0,0278	-0,05665	0,027461	-0,01481	0,002313	0,09029	-0,02691	-0,02586	-0,03576	-0,0192	0,008351
MEDTR	-0,01821	-0,01352	-0,01022	0,020947	-0,01135	0,011415	0,007139	-0,03577	-0,02775	-0,01566	0,032495	-0,03018	0,080703	0,040949	-0,01134
MERCN	-0,03086	0,009955	0,001935	0,004596	-0,00221	-0,01341	0,01845	-0,00717	-0,00999	-0,00805	0,002704	-0,00907	-0,00567	0,040493	0,019155
MIATK	0,071211	0,076761	-0,07856	-0,03122	-0,01681	-0,04526	0,122843	0,019492	0,003845	-0,01316	0,094919	0,116814	-0,09775	-0,00592	0,0046
MOBTL	-0,03709	0,048424	0,015212	0,073917	0,081465	-0,01713	-0,04768	-0,00476	0,021548	-0,02079	-0,03825	-0,0062	-0,02756	0,020346	-0,0351
MTRKS	-0,05548	0,004551	-0,01582	-0,01173	0,037227	0,09873	-0,05063	-0,01842	-0,01059	0,001872	0,007885	-0,00709	-0,02298	-0,02125	-0,0127
NTGAZ	-0,0074	0,030069	-0,05122	-0,03934	-0,00476	-0,00762	-0,00185	0,001908	-0,02373	-0,03919	-0,03752	-0,01097	-0,01461	-0,01614	0,090403
ORCAY	-0,01286	-0,02692	0,094105	0,105075	-0,1044	-0,02326	0,002018	0,028535	-0,0124	0,024303	-0,02986	-0,02875	-0,02391	-0,02706	-0,01421
OYYAT	-0,01266	-0,00176	-0,00808	0,003997	-0,00157	0,018617	0,000444	0,013706	0,005827	-0,00366	0,006606	0,004901	0,001519	-0,00989	-0,00492
PCILT	0,023238	0,084526	-0,07343	-0,02836	0,015715	-0,0233	0,002309	0,021196	-0,6707	-0,01646	-0,01735	-0,01379	-0,00674	-0,00619	0,009983
PENTA	0,000389	-0,00219	-0,00039	-0,00636	0,00581	0,010657	0,109048	-0,07926	0,012918	-0,00085	-0,0074	0,000488	0,005763	0,005968	0,023048
PSGYO	-0,01532	0,039251	0,022085	-0,01178	0,016011	0,09707	-0,04254	-0,09787	0,01556	-0,01057	0,060119	0,032712	0,0067	0,025496	0,006104
QIAGR	0,028803	0,040739	0,009239	-0,01623	-0,00669	0,019259	0,027126	-0,01948	-0,03241	-0,02129	0,016195	-0,0052	-0,01054	-0,02097	0,02226
RNPOL	-0,0255	0,041906	-0,0152	-0,00339	-0,00652	-0,02561	-0,01808	-0,00765	-0,00723	0,001503	0,00415	0,003873	-0,01353	-6,70E-05	0,016831
SELVA	0,105165	-0,09384	-0,04667	0,036271	-0,01311	0,098753	-0,01844	-0,00314	0,01533	-0,03562	-0,04508	-0,00139	-0,02813	-0,07104	0,038283
TEZOL	-0,02619	-0,01852	-0,0181	0,043598	-0,02603	-0,01479	-0,00378	-0,00902	0,003925	-0,00772	-0,00398	-0,02393	-0,00693	-0,01343	-0,0082
TRILC	0,107282	0,092493	0,099102	0,098538	0,074357	0,087951	-0,10645	-0,08653	-0,09701	-0,09946	0,115391	-0,08409	-0,01632	-0,10737	-0,05503
TUREX	0,016821	-0,01192	0,020094	-0,0445	-0,03173	-0,02669	0,005434	-0,00629	0,004406	0,0611	-0,00675	-0,02539	0,002835	-0,00702	-0,018
UNLU	-0,046	-0,01162	0,005064	-0,00016	-0,01493	0,010718	0,061843	-0,03183	-0,02671	-0,01024	-0,01839	-0,0219	-0,0048	0,00455	0,064783
VBTYZ	0,099324	0,097523	-0,01401	0,00591	-0,0334	0,092969	0,096055	-0,04488	0,029665	-0,01214	-0,03931	-0,09583	-0,01187	-0,01061	-0,01392
YEOTK	0,110883	0,094149	0,10519	-0,04419	-0,10215	-0,09844	0,102529	0,065426	0,037817	0,082893	0,038278	-0,11201	-0,09966	0,0547	-0,04701
ZRGYO	-0,01324	0,006997	0,007046	-0,00917	-0,00805	-0,00024	-0,00094	-0,00289	0,004191	-0,00158	0,013695	0,002913	0,010514	0,007993	-0,00956
ULUFA	0,009888	0,048059	-0,01464	-0,0241	-0,03032	0,000723	0,01045	-0,02076	-0,03894	-0,01127	-0,02412	0,046906	0,006913	0,072149	0,056711

Kaynak: Matriks Veri Terminali

Tablo 4.6. 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri

	CAR1	CAR2	CAR3	CAR4	CAR5	CAR6	CAR7	CAR8	CAR9	CAR10	CAR11	CAR12	CAR13	CAR14	CAR15
ANGEN	0,086379	0,047222	-0,01845	-0,04114	-0,08831	-0,0767	-0,11083	-0,1317	-0,17279	-0,15966	-0,14609	-0,18271	-0,20985	-0,21597	-0,22464
ARASE	0,003044	-0,01137	-0,09131	-0,17425	-0,17174	-0,19211	-0,19776	-0,21235	-0,2473	-0,26232	-0,28245	-0,28816	-0,2876	-0,27057	-0,29005
ATATP	0,096967	0,18892	0,288545	0,387169	0,284618	0,212428	0,21154	0,186914	0,121757	0,092576	0,052688	0,066145	0,041594	0,055499	0,055213
AYDEM	-0,08339	-0,08762	-0,12063	-0,15121	-0,15593	-0,18557	-0,19781	-0,21091	-0,21293	-0,22004	-0,20655	-0,22633	-0,22483	-0,22597	-0,23723
BASGZ	-0,00713	0,002599	0,015265	0,01203	0,030835	0,047056	0,041655	0,032605	0,035585	0,046971	0,12079	0,12214	0,123784	0,223556	0,27538
BIOEN	-0,03017	-0,02282	-0,01426	-0,01679	-0,01182	-0,01254	-0,02229	-0,02924	-0,09783	-0,13202	-0,11656	-0,11343	-0,11	-0,0745	-0,07852
BMSCH	0,098325	0,196454	0,134037	0,198963	0,26284	0,263961	0,190884	0,19438	0,21208	0,226335	0,187171	0,17408	0,202459	0,193547	0,214447
BOBET	0,100873	0,196541	0,160125	0,140423	0,238742	0,335172	0,431753	0,462475	0,568357	0,479561	0,521326	0,551534	0,648184	0,541278	0,475232
BRLSM	0,097196	0,186832	0,283072	0,292513	0,201649	0,185994	0,195679	0,172438	0,132389	0,161203	0,129406	0,117493	0,105401	0,119366	0,125828
CANTE	0,101212	0,181426	0,285071	0,185345	0,1233	0,168072	0,25432	0,362437	0,462149	0,5519	0,530677	0,588379	0,620288	0,60866	0,711692
EDATA	0,087801	0,192618	0,167104	0,142018	0,151718	0,139769	0,247741	0,330616	0,430524	0,535891	0,585272	0,676911	0,77512	0,854914	0,903048
EGEPO	0,097536	0,193464	0,297529	0,392082	0,379153	0,296753	0,330045	0,362753	0,364682	0,333728	0,310066	0,288843	0,25881	0,235884	0,31642
ELITE	0,057545	0,159241	0,079854	0,046508	0,089677	0,067143	0,034192	0,021327	0,106421	0,203524	0,224189	0,1795	0,140951	0,199271	0,27364
ESCAR	0,03627	0,033333	0,084064	0,108047	0,104181	0,085865	0,128566	0,111593	0,114815	0,098854	0,098501	0,085303	0,08745	0,134546	0,130589
GENIL	0,088185	0,186472	0,286381	0,38429	0,372307	0,286935	0,316611	0,38743	0,429816	0,434642	0,423905	0,373861	0,332045	0,384892	0,338756
GESAN	0,104964	0,201624	0,290582	0,386913	0,495287	0,400645	0,335625	0,321659	0,319195	0,311657	0,294809	0,315003	0,25608	0,252833	0,250887
GLCVY	0,086457	0,014923	-0,0316	-0,0574	-0,06674	-0,04511	-0,07426	-0,07297	-0,09268	-0,10591	-0,11578	-0,12902	-0,09756	-0,11195	-0,11089
GWIND	0,085644	0,071002	-0,00707	-0,08303	-0,1196	-0,08009	-0,07114	-0,09523	-0,11703	-0,13384	-0,15408	-0,15858	-0,17855	-0,19261	-0,2156
HEDEF	0,073467	0,15477	0,233201	0,314133	0,401573	0,482519	0,576227	0,461887	0,497038	0,501485	0,481176	0,42667	0,40165	0,364815	0,447799
IHAAS	0,094484	-0,01618	-0,06141	-0,04889	-0,0751	-0,11324	-0,15518	-0,15498	-0,19808	-0,08887	-0,09221	-0,10294	-0,10039	-0,01577	0,072157
ISKPL	0,07785	0,191069	0,276116	0,362018	0,447688	0,546039	0,648333	0,666316	0,667004	0,601324	0,595525	0,663777	0,748009	0,857644	0,958401
ISSEN	-0,01601	-0,07245	-0,11681	-0,12685	-0,13102	-0,15244	-0,14876	-0,18144	-0,11878	-0,11128	-0,09547	-0,11151	-0,13226	-0,10607	-0,09918
KARYE	0,100154	0,205856	0,222872	0,2103	0,307779	0,334406	0,302452	0,19748	0,184727	0,279845	0,342257	0,24941	0,282811	0,38072	0,498579
KIMMR	0,086715	0,188188	0,149501	0,071784	0,028717	-0,03228	-0,08275	-0,00656	-0,02954	-0,0472	-0,03345	-0,05359	-0,06694	-0,0732	-0,07952
KLKIM	0,040747	0,002877	0,005141	-0,0055	-0,01736	-0,07059	-0,05822	-0,07189	-0,10824	-0,10435	-0,11983	-0,13471	-0,14334	-0,14897	-0,11951
KONKA	0,118626	0,201344	0,139537	0,084049	0,108752	0,087658	0,080841	0,066852	0,046684	0,035061	0,023203	0,017402	-0,01559	-0,03993	-0,04466
KTSKR	-0,08711	-0,17694	-0,21799	-0,24605	-0,24534	-0,2521	-0,25653	-0,29209	-0,19998	-0,10204	-0,02253	0,076527	0,171464	0,265765	0,361142
KZBGY	0,028913	0,040106	0,133412	0,207097	0,266013	0,298648	0,284702	0,287583	0,266306	0,290015	0,344117	0,358844	0,379548	0,346781	0,294966
MAGEN	-0,00747	0,093833	0,196501	0,160867	0,111478	0,101002	0,052648	0,007954	0,036341	0,007302	0,00491	0,007814	0,002346	-0,00969	-0,01273

Tablo 4.6. (devamı) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri

	CAR1	CAR2	CAR3	CAR4	CAR5	CAR6	CAR7	CAR8	CAR9	CAR10	CAR11	CAR12	CAR13	CAR14	CAR15
MANAS	0,092515	0,189985	0,269516	0,368217	0,462761	0,399948	0,495475	0,584125	0,53575	0,550109	0,552008	0,530244	0,460707	0,448717	0,541892
MEDTR	0,097412	0,114434	0,111049	0,112557	0,1324	0,163046	0,144133	0,120246	0,121929	0,189305	0,248396	0,282945	0,253409	0,276508	0,238472
MERCN	0,107769	0,088462	0,046723	0,045141	0,032827	0,051399	0,053801	0,048997	0,078932	0,11356	0,091475	0,127598	0,143065	0,144699	0,132029
MIATK	0,085936	0,173605	0,257456	0,352259	0,471085	0,554248	0,652583	0,728325	0,816379	0,747081	0,636457	0,645814	0,593508	0,595916	0,562725
MOBTL	0,038648	0,057994	0,053211	0,052118	0,040151	0,016509	0,006382	0,02517	-0,01036	-0,02052	-0,03214	-0,0281	-0,06839	-0,0972	-0,09048
MTRKS	0,113163	0,2159	0,315922	0,431861	0,547138	0,650503	0,728829	0,662901	0,591281	0,537147	0,472415	0,602684	0,547562	0,522128	0,447543
NTGAZ	0,075014	0,172064	0,264838	0,378001	0,480496	0,580242	0,696143	0,61204	0,535566	0,520058	0,439614	0,406083	0,334576	0,351555	0,324001
ORCAY	0,095929	0,199993	0,294714	0,407321	0,322314	0,40872	0,515959	0,614608	0,716718	0,746036	0,697161	0,614265	0,55633	0,660141	0,615406
OYYAT	0,096303	0,193833	0,297766	0,250405	0,332895	0,321929	0,335282	0,337628	0,312615	0,317242	0,306207	0,321651	0,330444	0,333605	0,343643
PCILT	0,076198	0,270031	0,567798	0,818203	1,151098	1,473027	1,808309	2,145937	2,458552	2,775794	3,082001	3,403652	3,734096	4,067701	4,411344
PENTA	-0,01147	-0,01218	-0,00584	-0,0076	-0,00859	0,026362	0,010438	0,018321	0,017185	0,017886	0,012698	0,012858	0,014358	0,010699	0,003278
PSGYO	0,010504	-0,0063	-0,09096	0,076578	0,116622	0,081604	0,091979	0,103139	0,088323	0,020693	0,002685	-0,00443	-0,0268	-0,04537	-0,00431
QUAGR	0,115735	0,231451	0,3349	0,413091	0,516556	0,616823	0,542609	0,458462	0,543923	0,47943	0,443852	0,381234	0,433041	0,413628	0,402708
RNPOL	0,089376	0,164447	0,253706	0,341628	0,4394	0,310673	0,211553	0,218479	0,164506	0,14998	0,108289	0,225056	0,269331	0,368652	0,287667
SELVA	0,11018	0,222126	0,320366	0,428344	0,514557	0,610129	0,696626	0,801443	0,770396	0,819678	0,831422	0,81976	0,78927	0,865299	0,964419
TEZOL	0,105728	0,210372	0,309985	0,302358	0,245475	0,258896	0,218316	0,159788	0,161353	0,127214	0,143355	0,100489	0,116892	0,122681	0,113812
TRILC	0,097417	0,202676	0,292051	0,38169	0,48729	0,585721	0,685293	0,776333	0,882888	0,988526	1,102228	1,298915	1,396739	1,465232	1,576629
TUREX	0,100258	0,216358	0,331936	0,434997	0,513303	0,417152	0,318181	0,243875	0,180056	0,111219	0,045912	0,102534	0,0403	-0,03884	-0,06778
UNLU	-0,06022	-0,11092	-0,04422	-0,09085	-0,12596	-0,10999	-0,10246	-0,13858	-0,17705	-0,14512	-0,20606	-0,2252	-0,23533	-0,23763	-0,2444
VBTYZ	0,116312	0,08085	0,164791	0,264737	0,369998	0,364641	0,384853	0,440982	0,404113	0,353054	0,307718	0,325798	0,420863	0,509513	0,40797
YEOTK	0,104891	0,200196	0,313259	0,427694	0,514057	0,621505	0,720478	0,822351	0,92849	1,032783	1,025091	1,017342	1,121217	1,207932	1,310704
ZRGYO	-0,00423	-0,01173	-0,02483	-0,01495	-0,00738	-0,02319	-0,02515	-0,01881	-0,01994	-0,01905	0,01778	0,0006	0,008483	0,00672	0,020548
ULUFA	0,036461	-0,04822	-0,1236	-0,07758	-0,10258	-0,14779	-0,14744	-0,15269	-0,20387	-0,20633	-0,20246	-0,18756	-0,19539	-0,18763	-0,20705

Tablo 4.6. (devamı) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri

	CAR16	CAR17	CAR18	CAR19	CAR20	CAR21	CAR22	CAR23	CAR24	CAR25	CAR26	CAR27	CAR28	CAR29	CAR30
ANGEN	-0, 85044	-0, 88958	-0, 8984	-0, 91424	-0, 90443	-0, 88995	-0, 85504	-0, 87668	-0, 88839	-0, 88912	-0, 76978	-0, 78258	-0, 82797	-0, 87443	-0, 85687
ARASE	-1, 04242	-1, 05515	-0, 97637	-1, 00955	-1, 05024	-1, 06698	-1, 08257	-1, 12019	-1, 14076	-1, 16937	-1, 21767	-1, 19799	-1, 26226	-1, 18272	-1, 10834
ATATP	-0, 61113	-0, 49718	-0, 55174	-0, 56099	-0, 56947	-0, 57726	-0, 52356	-0, 50697	-0, 4866	-0, 44533	-0, 42985	-0, 43821	-0, 42901	-0, 42638	-0, 32705
AYDEM	-0, 24772	-0, 28815	-0, 26836	-0, 28581	-0, 31105	-0, 32221	-0, 32142	-0, 33151	-0, 35393	-0, 36904	-0, 39204	-0, 34785	-0, 34517	-0, 34577	-0, 36196
BASGZ	0, 023629	0, 016949	0, 054696	0, 100853	0, 118798	0, 165091	0, 10047	0, 200694	0, 211581	0, 26113	0, 266832	0, 271016	0, 283016	0, 301296	0, 263524
BIOEN	-0, 75146	-0, 72235	-0, 73175	-0, 68911	-0, 69834	-0, 69325	-0, 70594	-0, 70892	-0, 70427	-0, 69788	-0, 7022	-0, 695	-0, 6904	-0, 68412	-0, 6752
BMSCH	0, 143723	0, 131984	0, 138775	0, 13237	0, 139329	0, 17986	0, 165933	0, 178822	0, 213455	0, 170337	0, 178607	0, 1627	0, 230524	0, 308409	0, 408451
BOBET	0, 418417	0, 390638	0, 404369	0, 392574	0, 384945	0, 38513	0, 395227	0, 426869	0, 429686	0, 416817	0, 405464	0, 395186	0, 378736	0, 317891	0, 366949
BRLSM	-0, 44961	-0, 46865	-0, 46242	-0, 47269	-0, 48373	-0, 46424	-0, 44694	-0, 47347	-0, 46846	-0, 48206	-0, 48992	-0, 50079	-0, 50312	-0, 5118	-0, 50572
CANTE	-0, 23657	-0, 27313	-0, 20512	-0, 2038	-0, 18913	-0, 23089	-0, 27447	-0, 34727	-0, 30531	-0, 32936	-0, 3303	-0, 35758	-0, 35956	-0, 38001	-0, 29556
EDATA	0, 105448	0, 197609	0, 294351	0, 382266	0, 280389	0, 380669	0, 363375	0, 282422	0, 332444	0, 252649	0, 280756	0, 264108	0, 27323	0, 378005	0, 424858
EGEPO	0, 271489	0, 241582	0, 223824	0, 213029	0, 211226	0, 19952	0, 190842	0, 208226	0, 207841	0, 1935	0, 171607	0, 184076	0, 16497	0, 145221	0, 146878
ELITE	-1, 07425	-1, 18487	-1, 1399	-1, 13378	-1, 14685	-1, 18904	-1, 22073	-1, 22179	-1, 2705	-1, 23098	-1, 22391	-1, 13698	-1, 10804	-1, 12454	-1, 18525
ESCAR	0, 082491	0, 138748	0, 097041	0, 051473	0, 089051	0, 090581	0, 090426	0, 195046	0, 170887	0, 181379	0, 146427	0, 200791	0, 198946	0, 239565	0, 211111
GENIL	0, 249339	0, 266132	0, 319871	0, 295303	0, 276163	0, 272709	0, 268015	0, 259339	0, 244457	0, 261374	0, 253052	0, 253539	0, 251458	0, 239429	0, 216127
GESAN	-0, 72388	-0, 72485	-0, 72257	-0, 71634	-0, 71137	-0, 71134	-0, 69185	-0, 68797	-0, 70126	-0, 69849	-0, 68753	-0, 6931	-0, 68791	-0, 69258	-0, 70126
GLCVY	-0, 26906	-0, 30757	-0, 31388	-0, 32793	-0, 36242	-0, 33693	-0, 36143	-0, 40233	-0, 41933	-0, 41627	-0, 40412	-0, 4082	-0, 41466	-0, 44116	-0, 43147
GWIND	-0, 34444	-0, 34321	-0, 33664	-0, 3485	-0, 36076	-0, 39696	-0, 35584	-0, 38441	-0, 38033	-0, 40938	-0, 42264	-0, 43316	-0, 44772	-0, 45285	-0, 456
HEDEF	0, 196557	0, 163845	0, 219354	0, 193916	0, 186405	0, 175765	0, 135726	0, 119629	0, 107435	0, 105041	0, 099035	0, 10858	0, 091821	0, 100564	0, 142962
IHAAS	-0, 56826	-0, 4716	-0, 51249	-0, 43096	-0, 33478	-0, 34085	-0, 39809	-0, 45428	-0, 36224	-0, 32772	-0, 26622	-0, 27784	-0, 27655	-0, 25079	-0, 27667
ISKPL	0, 019349	-0, 00354	0, 012242	-0, 01562	-0, 06954	-0, 05983	-0, 00497	0, 002932	0, 000756	-0, 00899	-0, 03052	0, 022647	0, 020205	0, 071664	0, 086431
ISSEN	-0, 80031	-0, 81198	-0, 8558	-0, 88135	-0, 86772	-0, 87613	-0, 87555	-0, 8102	-0, 72214	-0, 68702	-0, 66483	-0, 68494	-0, 69919	-0, 6585	-0, 65112
KARYE	0, 468171	0, 520572	0, 554291	0, 557721	0, 662858	0, 648713	0, 703701	0, 680546	0, 6122	0, 626799	0, 623053	0, 626522	0, 623471	0, 527236	0, 534742
KIMMR	-0, 07924	-0, 08424	-0, 08253	-0, 08488	-0, 09022	-0, 09515	-0, 10833	-0, 12323	-0, 13402	-0, 13504	-0, 12054	-0, 12586	-0, 10499	-0, 11912	-0, 14559
KLKIM	-0, 9037	-0, 90983	-0, 91506	-0, 92679	-0, 93914	-0, 93009	-0, 93309	-0, 93262	-0, 95333	-0, 96489	-0, 96545	-0, 968	-0, 9594	-0, 9777	-0, 9954
KONKA	-0, 07596	-0, 09274	-0, 00609	0, 026899	0, 028231	0, 01895	-0, 0023	0, 008078	-0, 01694	-0, 00996	-0, 00288	-0, 02243	-0, 00673	-0, 0173	-0, 0254
KTSKR	0, 417331	0, 515884	0, 615558	0, 712962	0, 631809	0, 663491	0, 715892	0, 793759	0, 804426	0, 911529	0, 911693	0, 915721	0, 903461	0, 941392	0, 995322
KZBGY	0, 13831	0, 145572	0, 154339	0, 161297	0, 179999	0, 194292	0, 196461	0, 217513	0, 251382	0, 29221	0, 29224	0, 292498	0, 300294	0, 307517	0, 31316
MAGEN	-0, 67548	-0, 68342	-0, 70148	-0, 70836	-0, 71197	-0, 71774	-0, 72021	-0, 71323	-0, 71874	-0, 71583	-0, 69602	-0, 68107	-0, 70217	-0, 72264	-0, 74558
MANAS	-0, 20069	-0, 24552	-0, 24971	-0, 24328	-0, 27185	-0, 32913	-0, 30081	-0, 31529	-0, 31443	-0, 22384	-0, 25074	-0, 27532	-0, 31229	-0, 33154	-0, 32341

Tablo 4.6. (devamı) 2021 Yılı Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri

	CAR16	CAR17	CAR18	CAR19	CAR20	CAR21	CAR22	CAR23	CAR24	CAR25	CAR26	CAR27	CAR28	CAR29	CAR30
MEDTR	0,220262	0,206738	0,196521	0,217468	0,206118	0,217533	0,224671	0,188898	0,161143	0,145483	0,177978	0,1478	0,228503	0,269452	0,258109
MERCN	0,101171	0,111127	0,113062	0,117658	0,115446	0,102035	0,120485	0,113318	0,103324	0,095277	0,097982	0,088907	0,083237	0,12373	0,142885
MIATK	0,633935	0,710696	0,632134	0,600912	0,584106	0,538847	0,66169	0,681182	0,685027	0,671863	0,766782	0,883595	0,785846	0,779931	0,78453
MOBTL	-0,12756	-0,07914	-0,06393	0,00999	0,091455	0,07432	0,026635	0,021872	0,04342	0,022634	-0,01562	-0,02182	-0,04938	-0,02903	-0,06413
MTRKS	0,392065	0,396616	0,380797	0,369065	0,406292	0,505021	0,454391	0,435966	0,425373	0,427245	0,43513	0,42804	0,405065	0,383815	0,371117
NTGAZ	0,316605	0,346674	0,295456	0,256116	0,251359	0,243738	0,241892	0,2438	0,220069	0,180875	0,143353	0,132384	0,117774	0,101629	0,192032
ORCAY	0,602544	0,575628	0,669733	0,774807	0,670406	0,64715	0,649169	0,677703	0,665304	0,689607	0,659747	0,630996	0,607086	0,580023	0,565815
OYYAT	0,330979	0,329216	0,321135	0,325132	0,323563	0,342181	0,342625	0,356331	0,362158	0,358496	0,365102	0,370003	0,371522	0,361631	0,356712
PCILT	4,742323	5,071539	5,392674	5,717806	6,041369	6,38355	6,726175	7,082506	7,444664	7,80316	8,168262	8,538265	8,909787	9,271418	9,628131
PENTA	0,003667	0,001478	0,001092	-0,00527	0,000545	0,011201	0,120249	0,040991	0,053908	0,053058	0,045659	0,046148	0,051911	0,057879	0,080927
PSGYO	-0,01963	0,019622	0,041707	0,029931	0,045942	0,143012	0,100473	0,002604	0,018165	0,007597	0,067716	0,100428	0,107129	0,132625	0,138729
QUAGR	0,431511	0,472251	0,48149	0,46526	0,458569	0,477828	0,504954	0,485475	0,453061	0,431773	0,447968	0,442766	0,432227	0,411258	0,433517
RNPOL	0,26217	0,304076	0,288877	0,28549	0,278966	0,253361	0,235284	0,22763	0,220403	0,221906	0,226055	0,229928	0,216394	0,216327	0,233158
SGVA	1,069584	0,975749	0,929074	0,965345	0,952236	1,050989	1,032553	1,029418	1,044748	1,009126	0,964051	0,962658	0,934526	0,863486	0,901769
TEZOL	0,087624	0,069107	0,051006	0,094604	0,068569	0,053781	0,049999	0,040981	0,044906	0,037182	0,0332	0,00927	0,002337	-0,0111	-0,0193
TRILC	1,683911	1,776404	1,875506	1,974044	2,048401	2,136352	2,029904	1,943371	1,846362	1,746902	1,862293	1,778198	1,761882	1,654509	1,599483
TUREX	-0,05095	-0,06288	-0,04278	-0,08729	-0,11902	-0,14572	-0,14028	-0,14657	-0,14217	-0,08107	-0,08782	-0,11321	-0,11037	-0,1174	-0,1354
UNLU	-0,2904	-0,30201	-0,29695	-0,29711	-0,31205	-0,30133	-0,23948	-0,27131	-0,29803	-0,30827	-0,32666	-0,34856	-0,35336	-0,34881	-0,28403
VBTYZ	0,507293	0,604816	0,590806	0,596715	0,563317	0,656286	0,752341	0,707462	0,737127	0,724991	0,685684	0,589857	0,577991	0,567383	0,553465
YEOTK	1,421587	1,515737	1,620927	1,576737	1,474585	1,376141	1,47867	1,544096	1,581914	1,664807	1,703085	1,59107	1,491412	1,546113	1,499102
ZRGYO	0,007305	0,014302	0,021348	0,01218	0,004133	0,003895	0,002959	6,56E-05	0,004257	0,002676	0,016371	0,019284	0,029798	0,037791	0,02823
ULUFA	-0,19716	-0,1491	-0,16374	-0,18784	-0,21816	-0,21744	-0,20699	-0,22774	-0,26668	-0,27795	-0,30207	-0,25517	-0,24825	-0,17611	-0,11939

Kaynak: Matriks Veri Terminali

Tablo 4.7. 2021 Yılı Halka Arzlara ait Düşük Fiyatlandığı Gün Sayıları, Birikimli Getiri Oranları ve Sektörleri

İşletme Adı	Halka Arz Tarihi	Sektör	İlk Gün Getirilerine Göre Düşük Fiyatlama (Vardır/Yoktur)	İlk 30 Gün İçerisinde Anormal Getirinin Düşük Fiyatlandığı Gün Sayısı	30 Gün Sonunda Birikimli Getiri Oranı
ANGEN	21.10.2021	İmalat	vardır	9	-0,236596571
ARASE	11.11.2021	Elektrik Gaz ve Su	vardır	8	-0,365284934
ATATP	04.06.2021	Teknoloji	vardır	16	0,342960158
AYDEM	29.04.2021	Elektrik Gaz ve Su	yoktur	7	-0,346532051
BASGZ	11.06.2021	Mali Kuruluşlar	yoktur	22	0,503896717
BIOEN	28.04.2021	Elektrik Gaz ve Su	yoktur	17	-0,000514596
BMSCH	08.06.2021	İmalat	vardır	19	0,458625566
BOBET	03.06.2021	İmalat	vardır	17	0,486486576
BRLSM	20.08.2021	İnşaat ve Bayındırlık	vardır	14	0,102911035
CANTE	30.04.2021	Elektrik Gaz ve Su	vardır	18	0,737604494
EDATA	05.07.2021	Teknoloji	vardır	21	1,158224716
EGEPO	01.09.2021	Eğitim Sağlık Spor ve Eğlence Hizmetleri	vardır	11	0,146878044
ELITE	15.11.2021	İmalat	vardır	15	0,217833754
ESCAR	13.07.2021	İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	vardır	15	0,263835462
GENIL	05.08.2021	Toptan ve Perakende Ticaret	vardır	13	0,282632959
GESAN	19.08.2021	İnşaat ve Bayındırlık	vardır	15	0,460342072
GLCVY	21.10.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	9	-0,290152875
GWIND	22.04.2021	Elektrik Gaz ve Su	vardır	7	-0,328411283
HEDEF	22.10.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	14	0,371245349
IHAAS	03.11.2021	Bilgi ve İletişim	vardır	16	0,393494588
ISKPL	28.01.2021	İmalat	vardır	14	0,922307777
ISSEN	18.11.2021	İmalat	vardır	14	0,01737652
KARYE	16.07.2021	Elektrik Gaz ve Su	yoktur	18	0,534742011
KIMMR	22.09.2021	Toptan ve Perakende Ticaret	vardır	8	-0,145590058
KLKIM	18.05.2021	İmalat	vardır	10	-0,201839237
KONKA	26.11.2021	İmalat	vardır	21	-0,023013144
KTSKR	08.07.2021	İmalat	yoktur	21	1,027385225
KZBGY	12.08.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	26	0,523022662
MAGEN	30.09.2021	Elektrik Gaz ve Su	yoktur	8	-0,086841565
MANAS	27.07.2021	Teknoloji	vardır	16	0,515564205
MEDTR	02.07.2021	İmalat	vardır	16	0,258108703
MERCN	27.05.2021	İmalat	vardır	15	0,142885191
MIATK	22.11.2021	Teknoloji	vardır	19	0,78453041
MOBTL	25.11.2021	Teknoloji	vardır	11	-0,064130273
MTRKS	06.04.2021	Teknoloji	vardır	13	0,371116799
NTGAZ	01.04.2021	Elektrik Gaz ve Su	vardır	11	0,19203223

ORCAY	02.09.2021	İmalat	vardır	15	0,565814791
OYYAT	10.06.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	19	0,356712317
PCILT	01.12.2021	Mesleki,Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	vardır	13	9,628130597
PENTA	17.05.2021	Teknoloji	yoktur	15	0,080926808
PSGYO	16.12.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	17	0,138728994
QUAGR	09.04.2021	İmalat	vardır	15	0,433517439
RNPOL	06.12.2021	İmalat	vardır	14	0,233157966
SELVA	25.06.2021	İmalat	vardır	17	0,901768852
TEZOL	15.09.2021	İmalat	vardır	10	-0,019298054
TRILC	05.03.2021	İmalat	vardır	22	1,599482831
TUREX	08.04.2021	Ulaştırma ve Depolama	vardır	11	-0,135395913
UNLU	11.11.2021	Mali Kuruluşlar	yoktur	9	-0,284026507
VBTYZ	07.06.2021	Teknoloji	vardır	15	0,553464751
YEOTK	12.07.2021	Mesleki,Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	vardır	22	1,499101602
ZRGYO	03.09.2021	Mali Kuruluşlar	yoktur	14	0,028229776
ULUFA	06.05.2021	Mali Kuruluşlar	vardır	14	-0,119393691

Yukarıdaki tabloda 2021 yılında gerçekleşen halk arzları faaliyet gösterdikleri sektör, ilk gün getirisine göre düşük fiyatlanmanın varlığı, hissenin 30 gün boyunca kaç gün düşük fiyatlandığı ve 30 gün sonun elde edilen birikimli getiri oranları belirtilmiştir. Bu tabloya göre; imalat sektöründe 17, teknoloji sektöründe 8, elektrik, gaz ve su ya da enerji sektöründe 8, mali kuruluşlar sektöründe 9, inşaat bayındırlık sektöründe 2, toptan perakende ticaret sektöründe 2, mesleki ve bilimsel teknik faaliyetler sektöründe 2, eğitim sağlık spor ve eğlence sektöründe 1, ulaştırma depolama sektöründe 1, bilgi ve iletişim sektöründe 1, idari ve destek hizmetleri sektöründe ise 1 adet şirket yer almaktadır. Düşük fiyatlanan gün sayısının en fazla olduğu sektör mali kuruluşlar sektöründedir. Mali kuruluşlar sektörünü ise imalat sektörü takip etmektedir. Düşük fiyatlanan gün sayısının en az olduğu sektörlerin başında ise elektrik, gaz ve su sektörü gelmektedir.

2021 yılında gerçekleşen halk arzların ilk gün getirisi de çoğunlukla pozitif olduğu için yatırımcısına kazandırmıştır. Çalışkan (2022) çalışmasında sadece 2021 döneminde gerçekleşen halk arzlarda anormal getirinin varlığını test etmiştir. 5 gün boyunca ISKPL, TRILC, NTGAZ, MTRKS, SELVA, ORCAY, YEOTK, HEDEF ve MIATK hisselerinin yatırımcısına pozitif getiri sağladığını düşük değerlemenin varlığını ve şirketlerin daha az fon toplayarak zarar ettikleri sonucunu elde etmiştir. Bu çalışmanın sonuçları ile Çalışkan'ın yaptığı çalışmanın sonuçları uyumluluk göstermektedir.

Tablo 4.8. 2020-2021 Yılları İlk Halka Arzların 30 Günlük Getirileri T Testi Sonuçları

Tek Örneklem T Testi						
Test Değeri = 0.05						
	T	N	Olasılık Değeri	Ortalama Fark	Farkın %95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
AR1	1,366	60	0,177	0,01257003	-0,005846016	0,030986076
AR2	0,173	60	0,863	0,001502661	-0,015894306	0,018899628
AR3	-1,143	60	0,258	-0,0106074	-0,029177303	0,007962503
AR4	-1,422	60	0,16	-0,012459898	-0,029988169	0,005068372
AR5	-1,892	60	0,063	-0,015934281	-0,032788304	0,000919741
AR6	-3,747	60	0,00	-0,033703659	-0,05170191	-0,015705409
AR7	-3,919	60	0,00	-0,0329514	-0,049777065	-0,016125736
AR8	-5,389	60	0,00	-0,042618774	-0,058444855	-0,026792693
AR9	-5,64	60	0,00	-0,041123735	-0,055714616	-0,026532854
AR10	-6,645	60	0,00	-0,046494691	-0,060496178	-0,032493204
AR11	-9,036	60	0,00	-0,053705996	-0,06559859	-0,041813402
AR12	-6,18	60	0,00	-0,04512878	-0,059740267	-0,030517294
AR13	-6,026	60	0,00	-0,039907553	-0,053160284	-0,026654823
AR14	-5,654	60	0,00	-0,035106432	-0,047531689	-0,022681174
AR15	-5,742	60	0,00	-0,04060801	-0,054760202	-0,026455818
AR16	-7,635	60	0,00	-0,046194924	-0,058301781	-0,034088067
AR17	-6,251	60	0,00	-0,041314595	-0,054538884	-0,028090306
AR18	-6,287	60	0,00	-0,037929767	-0,050001005	-0,025858528
AR19	-9,567	60	0,00	-0,046770034	-0,05655234	-0,036987728
AR20	-10,552	60	0,00	-0,055976658	-0,066591577	-0,04536174
AR21	-8,514	60	0,00	-0,046098016	-0,056931739	-0,035264294
AR22	-7,759	60	0,00	-0,044403239	-0,055854691	-0,032951787
AR23	-10,85	60	0,00	-0,056815203	-0,067293226	-0,04633718
AR24	-5,151	60	0,00	-0,061908847	-0,085958484	-0,03785921
AR25	-9,109	60	0,00	-0,046342984	-0,056523354	-0,036162614
AR26	-8,289	60	0,00	-0,046373584	-0,057567893	-0,035179275
AR27	-10,155	60	0,00	-0,051400914	-0,061529011	-0,041272816
AR28	-12,413	60	0,00	-0,054520357	-0,063308969	-0,045731745
AR29	-8,978	60	0,00	-0,047942797	-0,058627871	-0,037257722
AR30	-8,418	60	0,00	-0,040632743	-0,05029153	-0,030973956

Tablo 4.8'e göre; hisselerin 30 günlük getiri oranlarının anlamlılık düzeyleri t testi ile kontrol edilmiştir. T testi sonuçlarına göre ise 60 adet hissenin ilk 30 gün boyunca elde edilen anormal getirilerinden ilk 5 gün olasılık değeri 0.05'den küçük çıktığı için anlamsız olduğu söylenebilir. Ama diğer günlerde olasılık değeri 0.00 olduğu için anormal getirinin varlığından söz etmek mümkündür. 60 adet halka arzdan ilk günkü anormal getirilerinin çoğunlukla pozitif olmasına rağmen anlamlılık testinden ilk 5 gün boyunca anormal

getirinin varlığından söz edilememesinin sebebinin getirisi negatif olan hisselerdeki yüzdesel olarak kayıpların pozitif olanlara göre daha fazla olması ile açıklanabileceği gibi hisse üzerindeki yüzdesel olarak kayıp ve kazançlar ile açıklanabilir. Çünkü pandemi döneminde krizleri fırsatlara çevirmek isteyen bir bireysel ya da kurumsal yatırımcı birden fazla halka arza yatırım yapmış olabileceği ihtimali ile açıklanabilir.

Tablo 4.9. 2020-2021 Yılları İlk Halka Arzların 30 Günlük Birikimli Getirileri T Testi Sonuçları

Tek Örneklem T Testi						
Test Değeri = 0,05						
	T	N	Olasılık Değeri	Ortalama Fark	Farkın %95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
CAR1	1,366	60	0,177	0,01257003	-0,005846016	0,030986
CAR2	4,203	60	0,00	0,065843657	0,034499384	0,097188
CAR3	4,695	60	0,00	0,108812817	0,062435351	0,15519
CAR4	4,995	60	0,00	0,14904069	0,089330116	0,208751
CAR5	5,087	60	0,00	0,187400493	0,11369234	0,261109
CAR6	4,793	60	0,00	0,207572564	0,120921996	0,294223
CAR7	4,621	60	0,00	0,232060643	0,131579884	0,332541
CAR8	4,482	60	0,00	0,246431852	0,136416092	0,356448
CAR9	4,327	60	0,00	0,261070081	0,140352365	0,381788
CAR10	4,24	60	0,00	0,270354444	0,142753053	0,397956
CAR11	4,045	60	0,00	0,271906809	0,13738974	0,406424
CAR12	3,92	60	0,00	0,282914079	0,138506383	0,427322
CAR13	3,809	60	0,00	0,298548514	0,141712165	0,455385
CAR14	3,847	60	0,00	0,320323216	0,153693265	0,486953
CAR15	3,769	60	0,00	0,333440397	0,156405645	0,510475
CAR16	3,656	60	0,001	0,342374494	0,154971725	0,529777
CAR17	3,606	60	0,001	0,355138054	0,158066792	0,552209
CAR18	3,593	60	0,001	0,373784299	0,16559951	0,581969
CAR19	3,506	60	0,001	0,382905793	0,164395217	0,601416
CAR20	3,367	60	0,001	0,382059945	0,1549758	0,609144
CAR21	3,304	60	0,002	0,392053281	0,154609088	0,629497
CAR22	3,266	60	0,002	0,40332198	0,156193326	0,650451
CAR23	3,124	60	0,003	0,402092362	0,144513771	0,659671
CAR24	3,039	60	0,004	0,407397888	0,139111925	0,675684
CAR25	2,993	60	0,004	0,417304228	0,138316682	0,696292
CAR26	2,942	60	0,005	0,427304805	0,136631129	0,717978
CAR27	2,873	60	0,006	0,432300412	0,131172931	0,733428
CAR28	2,783	60	0,007	0,434084408	0,122016303	0,746153
CAR29	2,741	60	0,008	0,442272002	0,119427164	0,765117
CAR30	2,743	60	0,008	0,457418085	0,123731555	0,791105

Tablo 4.9’de ise; hisselerin 30 günlük birikimli getirilerinin istatistiksel anlamlılık düzeyleri test edilmiştir. Test sonucuna göre; 30 gün boyunca bütün günlerde birikimli getirilerin olasılık değerleri 0.05’den küçük olduğu için anlamlı olduğu söylenebilir.

Tablo 4.10’da 2020 ve 2021 yılları arasında gerçekleşen 60 adet halka arz arasından hangi yıllarda (2020-2021) düşük ve yüksek fiyatlama gerçekleştiği ve sayıları gösterilmek istenmiştir. 2020 yılında sadece bir tane hissenin ilk günlük anormal getirisi negatif olup yüksek fiyatlandığı, 7 adet hissenin ise düşük fiyatlandığını görülmektedir. 2021 yılında 43 adet hissenin ilk gün getirisi pozitifdir ve düşük fiyatlanmıştır. 9 adet hisse ise yüksek fiyatlanmıştır. 2020 ve 2021 yılında gerçekleşen 60 adet halk arzlarında 50 adet hisse düşük fiyatlanmıştır, 10 adet hisse ise düşük fiyatlanmıştır. Bu durumda pandemi döneminde hisselerin büyük bir kısmı ilk gün düşük fiyatlanmış ve yatırımcısına kazandırmıştır.

Tablo 4.10. Düşük ve Yüksek Fiyatlandırma Oranının Halka Arz Olan İşletmelerde Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	Halka Arz Sayısı	Yüksek Fiyatlanan Hisse Sayısı	Düşük Fiyatlanan Hisse Sayısı
2020	8	1	7
2021	52	9	43

Kaynak: Borsa İstanbul DataStore

Bu çalışmanın diğer araştırma motivasyonu, işletmelerin halka arz oldukları yıl sonundaki bilanço oranları ile halka arzdan bir yıl önceki ve bir yıl sonraki bilanço oranlarının nasıl değiştiğini göstermek ve halka arzın işletmelerin bilançolarına olan etkisini anlamaktır. Bu amaçla 51 adet işletmenin halka arz yılı, bir yıl öncesi ve bir yıl sonrasındaki finansal oranları ile eşleştirilmiş t testi yapılmıştır. Halka arzı ortak satışı yöntemiyle yapan işletmelerin verileri çalışmanın bu bölümüne dahil edilmemiştir. Bu hisseler ARZUM, ARASE, BASGZ, GWIND, KONKA, KSTKR, KZBGY, MTRIKS VE TEZOL olmak üzere toplamda 9 adettir. Bu işletmelerin bilançolarına halka arz esnasında nakit girişi olmadığı için analize dâhil edilmemişlerdir.

Tablo 4.11. 2020 ve 2021 Yılı Halka Arzların Bilanço Oranlarının Tamamlayıcı İstatistik Sonuçları

Tamamlayıcı İstatistikler							
Kullanılan Oranlar		N Gözlem	Minimum	Maksimum	Ortalama		Std. Sapma
			İstatistik	İstatistik	İstatistik	Std. Hata	İstatistik
Borç/Varlık (Toplam yabancı kaynak/aktif toplamı)	t-1	51	0,062000	1,010000	0,561231	0,028349	0,202450
	t	51	0,030000	0,830000	0,420196	0,026472	0,189045
	t+1	51	0,000000	0,873770	0,400295	0,027668	0,197592
KVYK /aktif toplamı	t-1	51	0,000700	0,853821	0,407112	0,030209	0,215738
	t	51	0,000738	0,835821	0,300168	0,027550	0,196746
	t+1	51	0,000693	0,907806	0,306576	0,029540	0,210961
Cari Oran	t-1	51	0,035740	153,382458	5,211736	3,070460	21,927470
	t	51	0,096127	244,730589	7,846509	4,783265	34,159345
	t+1	51	0,220755	41,907556	3,141058	0,891931	6,369661
Likidite Oranı	t-1	51	0,124000	153,000000	4,572059	2,975985	21,252786
	t	51	0,180000	244,730000	7,025686	4,777175	34,115851
	t+1	51	0,000000	30,610000	2,568242	0,715989	5,113187
Nakit Oran	t-1	51	0,000000	4,884900	0,429761	0,112215	0,801377
	t	51	0,000000	16,510000	1,174510	0,340582	2,432239
	t+1	51	0,000000	18,700000	0,907059	0,369277	2,637165
Özsermaye/Aktif Toplamı	t-1	51	0,016028	0,936469	0,435835	0,027591	0,197041
	t	51	0,164179	0,968615	0,579800	0,026591	0,189897
	t+1	51	0,126227	0,939098	0,593830	0,026580	0,189820
Maddi Duran Varlık/Aktif Toplamı	t-1	51	0,000123	1,509037	0,309789	0,046696	0,333475
	t	51	0,000785	0,959920	0,267214	0,038907	0,277848
	t+1	51	0,000014	0,920444	0,294894	0,037497	0,267782
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif Toplamı	t-1	51	0,000000	0,460000	0,034377	0,013068	0,093321
	t	51	0,000000	0,530000	0,032753	0,014061	0,100414
	t+1	51	0,000000	0,540000	0,040351	0,014343	0,102428

Tablo 4.11’ de 2020 ve 2021 yılında halka arz olan ve ortak girişi olmayan 51 adet işletmenin finansal oranlara ait tamamlayıcı istatistik tablosu yer almaktadır. Halka arz dönemi (t),halka arzdan bir yıl önceki dönem (t-1) ve halka arzdan bir yıl sonraki dönem ise (t+1) dönemi olarak belirtilmiştir. Tanımlayıcı istatistikler içinde alışılmışın dışında borç/toplam varlık oranı maksimum değerinin 1,01 olduğu görülmektedir. Bunun nedeni bir işletmenin (PSGYO) öz sermayesinin 2020 yılı bakiyesinin negatif olmasıdır.

Finansal oranlardaki değişimi görmek adına bilançodaki finansal oranlara SPSS 21 programı kullanılarak eşleştirilmiş t testi yapılmıştır. Öncelikle 2020 yılına ait halka arzlar test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 4.10’da gösterilmektedir.

Tablo 4.12. 2020 Yılı Halka Arzların 2019-2020 Yıl Sonu Seçili Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları

Eşleştirilmiş T Testi								
	Ortalama	Std. Sapma	Ortalamanın Standart Hatası	Farkın 95% Güven Aralığı		T	N	Olasılık Değeri
				En Düşük	En Yüksek			
Cari Oran	1,577399	1,015757	0,383920	0,637980	2,516817	4,109	7	0,006
Likidite Oranı	-1,180000	0,900333	0,340294	-2,012669	-0,347331	-3,468	7	0,013
Nakit Oran	0,664345	0,660726	0,249731	0,053275	1,275415	2,66	7	0,038
Toplam yabancı Kaynak / Aktif	0,131000	0,226082	0,085451	-0,078091	0,340091	1,533	7	0,176
KVYK/Aktif	-0,111080	0,041969	0,015863	-0,149897	-0,072268	-7,003	7	0,000
Özsermaye/Aktif	0,133769	0,045478	0,017189	9,17E+13	0,175829	7,782	7	0,000
Maddi Duran Varlık/Aktif	-0,053810	0,061218	0,023138	-0,110432	0,002803	-2,326	7	0,059
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif Toplamı	0,004379	0,008965	0,003389	-0,003912	0,012671	1,292	7	0,244

Tablo 4.13. 2020 Yılı Halka Arzların 2020 ve 2021 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları

Eşleştirilmiş T Testi								
	Ortalama	Std. Sapma	Ortalamanın Standart Hatası	Farkın 95% Güven Aralığı		T	N	Olasılık Değeri
				En Düşük	En Yüksek			
Cari Oran	0,583456	0,734249	0,277520	-0,095611	1,262523	2,102	7	0,08
Likidite Oranı	-0,797190	0,970969	0,366992	-2,012669	0,100805	-3,468	7	0,073
Nakit Oran	0,088571	0,356157	0,134615	-0,240819	0,417961	0,658	7	0,535
Toplam yabancı kaynak/Aktif	0,115107	0,280770	1,06E+14	-0,144562	0,374776	1,085	7	0,32
KVYK/Aktif	-0,051430	0,087641	0,033125	-0,132483	0,029626	-1,553	7	0,172
Özsermaye/Aktif	0,015794	0,142753	0,053955	-0,116230	0,147818	0,293	7	0,78
Maddi Duran Varlık/Aktif	-0,024710	0,084865	0,032076	-0,103197	0,053778	-0,77	7	0,47
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif	-0,006910	0,017033	0,006438	-0,022658	0,008848	1,073	7	0,325

Tablo 4.12’de gösterildiği gibi; 2019 ve 2020 yılı finansal oranları karşılaştırıldığında cari oran, likidite oranı, nakit oran, KVKYK/aktif toplamı, özsermaye/aktif toplamı oranlarının olasılık değerleri 0.05’den küçük olup anlamlıdır. Buna göre halka arz sonrası işletme finansal oranlarından likidite oranlarının tamamının, borçluluk oranlarından KVKYK/aktif toplamı oranının ve özsermaye/aktif toplamı oranlarının etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

İlgili oranların ortalama değerlerinin de sonuçlar yorumlanırken göz önünde bulundurulması gerekmektedir. 2020 yılında halka arz olan işletmelerin ortalama finansal oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4.14. 2020 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Yıllara Göre Ortalama Finansal Oranları

2020 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Finansal Oranlarının Ortalaması			
	2019	2020	2021
Cari Oran	1,634	3,212	2,628
Likidite Oranı	1,340	2,520	2,137
Nakit Oran	0,246	0,910	0,821
Toplam Yabancı Kaynak/Aktif Toplamı	0,475	0,344	0,360
KVKYK /Aktif Toplamı	0,338	0,227	0,279
Özsermaye/ Aktif Toplamı	0,525	0,656	0,640
Maddi Duran Varlık/Aktif Toplamı	0,324	0,278	0,303
Maddi Olmayan Duran Varlık/ Aktif Toplamı	0,068	0,072	0,079

Tablo 4.12’de t testi sonuçlarına göre değişimi anlamlı olan oranlar koyu olarak gösterilmiştir. Buna göre anlamlı sonuçları olan likidite oranlarının tamamı artmış, beklendiği üzere öz kaynak/ aktif toplamı oranı artmış, borçlanmayı gösteren KVKYK/aktif toplamı oranı azalmıştır. Likidite oranlarının etkilenmesi halka arzın işletmelerin özsermayesinde artış yaratarak nakit girişi sağlaması ve KVKYK’ın payının azalması neden olması bilançoda değişiklik yapacağı teorik olarak beklenen bir sonuçtur (Güneş vd.,2023). Bu çalışmada elde edilen sonuçlar bu durum ile uyumludur.

2020 yılı halka arzlarda ilk gün düşük fiyatlanan hisse sayısı 7’dir. Bu hisseler yatırım yapan yatırımcılar kazanç elde ederken, halka arz olan işletmelerin yeterince halka arz hasılatı elde edemedikleri anormal getiri sonuçları ile doğrulanmıştır. Buna göre; işletmelerin elde ettikleri hasılat fazla olmamakla birlikte işletmeler likidite sağlamışlardır. Gökpınar (2023) çalışmasında KVKYK’ı fazla olan şirketlerde belirsizliğin de fazla olacağı

algısı nedeniyle düşük fiyatlandırma yapılmasının bekleneceğini ileri sürmektedir. 2020 yılı halka arzlarda KVKYK /aktif toplamı oranı halka arzdan etkilendiği ve düşük fiyatlanan hisse sayısı da fazla olduğu için bu görüşün çalışma sonuçları ile uyumlu olduğu söylenebilir.

Halka arz yılı oranları halka arzdan sonraki yılın oranları ile karşılaştırıldığında ise t testi tüm oranlar için değişimlerin anlamsız olduğunu göstermiştir.

Tablo 4.15. 2021 Yılı Halka Arzların 2020 ve 2021 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları

Eşleştirilmiş T Testi								
	Ortalama	Std. Sapma	Ortalamanın Standart Hatası	Farkın %95 Güven Aralığı		T	N	Olasılık Değeri
				En Düşük	En Yüksek			
Cari Oran	-2,802992	14,239831	2,146735	-7,132296	1,526312	-1,306	44	0,199
Likidite Oranı	-3,031705	13,961398	2,104760	-7,276357	1,212948	-1,44	44	0,157
Nakit Oran	-0,757540	2,306172	0,347668	-1,458681	-0,056400	-2,179	44	0,035
Toplam yabancı kaynak/aktif toplamı	0,142632	0,105464	0,015899	0,110568	0,174696	8,971	44	0,000
KVKYK/Aktif	0,106286	0,122895	0,018527	0,068922	0,143649	5,737	44	0,000
Özsermaye/Aktif	-0,145587	0,106813	0,016103	-0,178061	-0,113113	-9,041	44	0,000
Maddi Duran Varlık/Aktif	0,030479	0,072987	0,011003	0,008289	0,052669	2,77	44	0,008
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif	0,002578	0,027535	0,004151	-0,005793	0,010950	0,621	44	0,538

Tablo 4.16. 2021 Yılı Halka Arzların 2021 ve 2022 Yıl Sonu Finansal Oranlarının Eşleştirilmiş T Testi ile Karşılaştırılması ve Sonuçları

Eşleştirilmiş T Testi								
	Ortalama	Std. Sapma	Ortalamanın Standart Hatası	Farkın %95 Güven Aralığı		T	N	Olasılık Değeri
				En Düşük	En Yüksek			
Cari Oran	-5,361220	33,647507	5,072553	-15,591001	4,868554	-1,057	44	0,296
Likidite Oranı	-5,293410	33,435390	5,040580	-15,458700	4,871880	-1,05	44	0,300
Nakit Oran	-0,295910	0,774030	0,116690	-0,531240	-0,060580	-2,536	44	0,015
Toplam Yabancı kaynak/Aktif	-0,025600	0,120173	0,018117	-0,062132	0,010940	-1,413	44	0,165

KVYK/Aktif	-0,000750	0,085512	0,012891	-0,026752	0,025244	-0,058	44	0,954
Özsermaye/Aktif	0,018774	0,103271	0,015569	-0,012623	0,050172	1,206	44	0,234
Maddi Duran Varlık/Aktif	0,028153	0,084472	0,012735	0,002471	0,053834	2,211	44	0,032
Maddi Olmayan Duran Varlık/ Aktif	0,007708	0,014096	0,002125	0,003422	0,011994	3,627	44	0,001

Tablo 4.15 ve 4.16’da ise 2021 yılında gerçekleşen ve ortak satışı olmayan 44 adet hisseye ait finansal oranın yıllara göre karşılaştırılmalı test sonuçları gösterilmektedir. 2021 yılında gerçekleşen halka arzlar halka arzdan bir yıl önceki veriler ile mukayese edildiğinde nakit oran, toplam yabancı kaynak/varlık, KVYK/toplam aktif, özsermaye/aktif, maddi duran varlık/aktif toplamı oranlarının değişimlerinin anlamlı olduğu görülmüştür.

2021 ve 2022 yılları finansal oranları karşılaştırıldığında ise sadece nakit oran, maddi duran varlık/aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık /aktif toplamı oranlarının değişimlerinin anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 4.17. 2021 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Yıllara Göre Ortalama Finansal Oranları

2021 Yılında Halka Arz Olan İşletmelerin Finansal Oranlarının Ortalaması			
	2020	2021	2022
Cari Oran	5,781	8,584	3,223
Likidite Oranı	4,899	7,930	2,637
Nakit Oran	0,459	1,217	0,921
Toplam Yabancı Kaynak/Aktif Toplamı	0,575	0,432	0,407
KVYK / Aktif Toplamı	0,418	0,312	0,311
Özsermaye/ Aktif Toplamı	0,422	0,568	0,587
Maddi Duran Varlık/Aktif Toplamı	0,296	0,265	0,294
Maddi Olmayan Duran Varlık/ Aktif Toplamı	0,029	0,027	0,034

Tablo 4.17’de t testi sonuçlarına göre anlamlı olan oranlar koyu olarak gösterilmiştir. Buna göre 2021 yılında halka arz olan işletmelerin bir yıl öncesiyle kıyaslandığında nakit oranlarının arttığı, KVYK kullanımlarının azaldığı, beklendiği üzere özkaynaklarının arttığı görülmektedir. Bu da 2021 yılında da işletmelerin ihraç primlerini likidite sağlamak ve borçluluğu azaltmak için kullandıklarını göstermektedir. Bir önceki yıl halka arzlarından farklı olarak 2021 yılı halka arzları sonrası finansal oranlardan maddi duran varlık/ aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık/aktif toplamı oranında anlamlı

değişimler söz konusudur. Bu da pandeminin neden olduğu belirsizliğin azalmaya başladığını ve işletmelerin yüzlerini yatırıma dönmeye başladıklarını göstermektedir.

Gökpınar (2023) çalışmasında borç/varlık oranının halk arz yılında etkilendiği sonucunu elde etmiştir. Gökpınar (2023) çalışmasında borç/ varlık oranı ile düşük fiyatlandırma arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. 2021 yılında gerçekleşen halka arzlardan 43 tanesi ilk gün düşük fiyatlanmıştır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Sermaye piyasaları ülkemizde oldukça eski ve köklü bir geçmişe sahiptir. Orta ve büyük ölçekli birçok işletmenin hisselerinin borsada işlem görmeye başlaması ile popülerliği daha da artmıştır. Sermaye piyasalarında önemli bir başlık olan halka arz uzun ve titiz çalışma gerektiren bir süreçtir. Bu sürecin en başından sonuna kadar adım adım yapılması gereken uygulamalar işletmelerin kurumsallaşmalarına da hizmet etmektedir. Hisseleri borsada işlem gören birçok işletmenin daha şeffaf bir ortamda bilgilerini paylaşması öncelikle bireysel ve kurumsal yatırımcıların, sonrasında ise kredi veren kuruluşların işletmeye olan güveni artırmaktadır. Borsa İstanbul halka arz olacak olan işletmeler, gelecek beklentileri, yatırım yapacakları alanlar gibi birçok konuyu KAP platformu aracılığıyla paylaşmaktadır.

Bu çalışmada pandemi dönemi (2020-2021) halka arzları incelenmektedir. Bu döneme yoğunlaşılmasının ana sebepleri, dönemde halka arzların işletmelerin likidite ve borçluluk durumlarına etkisinin tespit edilmesi, yatırımcı ilgisinin çok yoğun olduğu dönemde işletmelerin fiyatlama tercihlerinin ne olduğunun anlaşılması ve bu fiyatlama tercihleri ile likidite ve borçluluk oranları arasında ilişki olup olmadığının görülmesidir.

Bu amaçlarla veriler iki kısma ayrılmış ve analiz edilmiştir. Birinci kısımda 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleşen halka arzların ilk gün getirileri, 30 günlük ve 30 günlük birikimli getirileri hesaplanmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre, 2020 yılında sadece bir hisse yüksek, 7 adet hisse düşük fiyatlanmıştır. 2021 yılında ise 9 hisse yüksek, 43 adet hisse düşük fiyatlanmıştır.

2020 ve 2021 yıllarında ilk günkü anormal getirilerin varlığını görmek üzere yapılan t testi sonucunda ilk beş günlük getirilerin anlamsız, diğer günlerin ise anlamlı olduğu görülmüştür. t testi sonuçları 5.günden sonra getirileri olasılık değerlerinin anlamlı olduğunu başka bir deyişle anormal getirilerin varlığını gösterdiği için literatürdeki benzer çalışmalar ile elde edilen sonuçlar uyumludur (Bakırhan, 2021; Avcı, Akdoğan ve Şimşir, 2020; Gökpınar, 2023; Çömlekçi Özer ve Coşkun, 2021; , Telçeken ve Özbay, 2022; Yavuz, 2021). Bu sonuçlara göre genel olarak pandemi döneminde düşük fiyatlama

yapıldığı görülmektedir. Bu durum halka arz olan işletmelerin ilgili dönemde hızla artan yatırımcı sayısını bir fırsat olarak görerek yüksek fiyatlama yapmadıklarını göstermektedir.

Çalışmanın ikinci kısmında ise; 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleşen halka arzların finansal oranlarının halka arz yılı, bir yıl öncesi ve bir yıl sonrasında nasıl bir değişim gösterdiği eşleştirilmiş t testi ile analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan likidite oranları, cari oran, likidite oranı ve nakit orandır. Borçluluk oranları ise toplam yabancı kaynaklar/aktif toplamı (kaldıraç oranı), KVKYK/ aktif toplamıdır. Bu oranlara ilave olarak özsermaye/aktif toplamı, maddi duran varlık/aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık/aktif toplamı veriler de analize dâhil edilmiştir. Maddi duran varlık/ aktif toplamı ve maddi olmayan duran varlık/ aktif toplamı oranları işletmelerin ihraç primlerini yatırım amaçlı kullanıp kullanmadıklarını görmek üzere çalışmaya eklenmiştir.

Elde edilen sonuçlar 2020 yılında pandeminin getirdiği belirsizlik ortamında işletmelerin elde ettikleri ihraç primini likit olarak tuttukları ve/veya bu kaynak ile borçlarını kapattıklarını göstermektedir. Likiditenin artması işletmelerin kriz ortamında oluşabilecek olası yatırım fırsatları için kaynak ayırdıkları ya da belirsizliğin ne kadar süreceği belli olmadığından likitte kalmayı tercih ettikleri yönünde yorumlanabilir. 2021 yılında halka arz olan işletmelerin finansal oranlarındaki değişim incelendiğinde ise yine likidite ve borçlanma yapısının iyileştirilmesine dönük sonuçlar elde edilmekte beraber halka arzdan sonraki yıl duran varlık oranlarındaki anlamlı değişim pandemi dönemi belirsizliğinin ortadan kalktığını ve işletmelerin yeni yatırımlara başladıklarını göstermektedir.

KAYNAKLAR

- Adıgüzel, M. (2020). Covid-19 Pandemisinin Türkiye Ekonomisine Etkilerinin Makroekonomik Analizi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi ,19(37), 191-221.
- Akgüç, Ö. (1994). Finansal Yönetim, Muhasebe Enstitüsü Yayın, İstanbul.
- Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü, İstanbul.
- Akgüç, Ö. (2011). Mali Tablolar Analizi, Avcıol Yayınevi
- Aktaş, M., & Akdağ, S. (2013).Türkiye’de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları İle İlişkilerinin Araştırılması. International Journal Social Science Research, 2(1), 50 – 67.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2000). The liquidity route to a lower cost of capital. Journal of Applied Corporate Finance, 12(4), 8–25.
- Angel, M.,vd.(2008). Does initial public offering have influence on liquidity and trading activity. Finance and Accounting, 84-98.
- Aras, G., & Müslümov, A. (2003). Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü- OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği. Kurumsal Yatırımcılar Derneği, İstanbul.
- Ata, HA., ve Ağ, AGY. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi,11(1). 45-60.
- Avcı, B., Akdoğdu, E., Şimir, Ş.A., (2020). Borsa İstanbul İlk Halka Arz Piyasa Dinamikleri Ve Düşük Fiyatlama. CEF Araştırma Raporu, Sabancı Üniversitesi.
- Ayoğlu, T. (2008). Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri. Vedat Kitapçılık, İstanbul.

- Bakırhan, C. (2021). Birincil Hisse Senedi Halka Arzlarında Kısa ve Uzun Dönemli Fiyat Performansı ve Performans Belirleyicileri: (Borsa İstanbul 1993-2020). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, 2021 Ankara.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152.
- Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, (45), 1045-1067.
- Beatty, R.P., & Ritter, J.R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 213-232.
- Billah, N.M.B., v.d., (2015). Liquidity analysis of selected public-listed companies in Malasia. *International Economics and Business Macrothink Institute*, 1(1), 1-19.
- Bloommestein, H. (1998). The Impact of institutional investors on financial markets. *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, 29.
- Borsa İstanbul, (2019). Borsa İstanbul Bist Pay Endeksleri Temel Kuralları. Ekim Ayı
- Borsa İstanbul, (2014). Halk Arz ve Borsa İşlem Görme. 1-23.
- Bozkurt, E. (2021). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Dayalı Olarak Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Karşılaştırılması. Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Programı.
- Bölükbaş, M. (2020). Türkiye Ekonomisinde Enflasyon ve Faiz Oranı Covid19 Salgınından Etkilendi mi? *Bankacılar Dergisi*, 115(12).
- Brau, James, C., & Joseph, J., Henry. (2022). An Analysis of Selling Concessions, Reallowance Fees, and Price Changes in the Marketing of IPOs. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 24(4), 18-47.

- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance* , 45(4), 1045-1067.
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T. (2015). *Finansal Yönetim Temel Konular*. 9. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. Avcıol Yayınevi, İstanbul.
- Chen, G., Firth, M., & Kim, J. (2002). The use of accounting information for the valuation of dual-class shares listed on China's stock markets. *Accounting and Business Research* 32(3), 123-131.
- Cihangir, M., ve Kandil, İ.E. (2009). Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka ilk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme (01.01.2003- 30.06.2008 Dönemi). *The Journal of Accounting and Finance* ,44(1). 165 – 178.
- Copeland, T., & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *Journal of Finance* 38(5), 1457-1469.
- Çalışkan, U. (2022). Son Dönemlerde Halka Arz Edilen Şirketlerin Hisse Senetlerinde Anormal Getirilerinin Varlığının Sınanması. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 9(4). 313 – 344.
- Çimen, A. (2017). *Borsa İstanbul’da İlk Halka Arz Edilen, Şirketlerde Düşük Fiyatlama Anomalisi Üzerine Bir Araştırma*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı, Doktora Tezi ,İzmir.
- Çömlekçi, İ., Özer, N., ve Coşkun, B. (2021). İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Performanslarının Olay Analizi ile İncelenmesi. *Alanya Akademik Bakış Dergisi*, 5(3). 1375-1392.
- Yıldırım, D., ve Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul’daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*,30(1), 189-202.
- Damodaran, A. (2005). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693-784.

- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 3.Baskı.
- Dereköy, F. (2020). Nakit Akış Tablosu ile Likidite Oranları İlişkisi: Borsa İstanbul KOBİ Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma. İşletme Araştırmaları Dergisi Journal Of Business Research-Turk,12(4), 3505-3517.
- Dolley, J.C. (1933). Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. Harvard Business Review, 11(3), 316-326.
- Durukan, MB. (2002). The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of Istanbul Stock Exchange. Managerial Finance,28(2),18-38.
- Dorkin, E. (1999). Development, The IMF, and Institutional Investors: The Mexican Financial Crisis. 9 Transnat'l L. & Contemp. Probs, 247 (1999).
- Elma, O. (2017). İlk Halka Arzlarda Değerleme Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü Doktora Programı Denizli.
- Ercan, MK. vd., (2006). Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması. Literatür Yayınevi.
- Ercan, MK. vd., (2003). Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye. Gazi Kitabevi Ankara, 2003.
- Ecer, F. ve Günay, F. (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi. Turizm Araştırmaları Dergisi, 25(1), 35 – 48.
- Fernandez, P. (2015). Valuation and Common Sense. IESE Business School University of Navarra, 3rd Edition, CH1.
- Golec, J. (2007). Are the insider trades of a large institutional investor informed? Financial Review, 42(2), 161–190.

- Gökpınar, F.G. (2023). Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma, Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansına Etki Eden Faktörlerin Analizi. Türkiye Cumhuriyeti Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora tezi, Ankara.
- Gülcemal, T., ve Liceli, M.T. (2019). Borç Vadesinin, Büyüme Fırsatlarının ve Likidite Riskinin Kaldıraç Üzerindeki Etkisi BIST Hizmet Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler. Conference: ICOAEF VI International Conference on Applied Economics and Finance & Extended With Social Sciences, Balıkesir Üniversitesi.
- Güner, F. (2019). Geçmişten Günümüze Finansal Piyasalar. Beta Yayınları, İstanbul.
- Güneş, R., Akyüz, F., ve Bezgin M. (2023) Halka arzın işletmenin finansal performansına etkisi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine bir İnceleme. Muhasebe ve Denetime Bakış, 70 (1), 1-22.
- Gürbüz, O., ve Ergincan, Y. (2004). Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar. Literatür Yayınları.
- Güneş, H. (2022). Tcmb Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyetinin Banka Faizlerine Etkisi. Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 7(4), 565-574.
- Güler, H. (2010). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası Ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Harichandra, K., & Thangavelu, SM. (2004). Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries. Department of Economics Working Paper No. 0405, National University of Singapore,
- Huyghebaert, N., & Hulle, V.C. (2004). The role of institutional investors in corporate finance. Tijdschrift voor Economie en Management, 49 (4), 689-726.

- Hughes, P.J., & Thakor, A.V. (1992). Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 5(4), 709-742.
- Ibbotson, R. G., (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235-272.
- Ibbotson vd., (1988). Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(2), 37-45.
- IMF. (2022). World economic outlook countering the cost-of-living crisis. Erişim adresi: <https://www.imf.org/en/publications/weo>.
- İvgen, H. (2003). Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve şirket Yöneticileri için şirket Değerleme. Finnet yayınları.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaderli, Y., ve Demir, S. (2008). Düşük Fiyatlandırılmış Halka Arz Firma Kalitesinin Bir Göstergesi mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 37(1), 107 – 115.
- Kahraman, İ.K. (2016). İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Olgusu ve Borsa İstanbul’da Düşük Fiyatlamamanın Belirleyicileri. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Karabay, G., vd. (2022). Comparative analysis of working capital management in Turkish apparel industry in terms of firm sizes. *Industria Textila*, 73(3), 327-332.
- Karakoç, B. (2024). Trade Credit Borrowing Amidst the COVID-19 Pandemic: Evidence from Turkish Publicly Traded Firms. *Maliye finans yazıları*, 38(122), 110-133.

- Karkacier, A. (2016). Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Bağımsız Denetimin Etkisi. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Kaya, E. (2019). İlk Halka Arzda Fiyatlama ve İşlem Hacmi. Gece Yayınevi.
- Koç, İ.Ö. (1998). Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama. Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Koçdemir, B., & Küçükçolak, R.A. (2021). Hisseleri Bist Gelişen İşletmeler Piyasasında (Xpgıp) İşlem Gören Şirketlerin Finansal Performanslarının Analizi: Halka Arz Öncesi ve Halka Arz Sonrası Bir Karşılaştırma. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF dergisi, 11(1) , 125 – 14.
- Konuralp, G. (2005). Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi. Alfa Yayınları, İstanbul.
- Küçükbay, F., vd. (2021). Covid-19 Salgının Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi. Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi, 13(4), 15-20.
- Küçükkaplan, İ. (2008). Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İmkb Uygulaması. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Kurtaran, A. (2013). Türkiye’deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi. International Journal Of Economics and Administrative Studies, 6(1),185-210.
- Küçükbay, F. ve Güler, B. (2020). Firmaların Sermaye Yapısı Kararları, Kredi Risk Düzeyleri ve Kârlılık Oranları Arasındaki İlişkinin Analizi: Panel Veri Analizi. İzmir İktisat Dergisi ,35(1). 19-31.
- Levin, J. (2001). Information and the market for lemons. RAND Journal of Economics, 32(4), 657-666.

- Lata, R.S. (2014). Non-Performing Loan and Its Impact on Profitability of State Owned Commercial Banks in Bangladesh : An Empirical Study. Proceedings of 11th Asian Business Research Conference , BIAM Foundation, Dhaka, Bangladesh.
- Llorente, G., vd. (2002). Dynamic Volume- Return Relation Of İndividual Stock. Review of Financial Studies, 15(4), 1005-1047.
- Ljungqvist, A., (2004). IPO underpricing: A survey. Handbook in corporate finance, Empirical corporate finance,
- Logue, D. E., (1973). On the pricing of unseasoned equity issues: 1965 – 1969. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 8(1), 91-103.
- Loughran T., & Ritter J.R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? The Review of Financial Studies, 15(2). 413-444.
- Mishkin, F.S., & Strahan, P. (1999). What will technology do to financial structure?. NBER Working paper, 6892(1).
- Memiş, MÜ., ve Çetenak, EH. (2012). Kurumsal Yönetimin Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerine Etkisi: İMKB'de işlem Gören Şirketler Üzerine Uygulama. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21(3). 205 – 224.
- Massel, N., vd. (2021). Do Revenues Matter More Than Earnings for Initial Public Offerings?. [Journal of Accounting, Auditing & Finance](#), 39(1).
- Myser, S.C. (1984). Financial Theory and Financial Strategy. Strategic Management 14(1), 126- 137.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5(2). 147-175.
- Nargelecekenler, M. (2011). Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat / Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz. Business and Economics Research Journal , 2(2), 165-184.

- Otlu, F. ve Ölmez, S. (2011). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İmkb’de Bir Uygulama. Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 2(2). 14 – 44.
- Önal, Y.B. vd., (2005). Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 14(2), 369-390.
- Özçelik, C. (2006) .Uzun Vadeli Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntemler Ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı.
- Özer, M. (2014). 2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar ve Çözüm Önerileri. Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Rathnayake, D.N., vd. (2022). The aftermarket performance of initial public offerings: New evidence from an emerging market. PLoS ONE, 17(8), 1-19.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. Journal of Financial Economics,15(1-2), 187-212.
- Sezal, L. (2023). Covid-19’un Takipteki Kredilere Etkisinin Araştırılması: Ekonometrik Bir Analiz. İktisadi İdari ve Siyasal Araştırmalar Dergisi, 20(8), 54-68.
- Reis, Ş.G., ve Aydın, N. (2014). Pay Likiditesi ve Finansal Performans Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Borsa İstanbul uygulaması. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 13(3), 607–617.
- Ritter, J.R. (1998). Initial Public Offerings. Contemporary Finance, 2(1), 5-30.

- Ölmez, S. (2010). Halka İlk Arzda Hisse Senedi Fiyatını Belirlemede Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Kısa Ve Uzun Dönem Fiyat Performansları: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme. Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı.
- Sağlam, G., ve Çelik A. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Düşük Fiyatlandırma ve Aracılık Türü, Arz Yılı, Aracı Kurum Etkileri Üzerine Bir Araştırma. Doğu Üniversitesi Dergisi, 12(2), 289-303.
- Salar, G. (2021). Borsa İstanbul'da Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırılması. Finansal Piyasalar Modern ve Teorik bir bakış, Astana yayınları, Ankara.
- SP. Kothari, & Warner, J.B. (2006). Econometrics Of Event Studies, Handbook Of Corporate Finance. Empirical Corporate Finance, Elsevier.
- Spence, M. (2002). Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. American Economic Review, 92 (3): 434–459.
- SPK, (2024) Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı.
- SPK (2016). Yatırımcı bilgilendirme Kitapçığı, Halka Arz.
- Swain. S., & Kar, D.(2022). Under-Pricing of IPOs: A Literature Review. International Journal of Research Publication and Reviews, 3(9). 202-205.
- Solovjova, I., vd. (2022). Underpricing in a Capital Market: Case of Latvia. Wseas Transactions On Business And Economics, 19(1), 638-646.
- Şenol, Z. ve Karaca, SS. (2017). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Bist Örneği. Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, 3(1), 1 – 18.
- Tanör, R. (2000). Türk Sermaye Piyasası 2.Cilt Halka Arz. Beta Yayınları, İstanbul.
- TCMB (2020). Koronavirüsün Olası Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirlere İlişkin Basın Duyurusu. Sayı:2020-16.

- Telçeken, N., ve zbay, E. (2022). Türkiye’de İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve COVID 19 Etkisi. Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi,25.Finans Sempozyumu, Bildiri Kitabı, 924-942
- Temir, C. (2020). Covid-19'un Sermaye Piyasaları zerine Etkisi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi, 4(7), 50-66.
- Terim, B. ve Kayalı, C.A. (2009). Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi rneği. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi.
- Tevfik, A. (2005). Hisse Senedi Değerlemesi. Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Topaloğlu, EE. (2018). Finansal Riskler ile Firma Değeri Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi: Borsa İstanbul Firmaları zerine Bir Uygulama. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, İİBF dergisi, 5(2), 287-301.
- Tüzün, O., vd. (2016). TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti’nin BİST 100 zerindeki Etkisi. Journal of Yasar University,11(44), 263 – 277.
- Tunçay, E. (2019). Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul zerine Bir Uygulama. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Tutuncu. L. (2022). The changing investor demographics of an emerging IPO market during the COVID-19 pandemic. China Finance Review International, 13(3), 342-361.
- Tüyen, Z. (2020). İşletmelerde Sürdürülebilirlik Kavramı ve Srdlebilirliği Etkileyen Etmenler. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19(37), 91-117.
- Ulusoy, S. (2007). Finansal Tablo Hilelerinin Değerlendirilmesi ve Bu Kapsamda Hasılatın Kaydedilmesinde zellikli Durumlar. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

- Usanmaz, S., ve Söylemez, A. O., (2021) Halka arzlarda anormal getiriye etki eden faktörlerin tespiti. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 43(2), 312-328.
- Uysal, E. (2001). Yatırım Projelerinin Analizinde Black-Scholes Opsiyon Fiyatlama Modelinin Kullanımı. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 56(1), 135-148.
- Yavuz, E. (2021). Türkiye’deki Şirketlerin Paylarını İlk Kez Halka Arzında Oluşan Fiyat Anomalisi ve Finansal Performans İlişkisi. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.
- Yavuz, H.İ. (2022). The importance of public banks in Türkiye in the COVID – 19 pandemic. Horizons - International Scientific Journal (Series A) ,30(1), 207-218.
- Yetim, S., ve Koy, A. (2022). İlk Halka Arzların BİST100 Endeksi Volatilitesine Etkisi: Covid-19 Pandemisi Dönemi. Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi, 7(4), 944-965.
- Yıldız, M., Çakan, C.D. ve Altınışik, E.Ö. (2022). Covid-19’un finansal piyasalar ve yatırım tercihleri üzerindeki etkisi. Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13(1), 121-140.
- Yılmaz, A., ve Abdioğlu, N. (2023). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Anomalisi: Borsa İstanbul’da Piyasaya Göre Düzeltilmiş Anormal Getiri Modeli ile SVFM Karşılaştırılması. İşletme Bilimi Dergisi, 11(3), 227-252.
- Zor, İ., Bozkurt, İ., ve Öksüz, ÖGS. (2016). Asimetrik Bilgi Düzeyinin Fiyat-Hacim İlişkisi Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 16(1), 119 – 135.
- Welch, I. (1992). Sequential Sales, Learning, and Cascades. The Journal of Finance, 47 (2). 695 – 732.