

**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ULUSLARARASI FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI  
BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**2024 YILINDA HALKA ARZ EDİLEN ŞİRKETLERİN HİSSE  
SENETLERİNİN ANORMAL GETİRİLERİNİN ANALİZİ**

**HAZIRLAYAN**

**SALİH ADİTEPE**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TEZ DANIŞMANI**

**DOÇ. DR. BURCU GÜROL**

**ANKARA – 2025**

**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU**

Tarih: 27/06/2025

Öğrencinin Adı, Soyadı: Salih ADITEPE

Öğrencinin Numarası: 22410032

Anabilim Dalı: Uluslararası Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı

Programı: Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı

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

Tez Başlığı: 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Hisse Senetlerinin Anormal Getirilerinin Analizi

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 66 sayfalık kısmına ilişkin 27/06/2025 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 9'dur. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimedenden 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: 27/06/2025

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Doç. Dr. Burcu GÜROL

## TEŞEKKÜR

Hayatımıza renk katan sevgili yeğenim Ömer Asaf YAĞCI'ya,

Eğitim hayatım boyunca desteklerini ve sevgilerini daima hissettiren çok değerli ablam ve kardeşim; Saliha YAĞCI ve Mehmet Fatih ADITEPE'ye,

Tez sürecim boyunca desteğini esirgemeyen, kıymetli bilgilerini ve önerilerini paylaşan çok değerli tez danışman hocam Doç. Dr. Burcu GÜROL'a,

Saygı ve teőekkürlerimi sunarım.

## ÖZET

**Salih Adıtepe, 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Hisse Senetlerinin Anormal Getirilerinin Analizi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı, Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı, 2025.**

Bu çalışma, 2024 yılında Borsa İstanbul’da halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinde “anormal getiri” olup olmadığını incelemektedir. Çalışmada, ilgili yıl içerisinde borsaya yeni kote olan şirketlerin hisse senedi getirileri, piyasanın genel performansını yansıtan BİST Ulusal Tüm endeksinin getirileriyle karşılaştırılmış ve böylece elde edilen “anormal getiri” değerleri analiz edilmiştir.

Analiz sonuçları, literatürde sıklıkla ele alınan düşük fiyatlama olgusunun Türkiye’deki 2024 halka arzlarında da görüldüğünü göstermiştir. Özellikle şirketlerin ilk işlem gününde ve ilk haftada sağladıkları getirilerde, piyasaya göre istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde pozitif sapmalar kaydedilmiştir. Bu pozitif anormal getirilerin ortalama olarak 60. ve 90. işlem günlerine kadar uzayan bir etkisi olduğu ve kümülatif getirilerin de çoğunlukla pozitif bölgede kaldığı tespit edilmiştir.

Bulgular ayrıca farklı değişkenlerin halka arz performansı üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Sektörel değerlendirmede, teknoloji şirketlerinin halka arz sonrası kısa ve orta vadede daha yüksek anormal getirilere sahip olduğu ve diğer sektörlerle göre belirgin şekilde pozitif ayrıştığı gözlemlenmiştir. Öte yandan gayrimenkul sektöründe ortalama getirilerin daha düşük olduğu, zaman zaman negatif anormalliklerin ortaya çıktığı görülmüştür.

Şirket büyüklüğü bakımından, küçük ölçekli şirketlerin yatırımcı ilgisi ve düşük fiyatlama gibi nedenlerle ilk gün ve ilk haftada güçlü pozitif getiriler sundukları belirlenirken, büyük ölçekli şirketlerde bu etkinin sınırlı kaldığı dikkati çekmiştir. Zamanlama değişkeni incelendiğinde ise yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen halka arzların, yatırımcıların risk alma iştahına bağlı olarak daha yoğun talep gördüğü ve ortalama getiri bakımından diğer çeyreklerden ayrıştığı gözlenmiştir.

Elde edilen bulgular, halka arz sürecindeki fiyatlama dinamiklerini detaylı biçimde ortaya koymanın yanı sıra şirket yönetimlerine, yatırımcılara ve düzenleyicilere de uygulamaya dönük çeşitli öneriler geliştirme imkânı sunmaktadır. Özellikle anormal getirilerin varlığı, düşük fiyatlama etkisi, sektörel farklar ve halka arz zamanlaması gibi unsurların, hem halka açılma kararı alan şirketler hem de halka arzlara katılmayı düşünen yatırımcılar için kritik roller üstlendiği sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Halka Arz, Anormal Getiri, Birikimli Anormal Getiri, BİST.



## **ABSTRACT**

**Salih Aditepe, Analysis of Abnormal Returns of the Stocks of Publicly Offered Companies in 2024, Baskent University, Institute of Social Sciences, Department of International Finance and Banking, Banking and Finance Master's Program, 2025.**

This study examines whether there are any “abnormal returns” in the shares of companies that went public for the first time on Borsa Istanbul (BIST) in 2024. Within the scope of the research, the stock returns of companies newly listed on the exchange during the specified year were compared with the returns of the BIST All Shares Index, which reflects the overall market performance. The resulting “abnormal return” values obtained from this comparison were then analyzed.

The analysis results indicate that the underpricing phenomenon frequently discussed in the literature also applies to the 2024 initial public offerings (IPOs) in Turkey. In particular, on the first trading day and during the first week, the returns of the companies showed statistically significant positive deviations relative to the market. These positive abnormal returns continued, on average, up to the 60th and 90th trading days, and the cumulative returns generally remained in positive territory.

Additionally, the findings point to the impact of various factors on IPO performance. From a sectoral standpoint, technology companies exhibited higher abnormal returns in the short and medium term following their IPOs, clearly outperforming other sectors. In contrast, the real estate sector displayed lower average returns, with occasional negative abnormalities.

Regarding firm size, smaller companies garnered strong positive returns on the first day and during the first week likely due to greater investor interest and underpricing whereas the impact in larger companies was more limited. When examining timing factors, it was observed that IPOs conducted in the first quarter of the year attracted more intense demand, driven by investors’ appetite for risk, and thus distinguished themselves from other quarters in terms of average returns.

Overall, these findings not only shed light on the pricing dynamics of IPOs but also offer practical insights for company management, investors, and regulatory authorities. In particular, the presence of abnormal returns, the effects of underpricing, sectoral variations, and IPO timing appear to play critical roles both for companies planning to go public and for investors considering participation in new stock offerings.

**Keywords:** Public Offering, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, BIST.



# İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
ÖZET .....	ii
ABSTRACT .....	iv
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	x
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ .....	xi
GİRİŞ.....	1
1. HALKA ARZ .....	2
1.1. Halka Arz ve İlk Halka Arz Kavramları .....	2
1.2. Halka Arzın Avantajları.....	3
1.3. Halka Arzın Dezavantajları .....	4
1.4. Halka Arzda Taraflar .....	5
1.5. Halka Arz Yöntemleri .....	7
1.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri .....	8
1.6.1. Talep toplama yöntemiyle satış .....	8
1.6.2. Borsada satış yöntemi.....	9
1.6.3. Talep toplanmaksızın satış.....	9
1.6.4. Karma yöntemler.....	9
1.7. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri .....	10
1.7.1. En iyi gayret aracılığı .....	10
1.7.2. Aracılık yüklenimi .....	10
1.7.3. Kısmi yüklenim .....	11
1.8. Halka Arzda Zamanlama .....	11
1.9. Halka Arzda Fiyatlandırma .....	12

1.9.1. Düşük ve yüksek fiyatlama olguları.....	12
1.9.2. Fiyat tahmin modelleri ve adil değer yaklaşımı.....	13
1.9.3. Yatırımcıların beklentileri ve davranışsal faktörler .....	14
2. LİTERATÜR ÇALIŞMALARI .....	15
3. TÜRKİYE'DE 2024 YILINDA GERÇEKLEŞEN HALKA ARZLAR .....	24
3.1. 2024 Yılında Gerçekleşen Halka Arzlar .....	24
3.2. 2024 Yılında Gerçekleşen Halka Arzların Sektörel Dağılımı .....	29
3.3. Halka Arzdan Elde Edilecek Finansmanın Kullanım Alanları .....	32
4. TÜRKİYE'DE 2024 YILINDA GERÇEKLEŞEN HALKA ARZLARIN GETİRİ BAKIMINDAN İNCELENMESİ .....	35
4.1. Çalışmanın Veri Seti.....	35
4.2. Analiz Yöntemi .....	36
4.2.1. Bireysel getirinin hesaplanması.....	36
4.2.2. Piyasa getirisinin hesaplanması.....	36
4.2.3. Anormal getirinin hesaplanması .....	37
4.2.4. Ortalama anormal getirinin hesaplanması .....	38
4.2.5. Birikimli anormal getirinin hesaplanması .....	38
4.2.6. Ortalama birikimli anormal getirinin hesaplanması .....	39
4.2.7. T-testi .....	39
4.3. Bulgular .....	40
4.3.1. Bireysel getirinin hesaplanması.....	40
4.3.2. Piyasa getirisinin hesaplanması.....	41
4.3.3. Halka arz sonrası ilk 5 günde anormal getirilerin incelenmesi.....	43
4.3.4. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin incelenmesi.....	45
4.3.5. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin sektöre göre incelenmesi.....	47

4.3.6. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin şirket büyüklüğüne göre incelenmesi .....	52
4.3.7. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin halka arzın gerçekleştiği zamana göre incelenmesi .....	57
5. SONUÇ VE ÖNERİLER .....	63
KAYNAKLAR .....	67



## TABLULAR LİSTESİ

	<b>Sayfa</b>
Tablo 3.1 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketler .....	25
Tablo 3.2. 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Sektörel Dağılımı .....	29
Tablo 3.3. Halka Arzlardan Elde Edilen Fonların Planlanan Kullanım Alanları .....	32
Tablo 4.1. Belirlenen Günlerde Bireysel Getiri Oranı (%).....	40
Tablo 4.2. Belirlenen Günlerde Piyasa Getiri Oranı (%) .....	42
Tablo 4.3. Halka Arz Sonrası İlk Beş Günde Anormal Getiriler (%) .....	43
Tablo 4.4. Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%).....	45
Tablo 4.5. Sektöre Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%).....	48
Tablo 4.6. Şirket Büyüklüğüne Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) .....	53
Tablo 4.7. Halka Arzın Gerçekleştiği Zamana Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%).....	58

## ŞEKİLLER LİSTESİ

### Sayfa

Şekil 4.1. Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) .....	46
Şekil 4.2. Sektöre Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%).....	51
Şekil 4.3. Şirket Büyüklüğüne Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) .....	56
Şekil 4.4. Halka Arzın Gerçekleştiği Zamana Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%).....	61



## SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

AR	: Anormal Getiri
AAR	: Ortalama Anormal Getiri
ACAR	: Ortalama Birikimli Anormal Getiri
ANOVA	: Varyans Analizi
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
BİST	: Borsa İstanbul
CAR	: Birikimli Anormal Getiri
DCF	: İndirgenmiş Nakit Akışı
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FD	: Firma Değeri
GES	: Güneş Enerjisi Santrali
IPO	: İlk Halka Arz
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymatler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

# GİRİŞ

Halka arz, şirketler açısından uzun vadeli finansman elde etmenin etkili yollarından biridir. Bu yöntem sayesinde işletmeler yalnızca kaynak temin etmekle kalmaz, aynı zamanda şirketi daha likit hale getirerek yerli ve yabancı yatırımcıların dikkatini çekme fırsatı yakalarlar. Özellikle, halka arz sonrasında şirketlerin özkaynak yapısı güçlenir ve bu durum uzun vadeli yatırımların finansmanında önemli bir avantaj sağlar. Böylece şirketlerin teknolojik gelişmelere adapte olma, ürün çeşitliliğini artırma ve yeni pazarlara açılma gibi hedeflere ulaşma şansları da artar.

Literatüre bakıldığında, halka arzlar ile ilgili yapılan çalışmalar genellikle düşük fiyatlama olgusu ve halka arz sonrası hisse senedinin performansına odaklanmaktadır. İlk işlem gününde hisse senetlerinin arz fiyatının üzerinde gösterdiği performans, kısa vadeli anormal getiriler olarak tanımlanmakta ve bu anormal getirilerin yatırımcı ile ilgisini göstermektedir. Bu bağlamda, literatürde ilk gün getirilerinin kalıcı olup olmadığı, getirilerin uzun dönem performansı ile ne ölçüde bağdaştığı, kapsamlı biçimde incelenmektedir.

Türkiye örneğinde, son yıllarda Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arz sayısında dikkat çekici bir artış yaşanmıştır. Özellikle pandemi dönemi ivme kazanan halka arzlarda, sektör çeşitliliğinin artması yatırımcılar açısından daha geniş bir portföy seçeneği sunmaktadır. EY'nin 2024 Halka Arz Raporu'na göre, Türkiye 2024 yılında gerçekleştirilen halka arzlarda işlem sayısı açısından Avrupa'da ilk sırada yer alırken, küresel ölçekte ise işlem sayısı açısından %3'lük bir pay oranına ulaşmıştır (EY; 2024).

Bu araştırmada, 2024 yılında Türkiye'de halka arz edilen şirketler için anormal getirilerin varlığı ve payların kısa dönem performansları incelenmektedir. Çalışma, söz konusu halka arzları analiz ederek hangi şirketlerin hangi yöntem ve zamanlama stratejileriyle piyasalara giriş yaptığını ortaya koymayı hedeflemektedir. Bu kapsamda elde edilen bulgular, hem akademik dünyaya halka arz literatürü bağlamında katkı sağlamayı hem de uygulayıcılar ve yatırımcılar için yol gösterici bilgileri sunmayı amaçlamaktadır.

# 1. HALKA ARZ

## 1.1. Halka Arz ve İlk Halka Arz Kavramları

Sermaye piyasalarında şirketlerin büyüme, kurumsallaşma ya da yeni yatırımlarını finanse etme gibi amaçlarla başvurdukları önemli yöntemlerden biri halka arz uygulamasıdır. Halka arz, bir şirketin paylarının ilk defa veya ilave olarak geniş yatırımcı kitlesine sunulmasıdır. Böylece şirketler, yatırımcılardan doğrudan fon temin ederek özkaynaklarını artırırken, yatırımcılar da şirket ortaklığına dahil olma ve gelecekteki kâr payı ile sermaye kazancı fırsatlarından yararlanma imkânı elde eder (Elmas, 2013).

Halka arz süreci, payların sermaye piyasası araçları olarak kabul edilmesi ve yetkili düzenleyici kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanması ile başlamaktadır. Halka arzın gerçekleştirilmesiyle birlikte şirket payları borsada işlem görmeye başlar; bu noktada şirket, “halka açık” statüsüne kavuşur ve mevzuat gereği daha fazla şeffaflık ve kurumsal yönetim yükümlülüğü üstlenmek durumundadır (Yılmaz ve Abdioğlu, 2023).

İlk halka arz sürecinin temel aktörleri; şirket yönetimi (halka arz fiyatı ve pay dağıtım stratejisi belirleme), aracı kurumlar (aracılık ve danışmanlık hizmetleri) ve yatırımcılardır. Bu aktörlerin beklenti ve hedeflerinin uzlaşması neticesinde ilk halka arz süreci hayata geçirilir (SPK, 2013). Şirket tarafında temel motivasyon, ek sermaye ihtiyacını gidermek ve şirketi tanınırlık bakımından daha görünür kılmaktır. Yatırımcılar ise halka yeni açılan şirketlerdeki ilk gün getiri fırsatından ve uzun vadede şirket büyümesinden pay almayı hedefler (Elmas, 2013). SPK'dan yetki alan aracı kurumlar ise hem fiyatlama hem de talep toplama aşamalarında piyasa koşullarına dair uzmanlığını kullanarak sürecin sağlıklı yürütülmesine katkı sağlar (Cihangir ve Kandil, 2009).

İlk halka arzlar özellikle gelişmekte olan piyasalarda yoğun bir ilgi görmektedir. Literatürde Türkiye örneğinde; ilk halka arzların kısa dönemde sıklıkla pozitif ve anlamlı anormal getiri sağladığı, fakat uzun dönemde performansın gerileyebildiğini gösteren çalışmalar bulunmaktadır (Düzer, 2022).

Sektörel ve şirket büyüklüğü bazlı farklılıklar da söz konusudur. Örneğin, teknoloji ya da hızlı büyüyen sektörlerdeki şirketlerin ilk halka arzların düşük fiyatlama olgusunun daha belirgin olduğu, geleneksel sektör şirketlerinde ise bu etkinin daha sınırlı kaldığı görülmüştür (Çakır ve Akkoç, 2015).

Sonuç olarak halka arz, bir şirketin kamuya açık bir sermaye yapısına geçmesi, finansman kapasitesini artırması ve piyasa değerini görünür kılması açısından kritik bir adımdır. Bu yönüyle ilk halka arz süreci, hem şirket hem de yatırımcılar açısından önemli stratejik karar ve fırsatları içinde barındırmaktadır.

## **1.2. Halka Arzın Avantajları**

Halka arz, şirketlere bir dizi avantaj sağlar. Bunların başında, şirketin finansman kaynaklarını çeşitlendirme ve özsermaye tabanını güçlendirme imkânı gelmektedir. Yeni pay satışından elde edilen fonlar, şirketin büyüme, yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılabilir (Çalışkan, 2022). Bu yönüyle halka arz, finansal bağımlılığı azaltır ve şirketin uzun vadeli stratejik hedeflerine yönelik esnek bir finansal yapı oluşturmaya katkı sağlar (Düzer, 2022).

Halka arzın bir diğer avantajı, piyasada tanınırlık ve itibar kazanımıdır. Borsada işlem gören şirketlerin, kurumsal yönetim ilkelerine daha fazla uyması ve mevzuat gereği düzenli bilgi açıklamasında bulunması, yatırımcıların şirket hakkında şeffaf bilgilere erişebilmesini sağlar (Tunçay, 2019). Bu şeffaflık, şirketin kurumsal imajını güçlendirebilir; müşteriler, tedarikçiler ve iş ortakları nezdinde güvenilirliğini artırabilir. Aynı zamanda, hisselerin borsada likit bir ortamda işlem görmesi, mevcut ortaklara sahiplik paylarını kolayca nakde dönüştürme olanağı verir (Otlı ve Ölmez, 2011).

Özetle halka arz, şirketin büyüme ve kurumsallaşma hedeflerine ulaşmasında hem finansal hem de itibar yönüyle büyük avantajlar sağlayan, aynı zamanda yatırımcıların da ortaklık payı üzerinden getiri elde edebildiği bir sermaye piyasası aracıdır. Bu yönüyle, şirketler ve yatırımcılar arasında karşılıklı fayda sağlayan bir ilişki kurulmasına imkan tanımaktadır.

### 1.3. Halka Arzın Dezavantajları

Halka arzın şirketlere sağladığı faydalar kadar, dezavantajları ve riskleri de bulunmaktadır. Öncelikle halka arz, şirket açısından yoğun bir hazırlık maliyeti ve idari yük anlamına gelir. SPK onayı, izahname hazırlığı, denetim ve danışmanlık giderleri gibi masraflar, özellikle küçük ve orta ölçekli şirketler için görece yüksek olabilir (Yücel, 2025). Ayrıca, halka arzdan beklenen fon tutarına ulaşmak her zaman mümkün olmayabilir; talep düzeyi ya da piyasa koşulları, kaynak yaratma potansiyelini çeşitli şekillerde etkileyebilir.

Bir diğer önemli dezavantaj, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve buna bağlı olarak bilgi paylaşımının artmasıdır. Halka açık şirketler, periyodik finansal raporlar, özel durum açıklamaları ve önemli yönetim kararlarını borsaya bildirmekle yükümlüdür (SPK, 2012). Bu zorunlu şeffaflık, rakiplerin ve sektör paydaşlarının şirkete dair stratejik bilgilere daha kolay erişebilmesine yol açabilir.

Halka arz sonrasında, şirket kontrolü ve esnekliği de belirli ölçüde azalır. Yeni hissedarların katılımıyla yönetim kurulu yapısında değişiklikler yaşanabilir; önemli kararlarda (temettü politikası, yatırım planları, birleşme ve satın alma gibi) küçük pay sahiplerinin ve büyük kurumsal yatırımcıların beklentilerini dikkate almak gerekebilir. Bu beklentilere örnek olarak şirket yönetimi kendisini kısa vadede kâr baskısıyla karşı karşıya bulabilir; uzun vadeli stratejik yatırımlar veya AR-GE projeleri, kısa vadeli finansal sonuçlara yönelik beklentilerle çatışabilir (Kahraman ve Coşkun, 2020).

Diğer yandan, sermaye piyasalarındaki volatilité ve ekonomik kriz dönemleri, halka arz edilmiş şirket hisselerinde sert fiyat dalgalanmalarına sebep olabilir. Bu dalgalanmalar, şirket itibarını ve yönetimin performans algısını zedeleyebilir. Örneğin, ekonomik belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde hisse fiyatı hızla gerileyerek şirketin piyasa değerinde ciddi kayıplara yol açabilir. Aynı zamanda, yatırımcıların da şirket hakkında aşırı iyimser beklentiler oluşturması, şirketin gerçek performansının sağlıklı bir göstergesi olmayabilir (Çakır, Küçükkocaoğlu ve Kapucu, 2017).

Son olarak halka arz, şirket içi gizlilik ve özerkliği azaltabilir. Kamusal denetim, kurumsal yönetim zorunlulukları ve çeşitli mevzuat hükümleri, şirket yöneticilerinin karar alanlarını daraltabilir. Yüksek düzeyde hissedar çeşitliliği, yönetim organlarının uyum içinde çalışmasını güçleştirebilir; bu da özellikle hızlı karar almayı ve esneklik gerektiren sektörlerde rekabet gücünü düşürebilir (Kahraman, 2016).

Kısacası, halka arzın sunduğu finansman ve itibar avantajları kadar, yoğun idari yük, şeffaflık ve kontrol kaybı riski, piyasa dalgalanmalarına karşı hassasiyet gibi dezavantajlar da mevcuttur. Şirketler, halka arz kararını verirken bu avantaj ve dezavantajları kapsamlı bir şekilde değerlendirerek stratejik bir planlama süreci yürütmek durumundadır.

#### **1.4. Halka Arzda Taraflar**

Halka arz süreci, yalnızca şirketlerin paylarını yatırımcılara sunması süreciyle sınırlı olmayan birbirine bağlı çok sayıda tarafın görev üstlendiği sermaye piyasası işlemidir. Bu süreçte; halka arz eden şirket diğer adıyla ihraççı, düzenleyici otorite olarak SPK, borsa işletmecisi olan BİST, halka arz işlemlerine aracılık eden kuruluşlar ve en önemlisi yatırımcılar görev almaktadırlar.

Aşağıda, bu tarafların halka arz sürecindeki rol ve sorumlulukları kısaca özetlenmiştir:

##### *Halka Arz Olan Şirket:*

Halka arz kararı alan şirketler, paylarını halka arz ederek sermaye artırımını ya da mevcut payların satışını gerçekleştirmek amacıyla gerekli koşulları sağlamak üzere başvuruda bulunan anonim ortaklıklardır. Şirket halka arz sürecine dahil olmakla birlikte sermaye piyasasının temel ilkelerinden biri olan şeffaflık ilkesine uymayı ve denetlenebilirliğe ilişkin yükümlülükleri yerine getirmeyi taahhüt etmiş sayılır (SPK, 2012).

*Düzenleyici Otorite (SPK):*

SPK, yatırımcıların sağlıklı kararlar alabilmesi için izahname ve diğer belgeleri denetleyerek sürecin doğru ilerlemesini güvence altına alır. Yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek her türlü gelişmenin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar da SPK tarafından belirlenmektedir (SPK, 2012).

*Borsa:*

Borsa, Sermaye piyasası araçlarının satışının şeffaf bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlayan piyasa işletmecisidir. İşlem görecek olan payların kote edilmesi ve alım-satım faaliyetlerinin düzenlenmesi görevleri borsa işletmecisi tarafından yerine getirilmektedir. Bu kapsamda Türkiye’de halka arz sonrası sürecin doğru ve hukuka uygun yönetilmesi önem arz etmektedir (SPK, 2012).

*Aracı Kurum:*

Finansal piyasalarda menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirilmesini sağlayarak yatırımcılara danışmanlık hizmeti sunarlar. Aracı kurum, halka arz sürecinin planlanmasında ve uygulanmasında ihraççı şirkete danışmanlık hizmeti sunmakla birlikte, bazı durumlarda aracılık yüklenimi üstlenerek, halka arzın başarılı olması adına belirli bir fiyattan payları satın alma taahhüdü verebilir (Cihangir ve Kandil, 2009).

*Yatırımcılar (Bireysel ve Kurumsal):*

Halka arz sürecinde bireysel veya kurumsal yatırımcılar şirketin yeni ya da mevcuttaki hisselerini satın alarak ortaklık hakkı elde ederler. Bireysel yatırımcılar, kısa vadeli spekülâtif kâr ya da uzun vadeli büyüme potansiyeli beklentisinde olabilirken, kurumsal yatırımcılar (emeklilik fonları, yatırım fonları, vb.) genellikle daha büyük ölçekli ve uzun vadeli yatırımlar yapar (Çalışkan, 2022).

İhraççı şirketin ihtiyaç duyduğu kaynağa ulaşabilmesi ve yatırımcıların güven içinde işlem yapabilmesi, bu tarafların üstlendiği rollerin doğru ve şeffaf biçimde yerine getirilmesine bağlıdır. Tüm bu taraflar, halka arz sürecinin başarılı bir şekilde tamamlanması ve piyasada etkin bir fiyat oluşumu sağlanabilmesi için birlikte çalışır. Bu koordinasyonun sağlıklı bir şekilde yürütülmesi, yalnızca ilgili halka arzın başarısını değil, aynı zamanda sermaye piyasalarının istikrarını, yatırımcı güvenini ve şirketlerin uzun vadeli finansman olanaklarını doğrudan etkileyebilmektedir.

### **1.5. Halka Arz Yöntemleri**

Halka arz sürecinde izlenecek yöntem, şirketin finansman gereksinimleri, piyasa koşulları ve düzenleyici kurumlarca getirilen çerçeveler doğrultusunda şekillenmektedir (Cihangir ve Kandil, 2009). Türkiye özelinde bakıldığında SPK düzenlemeleri çerçevesinde şirketlerin paylarını arz edebileceği çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlardan en yaygın kullanılanları; sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığı yöntemiyle talep toplama ve talep toplamaksızın satış yöntemleridir. Ayrıca, arz edilecek payların kaynağına göre ortak satışı, sermaye artırımını veya karma yöntem gibi alternatif yöntemler de söz konusudur (Otlu ve Ölmez, 2011).

Talep toplama yöntemlerinden sabit fiyatla talep toplama, halka arzdan önce payların satış fiyatının kesin bir değer olarak belirlenmesine dayanmaktadır. Belirlenen sabit fiyata bağlı olarak yatırımcılar, almayı talep ettikleri pay miktarını beyan ederler. Eğer paylara gelen talep, arz miktarını aştığı takdirde dağıtım oransal dağıtım yoluyla gerçekleştirilir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

Sabit fiyata göre daha esnek bir yapı sunan fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, arz edilecek payların satış fiyatı için bir alt ve bir üst sınır belirlenir; yatırımcılar bu fiyat bandı içerisinde hangi fiyattan ne kadar pay talep edeceklerini belirtirler (Ozay, 2014).

Bazı durumlarda ise, talep toplanmaksızın yöntemi benimsenebilir. Bu yöntemde, payların fiyatı önceden belirlenmek suretiyle halka arz işlemi kısıtlı bir sürede veya belirli potansiyele sahip yatırımcılarla sınırlı bir şekilde gerçekleştirilir (Cihangir ve Kandil, 2009).

Hangi yöntemin tercih edileceği; şirketin finansman ihtiyacına, hedeflediği yatırımcı profiline, piyasanın likidite koşullarına ve SPK gibi düzenleyici kurumların getirdiği mevzuat çerçevesine göre farklılaşmaktadır. Türkiye özelinde sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı yöntemi yaygınlıkla kullanılırken, sermaye artırımını ya da karma yöntem yoluyla ek fon sağlama da sıklıkla görülmektedir (Usanmaz ve Söylemez, 2021).

## 1.6. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Halka arz sürecinde yatırımcılara sunulacak payların hangi şekilde ve hangi platformlarda satışa çıkarılacağı, şirketin izlediği strateji ve piyasa dinamiklerine göre değişiklik göstermektedir (Çakır, Küçükkocaoğlu & Kapucu, 2017). Bu kapsamda, SPK mevzuatı çerçevesinde birkaç farklı satış yöntemi öne çıkmaktadır. Her bir yöntem, yatırımcı kitlesinin türü, pay dağıtımının kapsamı ve satış kanalının özellikleri bakımlarından özgün avantaj ve dezavantajlar barındırmaktadır.

### 1.6.1. Talep toplama yöntemiyle satış

Bu yöntemde, halka arzdan önce yatırımcılardan pay talebi alınmakta; bu talepler doğrultusunda nihai fiyat ve dağıtım süreci şekillenmektedir. İzlenen yöntemler , aşağıda yer alan üç alt başlık kapsamında açıklanmıştır.

- ✓ **Sabit fiyatla talep toplama:** Bu yöntemde, payların satışı önceden belirlenen sabit bir fiyat üzerinden gerçekleştirilir. Yatırımcılar bu fiyatı kabul ederek talepte bulunur; fiyat üzerinde herhangi bir müzakere yapılmaz.
- ✓ **Fiyat teklifine dayalı talep toplama:** Bu modelde, yatırımcılar belirli bir taban fiyatın üzerinde kendi alım tekliflerini sunarlar. Nihai fiyat, gelen tekliflerin yoğunluğu ve dağılımına göre şekillenir.
- ✓ **Fiyat aralığıyla talep toplama:** Belirli bir alt ve üst limit belirlenerek yatırımcılardan bu aralık içinde fiyat teklifleri alınır.

### **1.6.2. Borsada satış yöntemi**

Payların yatırımcılara sunulması, yalnızca aracı kurumlar aracılığıyla yürütülen işlemlerle sınırlı değildir; aynı zamanda doğrudan Borsa İstanbul'un birincil piyasasında da gerçekleştirilebilmektedir. Bu kapsamda yapılacak başvuruların, yürürlükteki mevzuata uygun şekilde hazırlanması ve borsa tarafından onaylanması gerekmektedir (SPK, 2013).

### **1.6.3. Talep toplanmaksızın satış**

Payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin, önceden belirlenmiş bir fiyatla ve izahnamede belirtilen yöntemle yatırımcılara satış yapmalarını ifade eder. Bu yöntemde satış süresi en fazla iki iş günü ile sınırlandırılmış olup, tüm payların bu süreden önce satılması durumunda satış işlemi erken sonlandırılır. Talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlarda yeterli talep oluşmadığı takdirde, kalan payların satışı 'Talep Toplanmaksızın Satış' yöntemi kapsamında gerçekleştirilir. Bu süreçte yatırımcılar, izahnamede belirtilen banka hesabına pay bedellerini yatırarak sermaye artırımına katılmış olurlar (SPK, 2013).

### **1.6.4. Karma yöntemler**

Öte yandan, halka arz edilecek payların kaynağına bağlı olarak ortak satışı, sermaye artırımını ve karma yöntem seçenekleri ortaya çıkmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009). Ortak satışı, mevcut ortakların elinde bulunan payların yatırımcılara sunulması olup, bu durumda şirketin ödenmiş sermayesinde artış gerçekleşmez.

Sermaye artırımını ise şirketin yeni pay ihraç ederek özkaynaklarını artırması anlamına gelir ve bu yolla elde edilen fonlar şirketin kasasına girer. Karma yöntem durumunda ise her iki uygulama bir arada uygulanır; hem mevcut ortaklar pay satışı yapar hem de şirket yeni pay ihraç ederek ek finansmana ulaşır (Ünlü ve Ersoy, 2008).

## **1.7. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri**

Halka arz sürecinde, şirketin sermaye piyasalarında başarılı bir şekilde fon temin edebilmesi ve yatırımcı talebinin doğru şekilde yönetilebilmesi amacıyla aracı kurumlar devreye girmektedir. Bu aracı kurumlar, halka arzın planlanmasından nihai satışa kadar pek çok aşamada danışmanlık ve teknik destek sağlamakla birlikte, özellikle payların satış aşamasında farklı aracılık yöntemleri uygulayabilmektedir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

Aracılık yöntemine karar verilirken, şirketin finansal yapısı, piyasa koşulları, yatırımcı profili ve halka arzın büyüklüğü gibi unsurlar dikkate alınmakta, en uygun karar bu doğrultularda belirlenmektedir. Türkiye’de SPK düzenlemeleri çerçevesinde kabul gören başlıca aracılık yöntemleri şunlardır:

### **1.7.1. En iyi gayret aracılığı**

En iyi gayret aracılığı yönteminde aracı kurum, ihraççı şirketin paylarını izahnamede belirtilen süre içerisinde satmaya çalışır; ancak satılamayan payları satın alma yükümlülüğü bulunmaz ve bu paylar sürenin sonunda ihraççıya iade edilir. Bu yöntemde aracı kurum, yalnızca satış sürecine aracılık eder ve satış dışında herhangi bir taahhüt altına girmez (Tunçay, 2019).

### **1.7.2. Aracılık yüklenimi**

Aracılık yüklenimi veya kesin yüklenim adı verilen bu yöntemde, aracı kurumlar halka arz edilecek payları, önceden belirlenmiş bir fiyattan satma taahhüdünde bulunur. Eğer talep yetersizliği nedeniyle payların bir kısmı satılamazsa, aracı kurum bu payları kendi portföyüne alarak ihraççıya belirlenen meblağı ödemek zorunda kalır (SPK, 2013). Böylece satış riski büyük ölçüde aracı kuruma geçmiş olur ve ihraççı şirket, arzdan elde edeceği asgari fon miktarını garanti altına alır. Buna karşın aracı kurum, bu taahhüt karşılığında ihraççıdan daha yüksek bir komisyon talep edebilir; ayrıca piyasa dalgalanmalarında portföyünde kalabilecek satılmamış hisselerin zarar riskini de üstlenmektedir (Cihangir ve Kandil, 2009).

### **1.7.3. Kısmi yüklenim**

Uygulamada, en iyi gayret aracılığı ile tam yüklenim arasında kısmi yüklenim gibi ara formlara da rastlanabilmektedir. Örneğin, aracı kurum ihraç edilecek payların belirli bir kısmına taahhüt vererek söz konusu payların satılmaması hâlinde bunları satın alma yükümlülüğü altına girebilir. Kalan kısımda ise en iyi gayret çerçevesinde hareket edebilir. Bu yaklaşım hem aracı kurum hem de ihraççı için risk ve maliyetin kısmen dengeli şekilde paylaşılmasına imkân tanır (Kahraman ve Coşkun, 2020).

### **1.8. Halka Arzda Zamanlama**

Halka arzın zamanlama, hem yatırımcı ilgisini hem de ihraç edilecek payların değerlemesini doğrudan etkileyen önemli faktörlerden biri olarak öne çıkmaktadır. Özellikle piyasanın canlı olduğu dönemlerde, yatırımcı talebi artmakta ve şirketler bu dönemde halka arz yoluyla daha yüksek başarı oranlarına ulaşabilmektedir. Piyasa koşullarının durağan veya olumsuz olduğu dönemlerde gerçekleştirilen halka arzlar, daha sınırlı yatırımcı ilgisiyle karşılaşabilmektedir. Bu durum, arzın fiyatlaması ve getirisi üzerinde doğrudan etkili olmaktadır (Çakır, Küçükkocaoğlu & Kapucu, 2017). Şirketler, halka arz yoluyla elde edecekleri kaynak miktarını ve halka arz sürecinin başarı olasılığını artırmak adına, çoğunlukla piyasanın sıcak ya da talebin yüksek olduğu dönemleri seçmeye çalışırlar (Yalçınar, 2005).

Özetle halka arz sürecinde zamanlama, şirketler açısından dikkate alınması gereken önemli bir başlık olarak değerlendirilmektedir. Piyasanın hareketli olduğu, yatırımcı ilgisinin görece yüksek seyrettiği dönemlerde halka arz sayılarında artış gözlenebildiği gibi, bu dönemlerin şirketler için daha elverişli koşullar sunduğu düşünülmektedir. Bu tür dönemlerde risk alma eğiliminde artış yaşanabileceği ve sermaye piyasalarına yönelen fon miktarında yükseliş olabileceği ifade edilmektedir. Bu çerçevede, bazı şirketlerin halka arz zamanını belirlerken bu gibi gelişmeleri dikkate alma eğiliminde oldukları söylenebilir.

## **1.9. Halka Arzda Fiyatlandırma**

Halka arzda fiyatlandırma, şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasıyla birlikte taraflar arasında oluşabilecek mali sonuçları doğrudan etkileyen önemli bir aşamadır. Halka arz fiyatı, söz konusu kazanç ve kayıplar açısından belirleyici olduğundan kritik öneme sahiptir. Bu fiyatın belirlenmesinde, ihraççı işletme, yatırımcılar ve aracı kurumlar olmak üzere üç temel aktör etkili rol oynar. İhraççı işletme, paylarını mümkün olan en yüksek fiyattan satma eğilimindeyken; yatırımcılar, kısa vadede yüksek getiri elde edebilmek adına daha düşük fiyatlanan hisselerle yönelir. Aracı kurumlar ise hem arz edenin hem de talep edenin beklentilerini gözeterek fiyatın oluşumunda dengeleyici bir rol üstlenmektedir.

### **1.9.1. Düşük ve yüksek fiyatlama olguları**

Halka arzda düşük fiyatlama, yatırımcı açısından genellikle ilk gün normalin üzerinde bir getiri fırsatı anlamına gelir. Halka arz edilen hisseler piyasa açılışında arz fiyatının üzerine çıkarsa, bu durum erken aşamada hızlı bir kazanç elde edilmesini sağlar. Bu fiyatlama olgusu uzun vadede incelendiğinde, net sonuçlar vermediği gözlemlenmiş fakat kısa vadeli kazanç hedefleyen yatırımcılar için normal seviyenin üzerinde getiri imkanı sağlamıştır (Yalçınar, 2005).

Şirketler açısından bakıldığında düşük fiyatlama hem fırsatlar hem de riskler barındıran bir karardır. Şirketler, halka arzdan elde edecekleri geliri maksimize etmek isterken, yatırımcılar ise düşük fiyatlı hisse alarak kısa vadede kazanç sağlamayı hedefler. Bu beklenti farklılığı, özellikle aracı kurumların fiyat belirleme sürecinde denge kurmasını zorlaştırır. Şirket açısından fiyatın olması gerekenden daha düşük belirlenmesi, halka arzdan sağlanacak fonun azalmasına neden olabilir. Ancak birçok aracı kurum, arzın başarısız olma riskini azaltmak ve yatırımcı talebini garanti altına almak için, fiyatı daha temkinli bir seviyede tutma eğilimindedir. Bu da, şirketin kısa vadeli gelirinden fedakârlık etmesi pahasına daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını sağlayabilir (Pamukçu ve Öztürk, 2018).

Yüksek fiyatlama olgusunda ise, hisse senedinin olması gerekenden daha yüksek bir fiyatla yatırımcılara arz edilmesi durumunu ifade eder (Ulaş ve Ünlü, 2008). Bu durum, yatırımcılar açısından ilk işlem gününde negatif getiri riski doğurabilirken, ihraççı firma için kısa vadede daha fazla fon temini anlamına gelebilir. Ancak aşırı yüksek fiyatlama, yatırımcı güvenini sarsabileceği gibi işlem hacminde düşüşe de sebep olabilir.

İMKB’de 1995–2008 döneminde gerçekleştirilen halka arzlarda 37 hisse senedinin yüksek fiyatlandığı, bu durumun da yatırımcıların kısa vadeli getirilerden mahrum kalmasına yol açtığı belirtilmiştir. Bu bağlamda, yüksek fiyatlamının da piyasa performansı açısından dikkatle analiz edilmesi gereken bir durum olduğu vurgulanmıştır (Ulaş ve Ünlü, 2008).

### **1.9.2. Fiyat tahmin modelleri ve adil değer yaklaşımı**

Fiyatlandırma sürecinde, şirketin gelecekteki nakit akışları, benzer şirketlerin piyasa çarpanları, varlık değeri ve kârlılık göstergeleri gibi unsurlar dikkate alınarak adil değer tahmini yapılmaya çalışılır. Özellikle iskonto edilmiş nakit akışı (DCF), piyasa çarpanları (FD/FAVÖK) ve net aktif değer yöntemleri yaygın biçimde uygulanmaktadır (Cihangir ve Kandil, 2009).

Talep toplama sürecinde elde edilen veriler veya hızlandırılmış talep toplama yönteminden gelen kurumsal yatırımcı geri bildirimleri, fiyatın nihai olarak hangi düzeyde oluşacağını etkileyebilmektedir (Kahraman ve Coşkun, 2020). Aracı kurumlar, şirketin hedeflediği gelir düzeyi ile piyasanın ödemeye razı olduğu fiyat arasında denge kurmaya çalışır. Talebi güçlendirmek amacıyla fiyat düşük tutulabilir veya itibarını yüksek gören şirketlerce nispeten yüksek bir arz fiyatı tercih edilebilir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

### **1.9.3. Yatırımcıların beklentileri ve davranışsal faktörler**

Hisse senedi piyasalarında yatırımcılar, şirketin bilinirliği, sektörün cazibesi veya kısa vadeli spekülasyon kazanç beklentisi gibi faktörlerle hareket edebilirler. Bazı yatırımcılar, ilk gün fırsatını yakalamak adına talebini artırarak fiyatlamayı yukarı çekebilir ya da tam tersi şekilde aşırı risk algısıyla talep etmeyip fiyatı baskılayabilir. Aracı kurumlar, yatırımcıların bu irrasyonel eğilimlerini de dikkate alarak düşük fiyatlama – yüksek talep ilişkisini gözetebilir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

İlk halka arzda fiyatlandırma; şirket değerlemesi, piyasa dinamikleri, yatırımcı duyarlılığı ve zamanlama gibi çok boyutlu faktörlerin bütünsel bir analizini gerektirmektedir (Yücel, 2025). İdeal koşullarda, şirket yöneticileri ve aracı kurumlar, piyasa realitesine uygun ve şirketin uzun vadeli hedeflerini destekleyecek bir fiyat aralığı belirlemeye çalışır. Ancak uygulamada, düşük fiyatlama riskinin yatırımcılar için fırsat yarattığı, şirketin ise daha az fon toplama ihtimaliyle karşı karşıya kaldığı bir denge arayışı öne çıkmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009).

## 2. LİTERATÜR ÇALIŞMALARI

Gerek akademik literatürde gerekse uygulamada, halka arzlar üzerine yapılan çalışmalar, şirketlerin halka açılma sürecindeki fiyatlama davranışlarını, yatırımcıların arzlara yönelik tepkilerini ve uzun dönem performans sonuçlarını kapsamlı biçimde incelemiştir. Bu araştırmaların büyük çoğunluğu, ilk halka arzlarda kısa vadede oluşan düşük fiyatlama etkisi ve buna bağlı olarak gözlenen anormal getiriler üzerinde yoğunlaşırken, bazı çalışmalar sektörel veya ülke bazında farklılıkları, makroekonomik konjonktürün rolünü ve halka arz yöntemlerinin performansa etkisini ortaya koymaya odaklanmıştır. Literatürde yer alan ampirik bulgular; şirket büyüklüğünden halka arz yöntemine, düzenleyici çerçeveden yatırımcı duyarlılığına kadar pek çok faktörün, halka arz başarısını ve getirileri belirleyen kritik unsurlar olduğunu göstermektedir.

Aşağıda konuya ilişkin makale ve tez çalışmaları kronolojik sıra ile sunulmuştur:

Yalçın (2005), Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi'ndeki çalışmada, 1997–2004 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşen halka arzlar veri seti olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda, özellikle sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlarda underpricing oranının daha yüksek olduğu, buna karşılık fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde daha düşük seviyelerde kaldığı görülmüştür.

Sevim ve Akkoç (2006), Dumlupınar Üniversitesi'ndeki Sosyal Bilimler Dergisi'nde yaptığı çalışmada, halka arzlarla ilgili uzun vadeli ucuz fiyat olgusu üzerine incelemeler yapmışlardır. Sonuç olarak 1990 ile 1999 yılları arasında İMKB'de halka arz edilen ve yatırımcıyla buluşan 185 hisse senedi incelenmiş; 36 ay sonunda birikimli ortalama anormal getiri  $-15,26\%$  olarak bulunmuştur. Sektörel ayırımda da benzer negatif performanslar gözlenmiş; bu da, uzun vadede yatırımcıların piyasanın üzerinde getiri elde edemeyeceğini göstermiştir.

Cihangir ve Kandil (2009) tarafından yapılan çalışmada, 2003-2008 döneminde Türkiye’de ilk kez halka arz edilen 46 şirketin hisse senetleri incelenerek kısa dönemli düşük fiyatlandırma olgusunun varlığı araştırılmıştır. Çalışmada, 30 iş günü boyunca pazara göre düzeltilmiş getiriler hesaplanmış ve özellikle 2003 ile 2006 yıllarında pozitif anormal getirilerin gözlemlendiği belirtilmiştir. Buna karşın, dönem ortalamaları dikkate alındığında düşük fiyatlandırmanın yaygın ve sürekli bir olgu olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca, düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler çoklu regresyon modeliyle analiz edilmiş; bu kapsamda firmanın aktif büyüklüğü, fiyat istikrarı duyurusu, halka arz dönemi, faaliyet süresi gibi değişkenlerin getiriler üzerindeki etkileri test edilmiştir. Bulgular, özellikle halka arz zamanının, yani piyasadaki genel eğilimin, fiyatlama üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Altan ve Hotamış (2008) tarafından yapılan, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi’ndeki makalede, halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerindeki kısa dönem fiyat değişimleri analiz edilmiştir. 2000-2006 yılları arasında Borsa İstanbul’da halka arz edilen 34 şirketin ilk gün, ilk hafta, ilk ay ve ilk üç aylık getirileri hesaplanmıştır. Sonuçlar, Türkiye’deki halka arzların bazılarını düşük, bazılarının ise yüksek fiyatlandırıldığını; ancak genel ortalamada diğer ülkelerle karşılaştırıldığında belirgin bir düşük veya yüksek fiyatlandırma olgusunun olmadığını göstermektedir.

Ünlü ve Ersoy (2008) tarafından Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi’nde yapılan çalışmada, 1995-2008 yılları arasında İMKB’de halka arz edilen şirketlerin hisse senetleri analiz edilerek, düşük fiyatlama olgusunun kısa dönem performansına etkileri incelenmiştir. Bulgular, halka arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem gününde ortalama %6,52 oranında anormal getiri sağladığını ve bu getirinin birçok sektörde pozitif olduğunu ortaya koymuştur. Ortalama kümülatif getiri ise %5,35 olarak bulunmuştur. Çalışma kapsamında yapılan regresyon analizine göre, düşük fiyatlamayı etkileyen başlıca unsurlar arasında firmanın faaliyet süresi, kullanılan satış yöntemi ve halka arz şekli öne çıkmaktadır. Özellikle sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle halka arz edilen ve faaliyet süresi 20 yıldan uzun olan firmalarda düşük fiyatlamanın daha fazla olduğu belirlenmiştir. saptanmıştır.

Tükel (2010), Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi'ndeki çalışmada asimetrik enformasyon ışığında halka arzların uzun dönemli performansları değerlendirilmiştir. 2000 ile 2007 yılları arasında İMKB'de halka arzı gerçekleştiren 42 şirketin hisse senetleri incelenmiştir. Çalışma, asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde düşük fiyatlama olgusunun uzun dönemli performans üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Sonuçlar, ilk işlem gününde ortalama %10,94, ilk ayda %27,95 ve 36. ayın sonunda %39,74 oranında kümülatif normalüstü getiri elde edildiğini göstermektedir. Bu bulgular, düşük fiyatlamamanın uzun dönemde de yatırımcılara avantaj sağladığını ortaya koymaktadır.

Karacaer ve Yiğiter (2010), Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi'ndeki çalışmada, halka arz edilen şirketlerin fiyat performansı ve yatırımcı getirileri üzerindeki etkilerini kapsamlı bir biçimde ortaya koymaktadır. Veriler, özellikle ilk işlem günlerinde elde edilen anormal getirilerin sektörlere göre farklılık gösterdiğini; bazı şirketlerin ise bu getirileri sürdürmede zorlandığını göstermektedir. Bu durum, yatırımcıların halka arz sürecine olan ilgisinin yalnızca kısa vadeli beklentilere dayanmadığını, aynı zamanda şirketin uzun vadeli büyüme potansiyeli ve sektörel konumuyla da şekillendiğini göstermektedir.

Kırkulak (2010), Ege Akademik Bakış Dergisi'ndeki çalışmada, 1995-2004 yılları arasında İMKB'ye kote olan 30 şirketin 5 yıllık performansı incelenmiştir. Çalışma ilk işlemin yapıldığı gün ortalama %8,26 oranında anormal getiri sağlandığını ve bu durumun düşük fiyatlama (underpricing) olgusunu gösterdiğini ortaya koymaktadır. Sektörel bazda yapılan analizler, elektrik ve finans sektörlerinin en yüksek ilk gün getirilerine sahip olduğunu, ancak sektörler arasında getirilerin istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gösterdiğini belirtmektedir.

Otlu ve Ölmez (2011) tarafından yazılan Akademik Yaklaşımlar Dergisi'ndeki bu makalede, halka arzlarla ilişkin kısa dönemde oluşan fiyat performansları incelenmiştir. Bulgular, ilk işlem gününde düzeltilmiş ortalama anormal getiri oranının %6,99 düzeyinde düşük fiyatlamayı (underpricing) işaret ettiğini göstermiştir. Ayrıca, düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler üzerine yapılan çoklu regresyon analizleri ile bu konu detaylı şekilde incelenmiştir.

Elmas (2013), Maliye ve Finans Yazıları Dergisi'ndeki yaptığı çalışmada halka arz edilen şirketlerde al-sat yöntemiyle kazanç elde edilip edilemeyeceğini incelemiştir. 1995-2010 döneminde Borsa İstanbul'da halka açılan 227 şirket analiz edilmiştir. Araştırmada, talep toplama döneminden başlayan alım ve ilk işlem gününde satış yapan yatırımcıların ortalama yüzde 8,8 getiri elde ettiği; bu getirinin finans sektörü başta olmak üzere %10, sanayi sektöründe %8,8 ve bilişim sektöründe ise %6,7 olduğu istatistiksel olarak tespit edilmiştir.

Kurtaran (2013), Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi'ndeki çalışmasında, Türkiye'deki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkiyi analizi etmiştir. Bu çalışmada Ocak 1994 ile Aralık 2009 döneminde gerçekleşen halka arzların getirileri ile uzun dönemde gerçekleşen fiyat değişimleri arasındaki ilişki incelenmektedir. Elde edilen bulgular, Türkiye'de gerçekleşen halka arzlarda düşük fiyatlandırma düzeyinin yüksek olduğunu ve yatırımcıların ilk işlem gününde pozitif anlamda getiri sağladığını göstermektedir.

Çakır ve Akkoç (2015), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi'ndeki çalışmada, halka arzlardaki kısa dönem fiyat performansları üzerinde durmuşlardır. Ocak 2008-Temmuz 2013 arasında IPO olan 121 hisse ele alınmış; sonuçta ilk işlem gününde ortalama anormal getiri %1,16, 21 günlük anormal getiri %5,89 olarak bulunmuştur. Sektörel analizde, destek hizmetleri sektöründe ilk gün anormal getiri en yüksek düzeyde (%10,59), inşaat/bayındırlık sektöründe ise en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Yavuz, Yıldırım ve Elmas (2015), Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi'ndeki çalışmalarında, 2012-2013 yıllarında ilk kez Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil edilen 11 şirketin, endekse giriş tarihinden önceki ve sonraki 10 günlük süreçteki anormal getirileri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, bu süreçte anormal getiriler pozitif ve negatif yönlü dağılmış olup net bir yönlü etki gözlemlenememiştir. Bu durum, endekse girişin hisse senedi getirileri üzerinde tek yönlü belirgin bir etki oluşturmadığını ortaya koymaktadır.

Kahraman, İ. K. (2016) tarafından yazılan yüksek lisans tezinde, Borsa İstanbul'da gerçekleşen ilk halka arzların kısa vadeli fiyat performansı, özellikle açılış ve kapanış fiyatları üzerinden detaylı biçimde ele alınmıştır. Araştırma, düşük fiyatlandırma olgusunun yalnızca ilk işlem günü getirileriyle sınırlı olmadığını; aynı zamanda gün içi fiyat hareketleriyle de yakından ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, yatırımcıların ilk gün içerisinde pozisyon alma davranışları ve fiyatların arz fiyatı çevresindeki seyri, düşük fiyatlamamanın piyasadaki etkilerini ölçmek adına önemli veriler sunmaktadır. Ayrıca ilk gün elde edilen yüksek getiri oranları, bu stratejinin yatırımcı nezdinde kısa vadeli kazanç fırsatları doğurduğunu ortaya koyarken, bu durumun uzun vadeli yatırım kararlarına etkisi ise ayrıca değerlendirilmiştir.

Çakır, Küçükkocaoğlu ve Kapucu (2017), Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi'ndeki çalışmada, piyasa koşullarının olumlu olduğu dönemlerde yapılan halka arzların, yatırımcı talebini artırma ve fiyat istikrarı sağlama açısından daha avantajlı sonuçlar doğurduğu vurgulanmıştır. Araştırmada yer verilen analizler, şirketlerin halka arz zamanlamasını makroekonomik göstergeler ve piyasa duyarlılığı doğrultusunda belirlemesinin, hem finansman sağlama kapasitesini hem de ilk gün performansını olumlu etkileyebileceğini göstermektedir.

Pamukçu ve Öztürk (2018) tarafından yazılan makalede, halka arz sürecinde düşük fiyatlama olgusunun nedenleri ve etkileri detaylı biçimde ele alınmıştır. Yazarlar, sermaye piyasalarında arz edilen şirketlerin hisse senetlerinde gözlenen ilk gün getirilerinin çoğunlukla pozitif yönde olduğunu ve bunun düşük fiyatlama eğiliminin bir göstergesi sayılabileceğini ifade etmektedir. Çalışmada, yatırımcıların kısa vadeli kazanç beklentilerinin etkisiyle düşük fiyatlamamanın bilinçli bir tercih olabileceği vurgulanmıştır. Bu yaklaşımın, uzun vadeli hedefler ve piyasa güvenilirliği üzerinde doğrudan etkili olabileceği çalışmanın genel çıkarımları arasındadır.

Kurumahmutoğlu (2019) tarafından yazılan yüksek lisans tezinde, düşük fiyatlama olgusu, hem şirketler hem de yatırımcılar açısından çok boyutlu biçimde ele alınmıştır. İlk halka arzlarda, hisse senetlerinin arz fiyatının altında işlem görmeye başlaması yaygın bir durum olarak değerlendirilmekte ve bu durum yatırımcılar açısından cazip getiri fırsatları sunmaktadır. Şirketler açısından ise arzın başarıya ulaşması için fiyatı bilinçli şekilde düşük belirleme stratejisi ön plana çıkmaktadır. Tezde kullanılan olay analizi yöntemiyle, düşük fiyatlamamanın farklı sektör ve dönemlerdeki etkisi değerlendirilmiş, özellikle kısa vadeli piyasa tepkilerinin altında yatan dinamikler ortaya konmuştur. Bu kapsamda, düşük fiyatlama yalnızca geçici bir fiyatlama hatası olarak değil, aynı zamanda sermaye piyasalarında arz sürecini yönlendiren bir araç olarak ele alınmıştır.

Tunçay (2019) tarafından yazılan yüksek lisans tezinde, halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin performansı çok yönlü bir analiz çerçevesinde incelenmiştir. Çalışma, halka arzların hemen ardından gözlenen getiriler ile uzun vadeli piyasa tepkileri arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamaktadır. İlk işlem gününde elde edilen anormal getirilerin, yatırımcı beklentileri ve fiyatlama stratejileri üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Ayrıca analizlerde kullanılan olay yöntemiyle, kısa vadeli kazançların şirket değerlemesi üzerindeki yansımaları detaylandırılmıştır. Bu bağlamda çalışma, hem arz sürecinde uygulanan fiyatlama politikalarının etkisini hem de piyasa davranışlarını anlamak açısından önemli bulgular sunmaktadır.

Kahraman ve Coşkun (2020), Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi'ndeki makalede, zamanla değişen düşük fiyatlama seviyesini incelemiştir. 320 halka arzı analiz eden çalışma, halka arzların ilk üç gün yapılan işlemlerde ortalama %10,2 kümülatif anormal getiri sağladığını; ancak 5-15. günlerde bu getirinin -%2,72 gibi anlamlı negatif seviyelere indiğini göstermektedir. Ayrıca, düşük fiyatlama seviyesi zaman içinde düşüş eğiliminde olup, 1993-2000 döneminde ilk gün getirisi %8,8 iken 2002-2015 döneminde %5,9'a gerilemiştir.

Çömlekçi ve Coşkun (2021), Alanya Akademik Bakış Dergisi'ndeki bu makalede, hisse senetlerinde 2010-2019 dönemi arasında BİST'te halka arz edilen 126 şirketin kısa ve uzun dönem hisse performansları olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma, yatırımcıların özellikle ilk işlem gününde halka arz edilen hisselerle yatırım yaparak anormal getiri elde edebileceklerini ortaya koymuştur. Ayrıca, hisselerin arz tarihinde alınmasının, daha sonra alınmalarından daha avantajlı olduğunu göstermiştir.

Usanmaz ve Söylemez (2021), Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi'nde yaptıkları çalışmada, 2000-2015 yıllarında Borsa İstanbul'da gerçekleşen 189 halka arzın ardından, hisse senetlerinin halka arz sonrası kısa ve orta vadede piyasa endeksinin üzerinde getiri elde etmesini etkileyen faktörleri incelemiştir. Araştırmada, halka arz yöntemleri, aracılık şekilleri, halka arz zamanlaması ve hisselerin işlem göreceği pazarlar gibi değişkenlerin, anormal getiri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Kısa dönemdeki performans ölçümünde halka arz sonrası ilk gün ve beşinci gün, orta vadede ise birinci ay ve birinci yıl anormal getirileri değerlendirilmiştir. Sonuçlar, bu faktörlerin kısa ve orta vadede hisse performansı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Çalışkan (2022), Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi'ndeki bu makalede, hisse senetlerinde oluşan anormal getiriler analiz edilmiştir. 2007-2021 dönemini kapsayan çalışmada, 52 şirketin halka arz sonrası hisse senetlerinin ilk 30 işlem gününde ortalama birikimli anormal getirisi %19,79 olarak tespit edilmiştir. Bu getiriler, ilk satış için rasyonel sürelerin sektöre göre farklılık gösterdiğini (örneğin imalat sanayinde 17 gün, inşaatda 6 gün gibi) ve teknoloji firmalarının uzun vadeli elde tutulmaya daha uygun olduğunu göstermiştir.

Kasim, Muslimin ve Dwijaya (2022), Market reaction to the Covid-19 pandemic: Events study at stocks listed on LQ45 index. Bu çalışma, Endonezya'da LQ45 endeksine dahil şirketlerin hisse senetlerinin COVID-19 pandemisi dönemindeki piyasa tepkisini incelemektedir. Araştırmada olay çalışması (event study) yöntemi kullanılarak pandeminin başlangıcından itibaren hisse senedi getirilerindeki anormal değişimleri analiz etmiştir. Çalışmada 41 şirketin verileri kullanarak COVID-19'un farklı evrelerinde oluşan piyasa tepkileri değerlendirmiştir.

Düzer (2022), Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi'ndeki makalesinde 2015-2021 yılları arasında Borsa İstanbul'da halka arz edilen 57 şirketin kısa dönem hisse senedi getirileri analiz edilmiştir. Araştırma, halka arzlarda düşük fiyatlandırma nedeniyle ilk işlem gününde ortalama %6,25 civarında pozitif anormal getiri elde edildiğini göstermektedir. Özellikle 2020 yılında, bu getirilerin daha da artarak %10'un üzerine çıktığı ve ilk haftadaki kümülatif getirilerin %70'e ulaştığı tespit edilmiştir. Sektörel bazda değerlendirildiğinde, bilişim sektörü en fazla halka arzı gerçekleştirirken, ulaştırma ve depolama sektöründe en yüksek ortalama anormal getiriler gözlenmiştir.

Aşaman (2022) tarafından yazılan yüksek lisans tezinde, 2010–2021 yılları arasında Borsa İstanbul'da teknoloji, bilişim ve enerji sektörlerinde ilk defa halka arz edilen 32 şirketin hisse senetlerinin orta ve uzun vadeli performansları analiz edilmiştir. Çalışmada, olay etüdü yöntemi kullanılarak bu şirketlerin halka arz sonrası dönemlerde birikimli anormal getirileri (CAR) hesaplanmış ve BIST100 endeksine kıyasla değerlendirilmiştir. Bulgulara göre incelenen dönem ve sektörlerde halka arz edilen şirketlerin hisse senetleri, BIST100 endeksiyle karşılaştırıldığında aşırı pozitif anormal getiri üretmemiştir. Bu durum, yatırımcıların orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha sınırlı kâr elde ettiğini ortaya koymaktadır.

Usanmaz (2022) doktora tezinde, 2000–2015 yıllarında gerçekleşen 189 halka arzın kısa, orta ve uzun vadeli hisse senedi performansları analiz edilmiştir. Çalışmada, halka arz sonrası dönemlerde gözlenen anormal getiriler (alfa) hesaplanarak bu getirileri etkileyen faktörler “rastgele orman” (random forest) yöntemiyle incelenmiştir. Halka arz sonrası getiriler sırasıyla 1. ve 5. gün olmak üzere devamında ise 1. ay ve 1. yıl olmak üzere dört farklı zaman aralığında değerlendirilmiş; her dönem için kümülatif anormal getiri istatistikleri oluşturulmuştur.

Yılmaz ve Abdioğlu (2023), İşletme Bilimi Dergisi'ndeki çalışmada, düşük fiyatlama konusunu incelemiş ve finansal varlık fiyatlama modeli karşılaştırması üzerine çalışmıştır. 2005-2020 yılları arasında İMKB'de halka arz edilen 149 şirket incelenmiş; olay çalışması yöntemiyle anormal getiriler hem piyasaya göre düzeltilmiş model hem de Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) kullanılarak hesaplanmıştır.

Kartal ve Turğut (2024), Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi'ndeki çalışmada, ilk halka arzların ilk gün ve kısa dönem getiri performansları analiz edilmiştir. 2023 yılında Borsa'da ilk kez halka arz edilen 54 şirketin ilk gün ve 30 günlük kümülatif getirileri incelenerek, kısa dönemde düşük fiyatlandırma ve anormal getirilerin varlığı araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre 54 şirketten 52'sinde hem ilk gün hem de kısa dönemde anormal getiriler gözlemlenmiş, düşük fiyatlandırmanın yaygın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bu durumun şirketlerin buldukları sektörle doğrudan ilişkili olmadığı grlmştir.

Öztürk (2024) doktora tezinde, 2013–2021 yıllarında gerçekleştirilen halka arzlara ilişkin fiyat tespit raporlarının içerikleri analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında fiyat tespit raporlarının bilgi içeriği ile halka arz sonrası hisse performansı ve volatilitenin arasındaki ilişkiler değerlendirilmiştir. Tez, sermaye piyasalarında bilgi asimetrisini azaltmayı amaçlayan fiyat tespit raporlarının işlevselliğini sorgulamakta ve bu raporların yatırımcı kararları üzerindeki etkilerini ölçmeye çalışmaktadır. Ayrıca halka arz edilen şirketlerin ilk gün, 8 gün, 21 gün, 180 gün ve 360 günlük kümülatif anormal getirileri hesaplanarak kısa, orta ve uzun vadeli fiyat performansları analiz edilmiştir.

Yücel (2025) doktora tezinde 2020 ve 2021 yıllarında Borsa İstanbul'da gerçekleşen ilk halka arzlar incelenmiştir. Bu süreçte fiyatlama tercihleri ile işletmelerin likidite ve finansal borçluluk yapıları arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Pandemi döneminde artan yatırımcı ilgiyle birlikte ortaya çıkan düşük fiyatlama eğilimleri, hem arz eden işletmelerin stratejileri hem de piyasa koşulları çerçevesinde değerlendirilmiştir. Çalışmada halka arz edilen hisselerin ilk gün, 30 günlük ve kümülatif getirileri hesaplanmış; ayrıca finansal oranlardaki değerişimlere yönelik olarak halka arz öncesi, yılı ve sonrası bilanço verileri karşılaştırılmıştır. Araştırmanın bulguları, 2020 yılında halka arz edilen şirketlerin ihraç primlerini borç ödeme ve likidite sağlama amacıyla kullandıklarını; 2021 yılında ise belirsizliğin azalmasıyla birlikte yatırım odaklı bir kullanım eğilimine geçildiğini göstermektedir. Ayrıca düşük fiyatlamının sektörlere göre farklılık gösterdiği ve halka arz edilen şirketlerin finansal yapılarında anlamlı değerişiklikler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

### **3. TÜRKİYE’DE 2024 YILINDA GERÇEKLEŞEN HALKA ARZLAR**

#### **3.1. 2024 Yılında Gerçekleşen Halka Arzlar**

Türkiye sermaye piyasalarında 2024 yılında birçok şirket halka arz edilmek suretiyle paylarını yatırımcılara sunmuştur. Bu süreç, farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin sermaye tabanlarını genişleterek finansal kaynaklarını güçlendirmelerine olanak tanımıştır. Aynı zamanda yatırımcılara da yeni şirketlerde ortaklık imkânı tanımış, özellikle kısa dönemde yüksek talebe sahne olan “eşit dağıtım” yöntemi sıklıkla uygulanmıştır.

Aşağıda, 2024 yılında Borsa İstanbul’da ilk kez halka arz edilmiş şirketlerin temel halka arz bilgileri gösterilmektedir (InvestAZ, 2024).

**Tablo 3.1** 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketler

Şirket Adı	Halka Arz Edilen Hisse Adedi	Halka Açıklık Oranı	Halka Arz Fiyatı (TL)	Halka Arz Tarihleri	Katılımcı Sayısı	Halka Arz Yöntemi	Dağıtım Yöntemi
PATEK (Pasifik Donanım)	70.000.000	%20,15	35,00	6–7 Şubat 2024	2.390.177	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
BORSK (Bor Şeker)	27.000.000	%29,17	26,54	7–9 Şubat 2024	2.598.451	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
LMKDC (Limak Doğu Anadolu Çimento)	155.930.000	%30,21	16,20	14–16 Şubat 2024	3.243.525	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
ALVES (Alves Kablo)	40.000.000	%25,00	19,45	22–23 Şubat 2024	2.870.401	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
OBAMS (Oba Makarnacılık)	96.336.345	%20,10	39,24	22–23 Şubat 2024	3.388.122	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
ARTMS (Artemis Halı)	20.000.000	%28,57	25,35	22–23 Şubat 2024	2.189.498	Borsada Satış	Eşit Dağıtım
MOGAN (Mogan Enerji)	262.635.000	%10,75	11,33	28 Şubat – 1 Mart 2024	3.502.171	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
ODINE (Odine Solutions)	44.200.000	%28,06	30,00	13–15 Mart 2024	3.198.260	En İyi Gayret Aracılığı	Eşit Dağıtım
ENTRA (IC Enterra)	369.565.717	%20,03	10,00	27–29 Mart 2024	3.586.255	En İyi Gayret Aracılığı	Eşit Dağıtım
RGYAS (Rönesans GYO)	33.357.450	%9,53	135,00	17–19 Nisan 2024	2.454.093	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
LILAK (Lila Kağıt)	120.000.000	%17,03	37,39	30 Nisan – 2–3 Mayıs 2024	3.494.553	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım

KOTON (Koton Mağazacılık)	136.600.000	% 13,16	30,50	30 Nisan – 2– 3 Mayıs 2024	3.471.254	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
ALTNY (Altınay Savunma)	58.823.530	% 24,99	32,00	8–10 Mayıs 2024	3.627.803	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
KOCMT (Koç Metalurji)	125.000.000	% 27,47	20,50	9–10 Mayıs 2024	2.633.984	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
HRKET (Hareket Proje)	24.000.000	% 20,83	32,00	15–17 Mayıs 2024	1.956.272	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
ONRYT (Onur Yüksek Teknoloji)	19.730.000	% 31,40	49,50	22–23 Mayıs 2024	1.537.888	Borsada Satış	Eşit Dağıtım
OZYSR (Özyaşar Tel)	31.200.000	% 30,23	28,00	23–24 Mayıs 2024	1.564.428	Borsada Satış	Eşit Dağıtım
ALKLC (Altıncılık Gıda)	33.885.000	% 30,25	22,98	29–30 Mayıs 2024	1.287.718	Borsada Satış – Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
YIGIT (Yiğit Akü)	75.000.000	% 24,96	34,68	29–31 Mayıs 2024	1.917.963	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
HOROZ (Horoz Lojistik)	24.600.000	% 27,18	28,00	23–24 Mayıs 2024	1.689.136	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
EFORC (Efor Çay)	90.000.000	% 24,80	14,50	26–28 Haziran 2024	540.512	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
SEGMN (Seğmen Kardeşler)	59.000.000	% 32,96	34,68	26–28 Haziran 2024	534.481	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
DCTTR (DCT Trading)	37.500.000	% 28,85	14,00	25–26 Temmuz 2024	401.284	Borsa'da Satış	Eşit Dağıtım

BAHKM (Bahadır Kimya)	16.000.000	%29,09	51,00	5–7 Ağustos 2024	373.692	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
TCKRC (Kıraç Galvaniz)	45.000.000	%26,47	24,00	14–15 Ağustos 2024	667.177	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
GUNDG (Gündoğdu Gıda)	10.000.000	%25,64	35,00	15–16 Ağustos 2024	597.940	Borsa'da Satış	Eşit Dağıtım
AHSGY (Ahes GYO)	50.000.000	%25,64	25,20	21–23 Ağustos 2024	389.798	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
OZATD (Özata Denizcilik)	13.350.000	%18,71	105,00	27–29 Ağustos 2024	618.855	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
CEMZY (Cem Zeytin)	100.000.000	%24,88	15,30	29 Ağustos – 2–3 Eylül 2024	437.443	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılık	Eşit Dağıtım
DURKN (Durukan Şekerleme)	42.500.000	%31,58	17,00	11–12 Eylül 2024	689.338	Borsa'da Satış	Eşit Dağıtım
BINBN (Bin Ulaşım)	17.000.000	%15,17	91,85	3–4 Ekim 2024	278.910	Borsa'da Satış	Eşit Dağıtım
CGCAM (Çağdaş Cam)	42.000.000	%24,99	20,00	11–12 Aralık 2024	628.813	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
SMRVA (Sümer Varlık)	28.000.000	%23,72	22,00	12–13 Aralık 2024	392.596	Borsada Satış – Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım
ARMGD (Armada Gıda)	54.996.000	%20,83	40,00	25– 26–27 Aralık 2024	436.025	Sabit Fiyat ve Talep Toplama	Eşit Dağıtım

**Kaynak:** InvestAZ (2024).

Tabloya göre; 2024 yılında halka arz edilen şirketlerin çoğunda dağıtım yöntemi olarak “Eşit Dağıtım” yöntemi tercih edilmiştir. Böylelikle yoğun talebin olduğu halka arzlarda bireysel yatırımcıların talebine mümkün olduğunca adil bir şekilde yanıt verilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, “Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılığı” ve “Borsada Satış” yöntemleri de öne çıkan uygulamalardır.

Halka arz edilen 34 işletmenin 10 ile 135 TL arasında bedellerle hisselerini halka arz ettikleri görülmektedir. Halka açıklık oranları ise %10,75 ile %32,96 aralığında değişmiştir. Bununla birlikte, halka açıklık oranlarının genellikle %20–30 bandında seyretmesi, şirketlerin kontrolü elden bırakmama eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Katılımcı sayıları incelendiğinde, Mogan Enerji (MOGAN), IC Enterra (ENTRA) ve Altınay Savunma (ALTNY) gibi firmaların üç milyonu aşkın yatırımcıya ulaşması dikkat çekicidir. Bu şirketlerin halka arz fiyatlarının nispeten düşük olması, yatırımcılar açısından cazip görülmüş olabilir. Ayrıca bu şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörlerin (enerji, teknoloji, savunma gibi) son dönemde yatırımcılar nezdinde daha yüksek ilgi görmesi de bu ilgiyi artıran faktörler arasında değerlendirilebilir.

En düşük yatırımcı katılımı, yalnızca 278.910 kişiyle Bin Ulaşım (BINBN) halka arzında gerçekleşmiştir. Bu durumun nedenleri arasında; halka açıklık oranının düşük olması (%15,17), hisse başına fiyatın diğer hisselerle oranla yüksekliği (91,85 TL) gösterilebilir.

En yüksek yatırımcı katılımı, savunma sanayi sektöründe faaliyet gösteren Altınay Savunma şirketinin (ALTNY) halka arzında görülmüştür. Ayrıca savunma sanayi şirketlerinin kar marjlarındaki yüksekliğin BIST-TUM'deki şirketlere oranla yüksek olması, sektör özelinde rakiplerinin sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır (Mirgen ve Tepeli, 2023).

Sonuç olarak bakıldığında önceki yıla kıyasla halka arz sayısında düşüş yaşansa da, 2024 yılı halka arzlarının, yüksek katılımcı sayısı ve yoğun talep ile dikkat çektiği ve milyonlarca yatırımcının aynı arzda yer aldığı görülmektedir.

### 3.2. 2024 Yılında Gerçekleşen Halka Arzların Sektörel Dağılımı

2024 yılında halka arz olan şirketlerin sektör bilgileri Tablo 3.2. de gösterilmiştir.

**Tablo 3.2.** 2024 Yılında Halka Arz Edilen Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektör	Halka Arz Büyüklüğü (Mia / TL)	İşletme	Hisse Kodu
Teknoloji	0,9	Pasifik Donanım ve Yazılım Bilgi Teknolojileri A.Ş.	PATEK
Tüketim ve Perakende	1,9	Bor Şeker A.Ş.	BORSK
Sanayi	2,5	Limak Doğu Anadolu Çimento San. ve Tic. A.Ş.	LMKDC
Sanayi	0,8	Alves Kablo San. ve Tic. A.Ş.	ALVES
Tüketim ve Perakende	3,8	Oba Makarnacılık San. ve Tic. A.Ş.	OBAMS
Tüketim ve Perakende	0,5	Artemis Halı A.Ş.	ARTMS
Enerji	3	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.	MOGAN
Teknoloji	1,3	Odine Solutions Teknoloji Tic. ve San. A.Ş.	ODINE
Enerji	3,7	Ic Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.	ENTRA
Gayrimenkul	4,5	Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	RGYAS
Tüketim ve Perakende	4,5	Lila Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	LILAK
Tüketim ve Perakende	4,2	Koton Mağazacılık Tekstil San. ve Tic. A.Ş.	KOTON
Teknoloji	1,9	Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.	ALTNY
Sanayi	2,6	Koç Metalurji A.Ş.	KOCMT
Ulaşım	1,7	Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş.	HRKET
Teknoloji	1	Onur Yüksek Teknoloji A.Ş.	ONRYT

Sanayi	0,9	Özyaşar Tel ve Galvanizleme San. A.Ş.	OZYSR
Tüketim ve Perakende	0,8	Altıncılık Gıda ve Süt San. Tic. A.Ş.	ALKLC
Sanayi	2,6	Yiğit Akü Malzemeleri San. ve Tic. A.Ş.	YIGIT
Ulaşım	1,4	Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Tic. A.Ş.	HOROZ
Tüketim ve Perakende	1,3	Efor Çay Sanayi Tic. A.Ş.	EFORC
Tüketim ve Perakende	1,1	Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	SEGMN
Tüketim ve Perakende	0,5	Dct Trading Dış Ticaret A.Ş.	DCTTR
Sanayi	0,8	Bahadır Kimya San. ve Tic. A.Ş.	BAHKM
Sanayi	1,1	Kıraç Galvaniz Telekomünikasyon San. ve Tic. A.Ş.	TCKRC
Tüketim ve Perakende	0,4	Gündoğdu Gıda Süt Ürünleri San. ve Dış Tic. A.Ş.	GUNDG
Gayrimenkul	1,3	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	AHSGY
Sanayi	1,4	Özata Denizcilik San. ve Tic. A.Ş.	OZATD
Tüketim ve Perakende	1,5	Cem Zeytin A.Ş.	CEMZY
Tüketim ve Perakende	0,7	Durukan Şekerleme San. ve Tic. A.Ş.	DURKN
Teknoloji	1,6	BinBin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş.	BINBN
Tüketim ve Perakende	0,8	Çağdaş Cam San. ve Tic. A.Ş.	CGCAM
Finansal Hizmetler	0,6	Sümer Varlık Yönetim A.Ş.	SMRVA
Tüketim ve Perakende	2,2	Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.	ARMGD

**Kaynak:** Investing.com Türkiye (2024).

Tablo 3.2. de halka arzların toplam büyüklüğü 2024 yılında 59,5 milyar TL'ye ulaşmış ve halka arzlara gelen yatırımcı ilgisi, yılın iki yarısına kıyasla farklılıklar göstermiştir. 2024'ün ilk altı ayında, bir halka arza yaklaşık 2,4 milyon yatırımcı katılırken, yılın ikinci yarısında bu sayı yaklaşık 500 bin seviyelerine kadar gerilemiştir.

Sektör bazında bakıldığında en yüksek halka arz sayısı, 14 halka arz ve yaklaşık 24,1 milyar TL'lik fon büyüklüğü ile tüketim ve perakende sektöründedir. Tüketim ve perakende sektörü işlem sayısı ile birlikte halka arz büyüklüğü açısından 2024 yılında lider konumdadır. Bu sektörü, 8 halka arz ve 12,6 milyar TL'lik büyüklükle sanayi sektörü takip ederken; teknoloji sektörü ise 5 halka arzla toplamda 6,7 milyar TL'lik bir işlem hacmine ulaşarak üçüncü sırada yer almıştır.

En düşük halka arz olan şirket sektörü ise, 0,6 milyar TL'lik işlem hacmiyle finansal hizmetler sektörü olmuştur. Bu sektörü, 6,7 milyar TL'lik işlem hacmiyle enerji sektörü takip etmemiştir. Üçüncü sırada ise 5,8 milyar TL'lik işlem hacmiyle gayrimenkul sektörü gelmektedir. Bu veriler genel olarak, halka arz eğilimlerinin sektörlerin finansal yapılarına ve yatırımcı algısına bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır.

2024 yılı halka arz edilen şirketleri incelediğimizde, 2023 yılına kıyasla %25'lik bir düşüş yaşanmıştır. Dolar bazında düşüş ise daha çarpıcıdır; halka arz hacmi 3,3 milyar USD'den 1,8 milyar USD'ye gerileyerek yaklaşık %46 oranında azalmıştır. Bu durum, mevduat faizlerinin cazibesi ve borsa performansının görece zayıf kalmasının yatırımcı davranışlarını etkilediğini göstermektedir (KPMG Türkiye, 2025).

Sonuç olarak halka arzlardaki sektörel dağılım, halka arza katılan yatırımcı ilgisi açısından düşünüldüğünde yatırımcıların yoğun olarak tüketim ve perakende sektörü halka arzlarına ilgi gösterdikleri görülmektedir. Öte yandan en az halka arzın gerçekleştiği sektör olan finansal hizmetler, 2024 yılında yalnızca 0,6 milyar TL'lik arz büyüklüğü ile en düşük işlem hacmine sahip sektör olmuştur.

### 3.3. Halka Arzdan Elde Edilecek Finansmanın Kullanım Alanları

İşletmeler halka arz yolu ile finansmana kavuşmakta ve bu finansmanı farklı alanlarda kullanabilmektedirler. Elde edilecek fonun hangi alanda kullanılacağı hazırlanan izahname ile potansiyel yatırımcılara ilan edilmektedir. Aşağıda yer alan tabloda halka arzdan elde edilecek fonun kullanım alanları gösterilmektedir.

**Tablo 3.3.** Halka Arzlardan Elde Edilen Fonların Planlanan Kullanım Alanları

<b>Halka Arz Edilen Şirket</b>	<b>Halka Arzdan Elde Edilen Fonun Kullanım Alanı (Taahhüt Edilen)</b>
PATEK	Yatırım Harcamaları / AR-Ge Yatırımları / İşletme Sermayesi Finansmanı
BORSK	Yatırım Harcamaları (GES, Entegrasyon ve Gübre Tesisi) / İşletme Sermayesi Finansmanı
LMKDC	Yatırım Harcamaları (Diyarbakır - Çimento Üretim Fabrikası Satın Alımı)
ALVES	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
OBAMS	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
ARTMS	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
MOGAN	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
ODINE	Yurt Dışı Yatırımları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Yeni Ürün ve Çözümlerin Finansmanı
ENTRA	Yatırım Harcamaları (GES ve Yenilenebilir Enerji)
RGYAS	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / İlişkili Taraflara Ödeme
LILAK	Yatırım Harcamaları (Fabrika ve Yenilenebilir Enerji) / İşletme Sermayesi Finansmanı
KOTON	Yatırım Harcamaları (Mağaza, Depo Açılışları ve Bilgi Teknolojileri) / İşletme Sermayesi Finansmanı
ALTNY	Yatırım Harcamaları (Yeni Tesis, Test Teknolojileri) / İşletme Sermayesi Finansmanı
KOCMT	Yatırım Harcamaları (Haddehane Yapımı ve Yenilenebilir Enerji) / İşletme Sermayesi Finansmanı

HRKET	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
ONRYT	Yatırım Harcamaları (AR-Ge ve Yenilebilir Enerji) / Finansman Maliyeti Azaltımı
OZYSR	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
ALKLC	Yatırım Harcamaları (Yeni Tesis) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
YIGIT	Yatırım Harcamaları (Yeni Tesis) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
HOROZ	Yatırım Harcamaları (E-Ticaret ve Yenilebilir Enerji) / İşletme Sermayesi Finansmanı
EFORC	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
SEGMN	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı
DCTTR	Yatırım Harcamaları (Yeni Tesis) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Şirket Satın Alımı
BAHKM	Yatırım Harcamaları ( Hammadde Tedariki ) / İşletme Sermayesi Finansmanı
TCKRC	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
GUNDG	Yatırım Harcamaları ( Çiğ Süt ve Yem )
AHSGY	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / İlişkili Taraflara Ödeme
OZATD	Yatırım Harcamaları (GES ve Alt Yapı) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
CEMZY	Yatırım Harcamaları (GES ve Mut Tesisi) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
DURKN	Yatırım Harcamaları (GES) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
BINBN	Yatırım Harcamaları / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
CGCAM	Yatırım Harcamaları (GES, Bina ve İnşaat) / İşletme Sermayesi Finansmanı
SMRVA	İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı
ARMGD	Yatırım Harcamaları (GES ve Fabrika) / İşletme Sermayesi Finansmanı / Finansman Maliyeti Azaltımı

**Kaynak:** Şirketlerin İlan Edilen Resmi Fon Kullanım Rapoları.

2024 yılında halka arzı gerçekleştirilen şirketlerin beyan ettikleri fon kullanım amaçları incelendiğinde, büyük çoğunluğunun bu kaynakları, yatırım harcamalarına öncelik vererek kullanmayı planladıkları görülmektedir. Halka arz öncesi paylaşılan fon kullanım raporlarının büyük bir kısmında ise, “işletme sermayesi finansmanı” başlığı altında mevcut borçların ödenmesinin de hedeflendiği dikkat çekmektedir. Bu durum, şirketlerin sadece büyümeyi değil aynı zamanda finansal yapılarını güçlendirmeyi de amaçladıklarını göstermektedir.

Özellikle Limak Doğu Anadolu Çimento (LMKDC) şirketinin halka arzdan elde edeceği fonla doğrudan bir üretim tesisi satın almayı planlaması, sağlanacak kaynağın doğrudan kapasite artışı ve şirketin büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılacağını ortaya koymaktadır. Ayrıca bazı şirketlerin AR-GE yatırımları ve güneş enerji sistemleri (GES) gibi modernleşme ve sürdürülebilirlik odaklı alanlara da önemli ölçüde kaynak ayırmayı planlaması, halka arz gelirlerinin yalnızca kısa vadeli likidite ihtiyaçları için değil, uzun vadeli hedefler doğrultusunda da planlandığını göstermektedir.

## 4. TÜRKİYE’DE 2024 YILINDA GERÇEKLEŞEN HALKA ARZLARIN GETİRİ BAKIMINDAN İNCELENMESİ

### 4.1. Çalışmanın Veri Seti

Araştırmanın veri setini, 2024 yılında Borsa İstanbul'da (BİST) ilk kez halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerine ilişkin fiyat hareketleri oluşturmaktadır. İlgili yılda gerçekleşen toplam 34 ilk halka arzdan, Aralık 2024'te gerçekleşen 3 halka arz, araştırma kapsamı dışında tutulmuştur. Bu kararın temel nedeni, söz konusu 3 şirket için analizlerin tamamlandığı 10 Mart 2025 tarihi itibarıyla 90 günlük gözlem süresinin henüz dolmamış olmasıdır. Böylece Çağdaş Cam (CGCAM), Sümer Varlık Yönetim (SMRVA) ve Armada Gıda (ARMGD) araştırma dışında bırakılmış olup, çalışma Ocak-Kasım 2024 döneminde gerçekleşen 31 ilk halka arza ait veriler üzerinden yürütülmüştür.

Araştırmada kullanılan veri seti iki temel bileşenden oluşmaktadır. Birinci bileşen, incelenen 31 şirketin hisse senetlerine ait günlük kapanış fiyatlarıdır. İkinci bileşen ise piyasa getirisinin hesaplanmasında kullanılan BİST Ulusal Tüm endeksinin günlük kapanış değerleridir. Piyasa getirisi hesaplamalarında BİST Ulusal Tüm endeksinin tercih edilmesindeki temel gerekçe, bu endeksin borsada işlem gören tüm hisse senetlerini içermesidir. BİST 100 gibi daha dar kapsamlı endeksler yerine BİST Ulusal Tüm endeksinin kullanılması, özellikle yeni halka arz edilen ve henüz büyük endekslere dahil olmayan şirketlerin analizinde daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesini sağlamaktadır (Çalışkan, 2022).

Her şirket için veri toplama süreci, hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı ilk günden ( $t=0$ ) başlatılmış ve takip eden 90 işlem gününü kapsayacak şekilde sürdürülmüştür. Bu süreçte hem günlük bazda hem de belirli dönemler (5 gün, 30 gün, 60 gün ve 90 gün) itibarıyla getiri hesaplamaları yapılmıştır.

Veri setinin oluşturulması sürecinde, hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları ve BİST Ulusal Tüm endeksinin günlük kapanış değerleri Borsa İstanbul'un resmi veri tabanından elde edilmiştir.

## 4.2. Analiz Yöntemi

Bu çalışmada, 2024 yılında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinde anormal getirilerin varlığını tespit edebilmek için bir dizi analiz yapılmıştır. Bunlar, aşağıda detaylandırılan hesaplama aşamalarından oluşmaktadır.

### 4.2.1. Bireysel getirinin hesaplanması

Analizin ilk aşamasında, incelenen her bir hisse senedi için günlük getiriler hesaplanmıştır. Bu hesaplamada, hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatından bir önceki (t-1) günün kapanış fiyatı çıkarılarak, bir önceki günün kapanış fiyatına bölünmüş ve yüzdesel olarak ifade edilmiştir. Hesaplama aşağıdaki formül kullanılarak gerçekleştirilmiştir:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} * 100$$

Burada;

- $R_{i,t}$ : i hisse senedinin t günündeki getirisi
- $P_{i,t}$ : i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatı
- $P_{i,t-1}$ : i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Bu hesaplama yöntemi, hisse senedinin günlük bazda değer değişimini yüzdesel olarak göstermekte ve yatırımcıların elde ettiği ham getiriyi temsil etmektedir.

### 4.2.2. Piyasa getirisinin hesaplanması

Piyasa getirisi hesaplanırken BİST Ulusal Tüm Endeksi referans olarak kullanılmıştır. Bu endeksin tercih edilmesinin nedeni, Borsa İstanbul'da işlem gören tüm hisse senetlerini kapsaması ve dolayısıyla piyasanın genel performansını daha iyi yansıtmasıdır (Çalışkan, 2022).

Piyasa getirisi aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır:

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}} * 100$$

Burada;

- $R_{m,t}$ : BİST Ulusal Tüm endeksinin t günündeki getirisi
- $P_{m,t}$ : BİST Ulusal Tüm endeksinin t günündeki kapanış değeri
- $P_{m,t-1}$ : BİST Ulusal Tüm endeksinin t-1 günündeki kapanış değerini ifade etmektedir.

Bu hesaplama, piyasanın genel trendini yansıtmakta ve bireysel hisse senedi performanslarının karşılaştırılabileceği bir kıyaslama ölçütü sunmaktadır.

#### 4.2.3. Anormal getirinin hesaplanması

Anormal getiri, bir hisse senedinin gerçekleşen getirisi ile aynı dönemde piyasanın genel performansı arasındaki farkı göstermektedir (Karacaer ve Yiğiter, 2010). Bu çalışmada anormal getiriler, her bir hisse senedi için günlük bazda aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır:

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

Hesaplama sonucu ulaşılan sonuç, hisse senedinin piyasa performansından ne ölçüde farklılaştığını göstermektedir. Pozitif anormal getiri, hisse senedinin piyasadan daha iyi performans gösterdiğini, negatif anormal getiri ise piyasanın gerisinde kaldığını ifade etmektedir (Çalışkan, 2022). Bu analiz, özellikle halka arz sonrası dönemde şirketlerin piyasa performansından farklılaşma düzeyini ortaya koymaktadır.

#### 4.2.4. Ortalama anormal getirinin hesaplanması

Ortalama anormal getiri (AAR), analiz kapsamındaki tüm hisse senetlerine ait anormal getirilerin hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir (Kaderli, 2007). Bu hesaplama aşağıdaki formül kullanılarak gerçekleştirilmiştir:

$$AAR_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Burada n, analiz edilen toplam şirket sayısını (31) göstermektedir. Ortalama anormal getiri hesaplaması, bireysel hisse senetlerinin performanslarını tek bir değerde birleştirerek, halka arzların genel performansı hakkında bütüncül bir bakış açısı sunmaktadır. Bu hesaplama, özellikle belirli bir günde tüm halka arzların ortalama olarak piyasadan ne ölçüde farklılaştığını göstermesi açısından önemlidir.

#### 4.2.5. Birikimli anormal getirinin hesaplanması

Birikimli anormal getiri (CAR), her bir hisse senedi için belirli bir zaman aralığındaki anormal getirilerin toplamını göstermektedir. Bu hesaplama aşağıdaki formül kullanılarak yapılmıştır:

$$CAR_{i,T} = \sum_{i=1}^N \sum_{t=0}^T AR_{i,t}$$

#### 4.2.6. Ortalama birikimli anormal getirinin hesaplanması

Ortalama birikimli anormal getiri (ACAR), incelenen tüm hisse senetlerinin birikimli anormal getirilerinin ortalamasını göstermektedir. Bu hesaplama aşağıdaki formül kullanılarak yapılmıştır:

$$ACAR_T = N^{-1} \sum_{i=1}^N CAR_{i,t}$$

Yukarıda ele alınan tüm bu hesaplamalar sonucunda elde edilen bulguların istatistiksel anlamlılığını test etmek için t-testi uygulanmıştır.

#### 4.2.7. T-testi

Anormal ve birikimli anormal getirilerin sıfırdan anlamlı biçimde sapıp saptığını değerlendirmek için ‘t-istatistiği’ hesaplanmaktadır. Hesaplanan bu ‘t değeri’ sayesinde, elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ve hangi güven düzeyinde anlamlı sonuçlara ulaşıldığı anlaşılmaktadır (Tunçay, 2019)

Çalışmada, test sonuçları %1 ve %5 anlamlılık düzeylerine göre değerlendirilmiştir. Ayrıca, bu analizler farklı sektör grupları, şirket büyüklükleri ve halka arz dönemleri için ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Bu sayede, hangi özellikteki şirketlerin halka arzlarının farklılaştığı anlaşılmaya çalışılmıştır.

### 4.3. Bulgular

#### 4.3.1. Bireysel getirinin hesaplanması

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirketin halka arz sonrası farklı günlerdeki (1-5. günler, 30. gün, 60. gün ve 90. gün) bireysel getirileri Tablo 4.1.'de sunulmuştur.

**Tablo 4.1.** Belirlenen Günlerde Bireysel Getiri Oranı (%)

Şirket	Bireysel Getiri							
	1. Gün	2. Gün	3. Gün	4. Gün	5. Gün	30. gün	60. gün	90. gün
PATEK	9,97	9,97	9,97	9,96	9,95	-8,9	-0,81	-1,21
BORSK	9,94	9,98	9,98	10	9,98	-2,54	1,64	-0,29
LMKDC	9,99	10	9,93	9,96	9,98	-3,27	-2,05	0
ALVES	9,92	9,96	9,98	9,99	9,98	-3,69	1,17	3,78
OBAMS	9,96	9,99	9,96	9,93	-7,77	-1,98	3,99	0,87
ARTMS	9,97	9,98	9,96	9,98	9,96	8,76	-6,53	-1,91
MOGAN	9,95	10	9,95	9,96	9,99	-3,31	-1,3	-2,57
ODINE	10	9,97	9,97	9,98	9,98	0,86	0,93	-8,72
ENTRA	10	10	9,99	9,97	-7,76	-1,26	1,11	-0,86
RGYAS	-9,97	-4,41	-0,39	-2,67	-4,92	-4,86	-0,08	-4,19
LILAK	-3,16	-9,99	-5,08	2,94	3,82	-0,22	-1,89	1,8
KOTON	-9,96	-5,36	2,31	2,94	-2,86	-1,05	-0,73	0,3
ALTNY	10	9,97	9,96	10	10	2,8	1,87	2,15
KOCMT	9,94	9,93	-9,99	-7,42	0,44	0,21	0,23	0,84
HRKET	10	9,98	9,93	-9,96	-9,98	8,4	4,04	2,26
ONRYT	9,92	9,94	9,95	9,95	9,99	-1,7	-4,18	-0,63
OZYSR	10	9,98	-7,19	-3,12	-9,97	1,14	1,33	6,38
ALKLC	9,98	9,94	-9,95	-9,96	-9,94	5,48	2,72	2,52
YIGIT	-9,95	-9,98	-3,02	-3,91	2,41	9,98	0	1,4
HOROZ	-9,99	5,02	-10	4,27	-0,29	4,17	0,58	-2,6
EFORC	-1,95	4,53	4,4	8,11	-7,27	6,1	-0,13	3,81
SEGMN	0,37	-4,76	-3,15	-2,14	1,46	0,91	-1,43	-1,66
DCTTR	10	9,98	9,93	9,96	9,95	5,1	0,77	6,91
BAHKM	9,98	9,97	9,95	9,99	-9,99	-3,29	0,57	-1,41
TCKRC	10	9,99	-9,96	-9,94	9,96	2,45	0,25	-4,91
GUNDG	9,97	9,97	9,97	9,96	9,95	-0,1	0,25	-1,32
AHSGY	-1,02	0,08	1,26	1,56	-1,31	-9,97	1,88	-1,61
OZATD	9,96	10	9,95	9,96	-9,95	2,6	1,98	-1,96
CEMZY	9,98	9,99	-9,97	8,89	-9,97	-0,5	3,48	-3,15
DURKN	9,95	9,92	-10	-9,98	-6,55	3,29	-1,19	3,47
BINBN	4,84	-4,77	0	0	-0,27	2,43	-0,48	0,2

Tablo 4.1. incelendiğinde elde edilen sonuçlar, 1. gün itibarıyla 24 hisse senedinin pozitif getiriyle işlem görmeye başladığı görülmektedir. ODINE, ENTRA, ALTNY, HRKET, OZYSR, DCTTR, TCKRC hisselerinin ilk gün bireysel getiri oranları %10 olarak gerçekleşmiştir. PATEK, BORSK, OBAMS, ARTMS ve MOGAN gibi şirketlerin ilk günlerde oldukça yüksek bireysel getiriler sergilediği görülmektedir. İlk beş gün bu şirketlerin günlük getirileri istikrarlı şekilde %9,95 ila %10 bandında seyrederken, RGAS, LILAK ve KOTON gibi bazı hisselerde negatif getiriler dikkat çekmektedir. Özellikle RYGAS ve LILAK, ilk 5 günde sürekli negatif değerlerle düşük bir performans göstermiştir.

Tabloda incelenen 30, 60 ve 90. gün getirilerinde ise, bireysel getiri oranlarının halka arz sonrası günlere nazaran oldukça düşük olduğu görülmektedir. 30. gün 15, 60. gün 12, 90. gün 16 hissenin bireysel getiri oranı negatiftir.

90. gün itibarıyla DCTTR (%6,91), OZYSR (%6,38) en yüksek pozitif getiriyi; ARMGD (-%3,65), MOGAN (-%2,57) ve HOROZ (-%2,6) hisseleri en düşük getiriyi sunmuş ve negatif performanslarıyla dikkat çekmiştir. Ayrıca, ilk gün yüksek kazanç sağlayan PATEK, BORSK ve OBAMS gibi hisselerin 90. günde sırasıyla -%1,21, -%0,29 ve -%0,87 seviyelerinde kapanış yapması, bu hisselerdeki kazançların kalıcı olmadığını göstermektedir. Bu durum, bazı hisselerde kısa vadeli pozitif hareketlerin uzun vadede sürdürülemediğini ortaya koymaktadır.

#### **4.3.2. Piyasa getirisinin hesaplanması**

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirketin halka arzı sonrası farklı günlerdeki (1-5. günler, 30. gün, 60. gün ve 90. gün) piyasa getirileri Tablo 4.2.'de sunulmuştur.

**Tablo 4.2.** Belirlenen Günlerde Piyasa Getiri Oranı (%)

Şirket	Piyasa Getirisi							
	1. Gün	2. Gün	3. Gün	4. Gün	5. Gün	30. gün	60. gün	90. gün
PATEK	1,14	1,79	0,14	-0,70	1,49	-2,59	0,91	-0,18
BORSK	0,14	-0,70	1,49	-0,29	0,75	2,30	1,49	1,20
LMKDC	0,28	-0,06	-1,51	-1,27	1,59	1,49	-0,92	-0,36
ALVES	-0,54	-1,69	-0,55	-1,73	3,49	-1,52	0,01	0,07
OBAMS	-1,69	-0,55	-1,73	3,49	0,81	-0,02	-0,60	0,25
ARTMS	-0,55	-1,73	3,49	0,81	-0,41	0,04	1,19	0,05
MOGAN	0,81	-0,41	-0,84	-1,38	-0,10	0,63	-0,46	-0,70
ODINE	-0,29	-0,97	-2,59	0,02	2,30	0,20	-0,72	1,38
ENTRA	5,09	2,07	0,83	-0,90	-1,52	-0,92	-0,36	-0,75
RGYAS	1,25	-0,34	1,49	0,67	0,01	-1,47	0,16	-0,63
LILAK	-0,44	-1,94	0,91	0,07	1,49	-0,72	1,38	1,95
KOTON	-1,94	0,91	0,07	1,49	2,57	-1,73	0,75	-0,61
ALTNY	2,57	0,84	0,79	0,26	-0,92	1,20	-0,70	-0,56
KOCMT	0,84	0,79	0,26	-0,92	-1,06	1,76	1,58	-0,35
HRKET	-1,06	-0,55	0,08	-1,85	0,01	-0,36	-0,75	-0,97
ONRYT	-1,85	0,01	-0,60	1,19	-1,14	0,46	-1,27	0,04
OZYSR	0,01	-0,60	1,19	-1,14	-0,36	0,74	1,68	0,80
ALKLC	-0,36	-0,46	-1,43	-1,47	0,32	0,14	-0,61	1,92
YIGIT	-1,43	-1,47	0,32	0,90	2,33	-0,70	-0,21	0,78
HOROZ	-1,47	0,32	0,90	2,33	0,86	-0,96	-1,44	-2,07
EFORC	0,11	-0,36	-0,55	2,33	0,46	2,06	-3,29	0,59
SEGMN	-0,13	0,11	-0,36	-0,55	2,33	-1,38	-0,99	-0,65
DCTTR	1,59	-2,71	-5,65	0,25	1,38	0,77	1,77	1,34
BAHKM	-0,70	1,58	-1,38	2,06	-0,73	-1,37	0,84	-1,39
TCKRC	0,05	-2,37	-1,27	1,68	0,15	-0,97	-0,17	0,76
GUNDG	-2,37	-1,27	1,68	0,15	0,86	2,08	0,15	-0,85
AHSGY	2,55	-0,61	-0,39	-0,21	-1,44	-1,03	1,12	-0,91
OZATD	-1,44	-0,63	-0,80	-2,20	0,77	0,78	0,31	-1,77
CEMZY	-0,80	-2,20	0,77	1,86	-0,84	-1,46	1,36	0,10
DURKN	0,02	1,95	-0,61	-0,25	0,92	0,79	-0,45	0,22
BINBN	-1,50	-1,03	-2,12	1,92	1,05	3,38	0,95	-0,23

Tablo 4.2 incelendiğinde her bir hisse senedinin halka arzını izleyen 5 günlük süreçte BİST Tüm Endeksi getirilerinin oldukça oynak yapıda olduğu görülmektedir. 30., 60. ve 90. günlerde de endeksin getirileri düşük seviyelerde pozitif ya da negatif olarak gerçekleşmiştir.

### 4.3.3. Halka arz sonrası ilk 5 günde anormal getirilerin incelenmesi

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirketin halka arz sonrası ilk beş gün için anormal getirileri Tablo 4.3.'de sunulmuştur.

**Tablo 4.3.** Halka Arz Sonrası İlk Beş Günde Anormal Getiriler (%)

Şirket	Anormal Getiri					Ortalama Anormal Getiri		
	1. Gün	2. Gün	3. Gün	4. Gün	5. Gün	AAR	t	p
PATEK	8,83	8,18	9,83	10,66	8,46	9,19	19,933	0,000**
BORSK	9,8	10,68	8,49	10,29	9,23	9,7	25,026	0,000**
LMKDC	9,71	10,06	11,44	11,23	8,39	10,17	18,365	0,000**
ALVES	10,46	11,65	10,53	11,72	6,49	10,17	10,618	0,000**
OBAMS	11,65	10,54	11,69	6,44	-8,58	6,35	1,647	0,175
ARTMS	10,52	11,71	6,47	9,17	10,37	9,65	10,834	0,000**
MOGAN	9,14	10,41	10,79	11,34	10,09	10,35	28,134	0,000**
ODINE	10,29	10,94	12,56	9,96	7,68	10,29	13,013	0,000**
ENTRA	4,91	7,93	9,16	10,87	-6,24	5,33	1,746	0,156
RGYAS	-11,22	-4,07	-1,88	-3,34	-4,93	-5,09	-3,155	0,034*
LILAK	-2,72	-8,05	-5,99	2,87	2,33	-2,31	-1,061	0,349
KOTON	-8,02	-6,27	2,24	1,45	-5,43	-3,21	-1,521	0,203
ALTNY	7,43	9,13	9,17	9,74	10,92	9,28	16,455	0,000**
KOCMT	9,1	9,14	-10,25	-6,5	1,5	0,6	0,151	0,887
HRKET	11,06	10,53	9,85	-8,11	-9,99	2,67	0,556	0,608
ONRYT	11,77	9,93	10,55	8,76	11,13	10,43	20,183	0,000**
OZYSR	9,99	10,58	-8,38	-1,98	-9,61	0,12	0,028	0,979
ALKLC	10,34	10,4	-8,52	-8,49	-10,26	-1,31	-0,273	0,798
YIGIT	-8,52	-8,51	-3,34	-4,81	0,08	-5,02	-3,075	0,037*
HOROZ	-8,52	4,7	-10,9	1,94	-1,15	-2,79	-0,929	0,405
EFORC	-2,06	4,89	4,95	5,78	-7,73	1,17	0,442	0,681
SEGMN	0,5	-4,87	-2,79	-1,59	-0,87	-1,92	-2,117	0,102
DCTTR	8,41	12,69	15,58	9,71	8,57	10,99	7,963	0,001**
BAHKM	10,68	8,39	11,33	7,93	-9,26	5,81	1,52	0,203
TCKRC	9,95	12,36	-8,69	-11,62	9,81	2,36	0,459	0,67
GUNDG	12,34	11,24	8,29	9,81	9,09	10,15	13,893	0,000**
AHSGY	-3,57	0,69	1,65	1,77	0,13	0,13	0,137	0,897
OZATD	11,4	10,63	10,75	12,16	-10,72	6,84	1,556	0,195
CEMZY	10,78	12,19	-10,74	7,03	-9,13	2,03	0,408	0,704
DURKN	9,93	7,97	-9,39	-9,73	-7,47	-1,74	-0,396	0,712
BINBN	6,34	-3,74	2,12	-1,92	-1,32	0,3	0,166	0,876

\* p < 0,05; \*\* p < 0,01; AAR = Ortalama Anormal Getiri

Elde edilen ve tabloda sunulan sonuçlar 13 şirketin anormal getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu şirketlerden 11'i (ALTNY, ALVES, ARTMS, BORSK, DCTTR, GUNDG, LMKDC, MOGAN, ODINE, ONRYT ve PATEK) %1 anlamlılık düzeyinde pozitif anormal getiri sağlamıştır. 2 şirket (RGYAS ve YIGIT) için ise %5 anlamlılık düzeyinde negatif anormal getiri sonucu ortaya çıkmaktadır.

İstatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiri sağlayan şirketlerin ortalama anormal getirilerinin %9 ile %11 arasında yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Bu durum, söz konusu şirketlerin halka arz fiyatlarının piyasa değerlerinin altında belirlenmiş olduğuna işaret etmektedir. Diğer yandan, istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiri gözlenen iki şirketin ortalama anormal getirilerinin -%5 civarında olması, bu şirketlerin halka arz fiyatlarının görece yüksek belirlenmiş olabileceğini düşündürmektedir.

Sonuç olarak, 2024 yılının ilk halka arzlarında şirketlerin çoğunluğunun pozitif anormal getiri sağladığı, ancak bu getirilerin sadece 11 şirkette istatistiksel olarak anlamlı düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgular, incelenen dönemde gerçekleşen halka arzların çoğunluğunda düşük fiyatlama olgusunun varlığına işaret etmektedir.

#### 4.3.4. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin incelenmesi

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirketin halka arz sonrası farklı günlerdeki (1-30. günler, 60. gün ve 90. gün) ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getirileri Tablo 4.4.'de sunulmuştur.

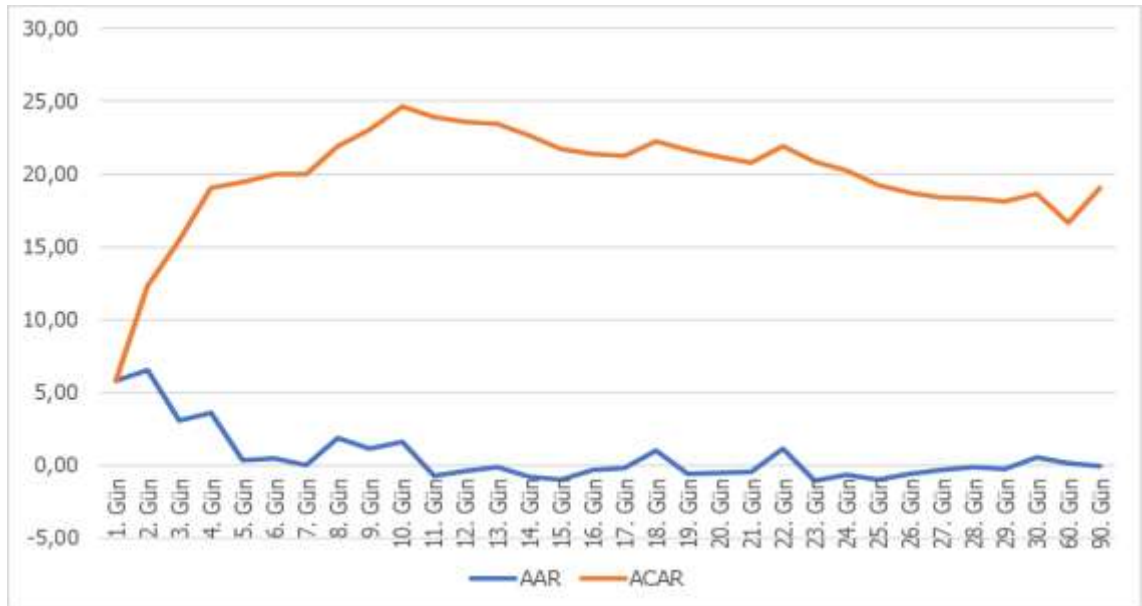
**Tablo 4.4.** Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Şirket	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri		
	AAR	t	p	ACAR	t	p
1. Gün	5,83	4,485	0,000**	5,83	4,485	0,000**
2. Gün	6,52	5,411	0,000**	12,35	5,152	0,000**
3. Gün	3,12	2,01	0,045*	15,46	4,712	0,000**
4. Gün	3,63	2,707	0,011*	19,09	4,552	0,000**
5. Gün	0,37	0,261	0,796	19,47	3,977	0,000**
6. Gün	0,51	0,35	0,729	19,98	3,515	0,001**
7. Gün	0,04	0,028	0,977	20,01	3,187	0,003**
8. Gün	1,92	1,851	0,074	21,93	3,213	0,003**
9. Gün	1,13	1,007	0,322	23,06	3,261	0,003**
10. Gün	1,61	1,392	0,174	24,67	3,444	0,002**
11. Gün	-0,73	-0,624	0,537	23,95	3,204	0,003**
12. Gün	-0,38	-0,381	0,706	23,57	3,051	0,005**
13. Gün	-0,1	-0,102	0,919	23,46	2,928	0,006**
14. Gün	-0,78	-0,834	0,411	22,68	2,698	0,011*
15. Gün	-0,95	-1,266	0,215	21,73	2,592	0,015*
16. Gün	-0,32	-0,401	0,691	21,41	2,561	0,016*
17. Gün	-0,15	-0,174	0,863	21,26	2,541	0,016*
18. Gün	1,01	1,465	0,153	22,27	2,649	0,013*
19. Gün	-0,59	-0,63	0,533	21,68	2,496	0,018*
20. Gün	-0,48	-0,654	0,518	21,2	2,458	0,020*
21. Gün	-0,41	-0,574	0,57	20,79	2,352	0,025*
22. Gün	1,16	1,629	0,114	21,95	2,422	0,022*
23. Gün	-1,05	-1,572	0,126	20,9	2,368	0,025*
24. Gün	-0,64	-1,229	0,229	20,26	2,343	0,026*
25. Gün	-0,99	-1,589	0,122	19,27	2,282	0,030*
26. Gün	-0,54	-0,861	0,396	18,73	2,222	0,034*
27. Gün	-0,32	-0,567	0,575	18,41	2,199	0,036*
28. Gün	-0,1	-0,157	0,876	18,31	2,2	0,036*
29. Gün	-0,21	-0,292	0,772	18,11	2,139	0,041*
30. Gün	0,53	0,661	0,514	18,64	2,229	0,033*
60. Gün	0,17	0,386	0,702	16,7	2,14	0,041*
90. Gün	-0,03	-0,045	0,964	19,06	2,19	0,036*

\* p < 0,05; \*\* p < 0,01; AAR = Ortalama Anormal Getiri; ACAR = Ortalama Birikimli Anormal Getiri

İlk işlem gününde şirketler ortalama %5,83 düzeyinde anormal getiri sağlamış ve bu getiri istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur ( $t=4,485$ ,  $p<0,01$ ). İkinci işlem gününde de benzer şekilde yüksek ve anlamlı bir anormal getiri (%6,52) gözlemlenmiştir ( $t=5,411$ ,  $p<0,01$ ). Üçüncü ve dördüncü işlem günlerinde de sırasıyla %3,12 ve %3,63 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiriler elde edilmiştir ( $p<0,05$ ). Beşinci günden itibaren günlük anormal getirilerin hem büyüklüğü azalmış hem de istatistiksel anlamlılıkları ortadan kalkmıştır. 11. günden sonra anormal getirilerin çoğunlukla negatif değerler aldığı, ancak bu değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Birikimli anormal getiriler açısından değerlendirildiğinde, ilk 13 gün boyunca %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiriler gözlemlenmiştir. ACAR değeri ilk gün %5,83 iken, 10. günde en yüksek seviyesi olan %24,67'ye ulaşmıştır ( $t=3,444$ ,  $p<0,01$ ). 14. günden itibaren birikimli getirilerin istatistiksel anlamlılık düzeyi %5'e gerilemiş, ancak pozitif ve anlamlı karakterini korumuştur. 30. gün sonunda %18,64 düzeyinde birikimli anormal getiri elde edilmiştir ( $t=2,229$ ,  $p<0,05$ ). Uzun vadeli performans incelendiğinde, 60. günde %16,70 ( $t=2,140$ ,  $p<0,05$ ) ve 90. günde %19,06 ( $t=2,190$ ,  $p<0,05$ ) düzeyinde birikimli anormal getiriler gözlemlenmiştir.



Şekil 4.1. Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Şekil 4.1'de görüldüğü üzere, AAR değerleri ilk dört gün boyunca yüksek ve anlamlı pozitif değerler almış, sonrasında sıfır civarında dalgalanmıştır. ACAR değerleri ise sürekli pozitif bölgede kalmış, özellikle ilk 10 gün boyunca hızlı bir artış göstermiş ve sonrasında kademeli bir düşüş eğilimine girmiştir.

Bu bulgular, 2024 yılında gerçekleşen halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunun varlığını güçlü bir şekilde desteklemektedir. Yatırımcılar özellikle ilk iki hafta içinde önemli düzeyde anormal getiriler elde etme fırsatı bulmuşlardır. Üç aylık dönem sonunda da pozitif ve anlamlı birikimli anormal getirilerin devam etmesi, halka arzların orta vadede de başarılı bir performans sergilediğini göstermektedir.

#### **4.3.5. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin sektöre göre incelenmesi**

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirketin sektöre göre ortalama anormal getirileri ve ortalama birikimli anormal getirileri Tablo 4.5'te sunulmuştur.

**Tablo 4.5.** Sektöre Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Gün	Enerji (n = 3)						Gayrimenkul (n = 2)						Hizmet (n = 5)						İmalat (n = 6)						Teknoloji (n = 3)						Toptan ve Perakende Ticaret (n = 12)					
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri								
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p
1. Gün	8,24	4,78	0,041*	8,24	4,78	0,041*	-7,4	-1,9	0,304	-7,4	-1,9	0,3	5,54	1,52	0,2	5,54	1,52	0,2	6,78	2,21	0,08	6,78	2,21	0,08	10,3	12,1	0,007**	10,3	12,1	0,007**	5,96	2,95	0,013*	5,96	2,95	0,013*
2. Gün	8,91	11,7	0,007**	17,15	7,94	0,016*	-1,69	-0,7	0,607	-9,09	-1,5	0,38	6,25	2,3	0,08	11,79	2,25	0,09	7,55	2,33	0,07	14,33	2,27	0,07	9,68	12	0,007**	19,98	13,4	0,006**	6,09	2,69	0,021*	12,05	2,893	0,015*
3. Gün	10,43	16	0,004**	27,58	9,89	0,010*	-0,12	-0,1	0,959	-9,2	-1,2	0,45	4,2	1,03	0,36	15,99	1,74	0,16	-1,5	-0,4	0,74	12,88	1,64	0,16	10,98	13,4	0,005**	30,96	14,7	0,005**	1,69	0,66	0,526	13,74	2,555	0,027*
4. Gün	10,05	9,42	0,011*	37,63	14,7	0,005**	-0,79	-0,3	0,81	-9,99	-0,9	0,52	2,76	0,74	0,5	18,75	1,77	0,15	-0,3	-0,1	0,94	12,55	1,15	0,3	9,79	17,7	0,003**	40,75	22,5	0,002**	3,56	1,77	0,104	17,3	2,599	0,025*
5. Gün	-1,8	-0,3	0,792	35,82	4,48	0,046*	-2,4	-0,9	0,517	-12,39	-0,9	0,52	-2,45	-0,6	0,57	16,3	1,5	0,21	2,78	0,95	0,39	15,33	1,25	0,27	9,09	8,7	0,013*	49,84	25,5	0,002**	-0,82	-0,3	0,737	16,48	2,022	0,068
6. Gün	-1,15	-0,2	0,863	34,67	2,51	0,129	2,2	0,98	0,507	-10,19	-0,7	0,63	-0,37	-0,1	0,93	15,93	1,3	0,26	-0,2	-0	0,97	15,18	1,02	0,36	9,85	22,1	0,002**	59,69	32,2	0,001**	-1	-0,4	0,699	15,48	1,692	0,119
7. Gün	-1,18	-0,5	0,639	33,49	2,87	0,103	2,01	0,32	0,804	-8,18	-0,9	0,53	1,28	0,41	0,71	17,21	1,22	0,29	0,9	0,26	0,81	16,08	0,9	0,41	3,34	0,52	0,655	63,04	12	0,007**	-1,77	-0,9	0,375	13,72	1,352	0,203
8. Gün	-3,63	-1,9	0,203	29,86	2,86	0,103	0,92	0,89	0,539	-7,26	-0,7	0,6	3,06	1,18	0,3	20,27	1,27	0,27	3,17	1,29	0,26	19,25	0,95	0,38	4,13	0,65	0,582	67,17	5,82	0,028*	1,82	1,23	0,246	15,53	1,42	0,183
9. Gün	-0,4	-0,1	0,947	29,46	1,92	0,195	-1,62	-1	0,488	-8,88	-0,8	0,58	-2,11	-0,9	0,4	18,16	1,18	0,3	3,97	1,38	0,23	23,22	1,19	0,29	4,2	0,66	0,577	71,37	3,99	0,057	1,12	0,83	0,427	16,66	1,469	0,17
10. Gün	-4,55	-3,9	0,059	24,91	1,56	0,26	-1,11	-28	0,023*	-9,99	-0,9	0,55	3,04	0,91	0,41	21,2	1,29	0,27	3,62	1,54	0,18	26,84	1,31	0,25	3,23	0,44	0,704	74,6	4,92	0,039*	1,61	0,98	0,35	18,27	1,654	0,126
11. Gün	0,23	0,13	0,907	25,14	1,54	0,263	1,02	0,71	0,606	-8,97	-0,9	0,54	-1,88	-0,5	0,61	19,32	0,99	0,38	2,93	1,03	0,35	29,77	1,44	0,21	0,1	0,02	0,988	74,7	3,91	0,06	-2,81	-1,6	0,141	15,46	1,39	0,192
12. Gün	-3,71	-15	0,005**	21,43	1,33	0,314	-0,66	-0,7	0,629	-9,62	-1	0,49	1,51	0,48	0,66	20,83	0,96	0,39	-2,2	-1	0,35	27,62	1,44	0,21	4,14	1,03	0,41	78,84	3,47	0,074	-0,53	-0,3	0,755	14,93	1,287	0,225
13. Gün	-4,06	-2,7	0,115	17,37	1,14	0,373	-0,13	-0,1	0,953	-9,75	-0,9	0,54	0,7	0,36	0,74	21,53	0,94	0,4	-0,3	-0,1	0,89	27,33	1,35	0,23	5,9	1,5	0,273	84,74	3,2	0,085	-0,86	-0,4	0,665	14,07	1,262	0,233
14. Gün	-1,53	-0,8	0,497	15,84	1,17	0,362	-2,2	-2,9	0,213	-11,94	-1,2	0,45	-3,95	-1,8	0,15	17,58	0,82	0,46	2,08	0,74	0,49	29,42	1,3	0,25	5,89	1,52	0,267	90,63	3,3	0,081	-2,14	-2,4	0,038*	11,93	1,049	0,317
15. Gün	2,33	0,53	0,65	18,17	1,74	0,223	0,43	0,2	0,874	-11,51	-0,9	0,52	-0,49	-0,4	0,7	17,09	0,76	0,49	-0,9	-0,4	0,72	28,57	1,21	0,28	-3,37	-0,8	0,489	87,26	3,71	0,066	-1,64	-2,4	0,038*	10,29	0,904	0,385
16. Gün	0,59	0,14	0,902	18,75	1,3	0,322	2,32	0,75	0,592	-9,19	-0,6	0,66	-2,42	-1,3	0,26	14,67	0,7	0,52	-2,1	-2	0,1	26,47	1,14	0,31	1,44	0,3	0,795	88,7	3,41	0,076	0,34	0,32	0,759	10,63	0,938	0,369
17. Gün	-1,68	-0,7	0,56	17,08	1,36	0,306	-4,09	-1,6	0,363	-13,28	-1	0,49	0,6	0,25	0,82	15,28	0,8	0,47	0,39	0,17	0,87	26,86	1,08	0,33	1,88	0,43	0,709	90,58	3,48	0,074	-0,21	-0,2	0,869	10,42	0,969	0,353
18. Gün	3,24	0,87	0,477	20,32	1,76	0,22	1,89	2,28	0,263	-11,39	-1	0,51	2,77	0,97	0,39	18,05	0,86	0,44	-0	-0	0,99	26,85	1,07	0,34	-1,73	-1	0,424	88,85	3,57	0,07	0,76	0,87	0,406	11,18	1,024	0,328

**Tablo 4.5.** Sektöre Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) (Devam)

Gün	Enerji (n = 3)						Gayrimenkul (n = 2)						Hizmet (n = 5)						İmalat (n = 6)						Teknoloji (n = 3)						Toptan ve Perakende Ticaret (n = 12)										
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri							
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t
19. Gün	-2,06	-1,1	0,381	18,26	1,71	0,229	0,07	0,08	0,951	-11,33	-1	0,49	-2,43	-1	0,355	15,62	0,69	0,53	0,52	0,19	0,85	27,38	1,14	0,31	3,26	0,89	0,469	92,11	3,47	0,074	-1,08	-0,7	0,489	10,1	0,854	0,411					
20. Gün	-3,54	-3,7	0,067	14,72	1,5	0,272	-1,29	-0,9	0,526	-12,61	-1	0,5	-0,16	-0,1	0,933	15,46	0,71	0,52	-2,1	-0,9	0,43	25,3	1,15	0,3	2,2	0,74	0,535	94,31	3,21	0,085	0,41	0,43	0,677	10,51	0,879	0,398					
21. Gün	-3,4	-3,9	0,061	11,32	1,09	0,389	0,45	0,52	0,693	-12,17	-0,9	0,53	-2,61	-4,9	0,008**	12,85	0,6	0,58	-0,7	-0,3	0,75	24,6	1,05	0,34	1,92	0,42	0,715	96,23	2,88	0,103	0,67	0,69	0,506	11,19	0,947	0,364					
22. Gün	1,85	0,61	0,605	13,16	0,99	0,425	2,49	3,89	0,16	-9,67	-0,7	0,62	0,6	0,31	0,773	13,45	0,59	0,59	-0,7	-1,3	0,25	23,86	1,02	0,36	3,24	0,94	0,445	99,47	2,75	0,111	1,44	1,11	0,289	12,63	1,067	0,309					
23. Gün	0,25	0,27	0,812	13,41	1,03	0,41	0,43	0,13	0,921	-9,24	-0,5	0,69	0,01	0,02	0,988	13,46	0,59	0,59	1,1	0,72	0,51	24,96	1,1	0,32	-4,5	-2,8	0,108	94,97	2,67	0,116	-2,29	-1,9	0,09	10,34	0,913	0,381					
24. Gün	-1,55	-0,9	0,46	11,86	0,97	0,435	0,57	1,43	0,39	-8,67	-0,5	0,71	-0,31	-0,2	0,847	13,15	0,6	0,58	-1,4	-1,2	0,29	23,58	1,06	0,34	-3,85	-3,8	0,064	91,12	2,51	0,129	0,42	0,52	0,615	10,76	0,939	0,368					
25. Gün	-2,3	-1,8	0,213	9,56	0,84	0,488	-1,73	-1,1	0,479	-10,4	-0,5	0,69	0,01	0,02	0,984	13,17	0,59	0,59	-2,3	-1,4	0,23	21,25	1,04	0,35	-3,98	-1,6	0,253	87,14	2,55	0,125	0,46	0,45	0,665	11,22	0,949	0,363					
26. Gün	-2,76	-3,2	0,001**	6,8	0,6	0,609	1,86	0,7	0,611	-8,55	-0,5	0,7	-3,49	-13	0,000**	9,67	0,44	0,68	0,72	0,41	0,7	21,97	1,09	0,33	-1,79	-1,2	0,36	85,35	2,5	0,129	0,53	0,51	0,618	11,75	0,968	0,354					
27. Gün	-0,35	-0,3	0,774	6,45	0,55	0,64	1,43	0,68	0,619	-7,12	-0,5	0,71	-1,15	-1,3	0,272	8,52	0,38	0,73	0,38	0,18	0,86	22,35	1,08	0,33	-1,63	-0,5	0,689	83,72	2,73	0,112	-0,27	-0,6	0,59	11,48	0,944	0,365					
28. Gün	-2,08	-2,1	0,168	4,38	0,34	0,764	5,75	1,7	0,338	-1,36	-0,1	0,95	-0,35	-0,5	0,634	8,17	0,37	0,73	-0,1	-0	0,97	22,3	1,08	0,33	-0,01	-0	0,998	83,71	2,75	0,111	-0,52	-0,6	0,569	10,96	0,909	0,383					
29. Gün	-1,96	-1	0,423	2,42	0,18	0,877	-3,24	-0,6	0,647	-4,6	-0,4	0,78	2,65	1,33	0,254	10,82	0,47	0,66	0,81	1,21	0,28	23,11	1,13	0,31	-0,44	-0,2	0,881	83,27	2,58	0,123	-0,91	-0,8	0,449	10,06	0,815	0,432					
30. Gün	-2,07	-2	0,186	0,35	0,03	0,981	-6,17	-2,2	0,269	-10,77	-1,1	0,48	3,27	1,95	0,123	14,09	0,62	0,57	1	0,45	0,67	24,11	1,23	0,27	-2,6	-1,3	0,327	80,67	2,58	0,123	1,7	1,59	0,14	11,76	0,93	0,372					
60. Gün	0,12	0,17	0,879	-11,15	-1,6	0,245	0,26	0,52	0,695	-19,82	-2,4	0,25	1,92	1,93	0,126	28,77	1,04	0,36	-0,2	-0,4	0,68	22,14	1,54	0,19	-0,99	-0,7	0,543	69,55	25,2	0,002**	-0,1	-0,1	0,919	8,78	0,722	0,486					
90. Gün	-0,67	-1,1	0,384	-12,78	-2,3	0,149	-2,13	-1,5	0,376	-22,85	-5,7	0,11	1,13	1,47	0,217	27,61	1,12	0,33	0,97	0,62	0,56	22,38	1,35	0,24	-3,93	-1,3	0,33	79,18	5,58	0,031*	0,49	0,68	0,513	13,75	0,907	0,384					

\* p < 0,05; \*\* p < 0,01; AAR = Ortalama Anormal Getiri; ACAR = Ortalama Birikimli Anormal Getiri

Tablo 4.5. incelendiğinde teknoloji sektörünün, incelenen tüm sektörler arasında en güçlü performansı sergilediği görülmektedir. İlk işlem gününde %10,30'luk anormal getiri ile başlayan yükseliş trendi ( $t=12,132$ ,  $p<0,01$ ), özellikle ilk hafta boyunca istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiriler göstermiştir. Sektörün birikimli anormal getirisi sürekli bir artış eğilimi göstererek 22. günde %99,47 ile zirve noktasına ulaşmıştır. Bu performans, teknoloji şirketlerine yönelik güçlü yatırımcı ilgisini ve sektöre duyulan güveni yansıtmaktadır.

Enerji sektörü, özellikle ilk dört işlem gününde dikkat çekici bir performans sergilemiştir. İlk gün %8,24 ( $t=4,779$ ,  $p<0,05$ ) olan anormal getiri, üçüncü günde %10,43'e ( $t=15,986$ ,  $p<0,01$ ) yükselerek sektörün güçlü başlangıcını teyit etmiştir. Ancak ilerleyen dönemde, özellikle 12. ve 26. günlerde sırasıyla -%3,71 ( $t=-14,832$ ,  $p<0,01$ ) ve -%2,76 ( $t=-32,303$ ,  $p<0,01$ ) ile istatistiksel olarak anlamlı negatif getiriler gözlenmiştir. Bu dalgalanmalar, enerji sektöründeki hisse senetlerinin kısa vadede yüksek volatilitelere sahip olduğunu göstermektedir.

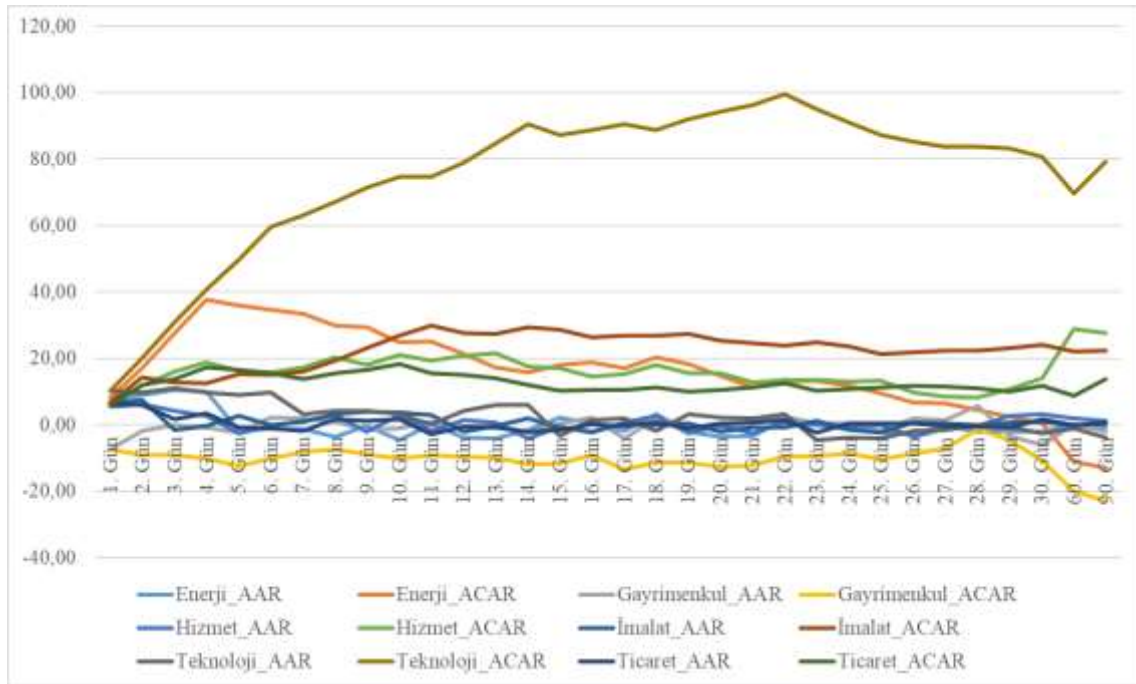
Toptan ve Perakende Ticaret sektörü, ilk iki günde sırasıyla %5,96 ve %6,09 ile istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiriler kaydetmiştir. Bu güçlü başlangıç, sektöre yönelik ilk etapdaki olumlu yatırımcı algısını yansıtmaktadır. Bununla birlikte, 14. ve 15. günlerde sırasıyla -%2,14 ( $t=-2,401$ ,  $p<0,05$ ) ve -%1,64 ( $t=-2,359$ ,  $p<0,05$ ) ile anlamlı negatif getiriler yaşanmış, bu durum başlangıçtaki iyimser havanın bir miktar zayıfladığına işaret etmiştir.

Hizmet sektöründe genel olarak istatistiksel açıdan anlamlı anormal getiriler gözlenmemiştir. Sektörün tek dikkat çekici hareketi, 21. günde kaydedilen -%2,61'lik ( $t=-4,883$ ,  $p<0,01$ ) anlamlı negatif getirdir. Bu durum, hizmet sektörü hisselerinin görece daha istikrarlı bir seyir izlediğini göstermektedir. İmalat sektöründe de benzer bir trend gözlenmiş, çoğunlukla istatistiksel olarak anlamlı olmayan getiriler kaydedilmiştir.

Gayrimenkul sektörü, diğer sektörlerden farklı bir performans sergilemiştir. Sektör, ilk gün -%7,40'lık negatif getiri ile başlamış, ancak bu düşüş istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Sektörde yalnızca 10. günde -%1,11'lik ( $t=-27,750$ ,  $p<0,05$ )

anlamli negatif getiri gözlenmiştir. Bu performans, gayrimenkul sektörüne yönelik temkinli yatırımcı yaklaşımını yansıtmaktadır.

Birikimli anormal getiriler açısından yapılan değerlendirmede, teknoloji sektörünün 90 günlük süreçte %79,18'lik ( $t=5,579$ ;  $p<0,05$ ) etkileyici bir performans gösterdiği, bunu hizmet ve imalat sektörlerinin takip ettiği görülmektedir. Gayrimenkul sektörü ise aynı dönemde -%22,85'lik negatif birikimli getiri ile en düşük performansı sergileyen sektör olmuştur.



Şekil 4.2. Sektöre Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Şekil 4.2'de görselleştirilen sektörel performans karşılaştırması, özellikle teknoloji sektörünün diğer sektörlerden belirgin şekilde ayrıştığını net bir şekilde ortaya koymaktadır. Grafikte, teknoloji sektörünün ACAR eğrisinin sürekli yükselen bir trend izlediği ve diğer sektörlerin oldukça üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. enerji sektörünün başlangıçtaki güçlü performansının zamanla azaldığı, gayrimenkul sektörünün ise negatif bölgede seyreden bir trend izlediği grafikte açıkça görülmektedir.

Bu sonuçlar, halka arz sonrası fiyat performansının sektörel bazda önemli farklılıklar gösterdiğini ortaya koymaktadır. Özellikle Teknoloji sektörü hisselerinin yatırımcılara kısa ve orta vadede dikkat çekici getiriler sağladığı, buna karşın gayrimenkul sektörünün görece zayıf bir performans sergilediği gözlemlenmiştir. Bu bulgular, yatırımcıların halka arz yatırımlarında sektörel dinamikleri göz önünde bulundurmasının önemini vurgulamaktadır. Ayrıca, farklı sektörlerdeki şirketlerin halka arz sonrası performanslarının, ilgili sektörlerin genel ekonomik konjonktür içindeki konumları ve yatırımcı algıları ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir.

#### **4.3.6. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin şirket büyüklüğüne göre incelenmesi**

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirket değerlerine göre; küçük ölçekli (100 Milyon \$'dan az), orta ölçekli (100-250 Milyon \$ arası) ve büyük ölçekli (250Milyon \$'dan fazla) olmak üzere üç gruba ayrılmıştır. Şirket büyüklüğüne göre ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getiriler Tablo 4.6'da sunulmuştur.

**Tablo 4.6.** Şirket Büyüklüğüne Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Gün	Küçük Ölçekli (n = 9)						Orta Ölçekli (n = 11)						Büyük Ölçekli (n = 11)					
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri		
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p
1. Gün	10,49	28,141	0,000**	10,49	28,141	0,000**	4,98	2,345	0,041*	4,98	2,345	0,041*	2,86	1,085	0,304	2,86	1,085	0,304
2. Gün	10,51	20,281	0,000**	21,00	36,767	0,000**	7,23	4,424	0,001**	12,21	3,482	0,006**	2,54	0,998	0,342	5,40	1,078	0,306
3. Gün	4,05	1,225	0,255	25,05	6,945	0,000**	2,21	0,810	0,437	14,42	2,850	0,017*	3,26	1,379	0,198	8,66	1,295	0,224
4. Gün	4,10	1,456	0,184	29,15	4,582	0,002**	5,10	2,387	0,038*	19,52	2,972	0,014*	1,77	0,804	0,440	10,43	1,311	0,219
5. Gün	1,01	0,310	0,765	30,16	3,301	0,011*	1,51	0,614	0,553	21,03	2,818	0,018*	-1,28	-0,649	0,531	9,15	1,079	0,306
6. Gün	1,85	0,572	0,583	32,00	3,037	0,016*	0,80	0,306	0,766	21,83	2,386	0,038*	-0,87	-0,435	0,673	8,28	0,869	0,405
7. Gün	0,29	0,098	0,924	32,29	2,697	0,027*	0,17	0,083	0,935	22,00	2,071	0,065	-0,30	-0,154	0,881	7,98	0,800	0,442
8. Gün	2,98	1,342	0,217	35,27	2,647	0,029*	2,74	1,485	0,168	24,74	2,113	0,061	0,23	0,160	0,876	8,20	0,795	0,445
9. Gün	-0,40	-0,165	0,873	34,87	2,415	0,042*	2,49	1,320	0,216	27,23	2,188	0,054	1,01	0,608	0,557	9,22	0,927	0,376
10. Gün	-0,17	-0,078	0,940	34,69	2,337	0,048*	3,09	1,333	0,212	30,33	2,385	0,038*	1,60	1,060	0,314	10,82	1,097	0,298
11. Gün	-0,90	-0,411	0,692	33,79	2,234	0,056	0,44	0,199	0,846	30,77	2,193	0,053	-1,75	-0,995	0,343	9,07	0,950	0,365
12. Gün	-0,84	-0,503	0,629	32,95	2,236	0,056	1,96	1,053	0,317	32,73	2,149	0,057	-2,35	-1,581	0,145	6,72	0,724	0,485
13. Gün	-1,18	-0,507	0,626	31,77	2,098	0,069	2,08	1,162	0,272	34,81	2,157	0,056	-1,40	-1,293	0,225	5,32	0,590	0,568
14. Gün	0,96	0,573	0,582	32,73	2,045	0,075	-1,08	-0,657	0,526	33,72	2,025	0,070	-1,91	-1,215	0,252	3,41	0,351	0,733
15. Gün	-0,73	-0,445	0,668	32,01	2,016	0,079	-1,76	-1,465	0,174	31,96	1,952	0,079	-0,32	-0,267	0,795	3,09	0,298	0,771
16. Gün	-1,30	-0,941	0,374	30,70	1,990	0,082	0,08	0,049	0,962	32,04	1,938	0,081	0,09	0,070	0,946	3,18	0,303	0,768
17. Gün	1,73	0,967	0,362	32,43	2,038	0,076	-1,48	-1,034	0,326	30,56	1,844	0,095	-0,36	-0,273	0,790	2,82	0,284	0,782
18. Gün	1,82	1,549	0,160	34,24	2,160	0,063	0,83	0,612	0,554	31,39	1,874	0,090	0,52	0,482	0,640	3,34	0,340	0,741

**Tablo 4.6.** Şirket Büyüklüğüne Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) (Devam)

Gün	Küçük Ölçekli (n = 9)						Orta Ölçekli (n = 11)						Büyük Ölçekli (n = 11)					
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri		
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p
19. Gün	-3,05	-2,083	0,071	31,19	1,972	0,084	2,37	1,324	0,215	33,76	1,920	0,084	-1,53	-1,353	0,206	1,81	0,178	0,862
20. Gün	-2,75	-2,036	0,076	28,44	1,891	0,095	1,05	1,000	0,341	34,81	1,927	0,083	-0,16	-0,126	0,902	1,66	0,171	0,867
21. Gün	0,80	0,511	0,623	29,24	1,898	0,094	0,67	0,487	0,637	35,48	1,924	0,083	-2,48	-5,613	0,000**	-0,82	-0,086	0,933
22. Gün	2,00	1,702	0,127	31,24	2,074	0,072	1,42	0,933	0,373	36,90	1,914	0,085	0,22	0,229	0,823	-0,60	-0,062	0,952
23. Gün	-2,20	-1,707	0,126	29,04	1,910	0,093	-1,41	-1,150	0,277	35,48	1,915	0,085	0,24	0,248	0,809	-0,36	-0,038	0,971
24. Gün	-2,40	-3,807	0,005**	26,64	1,776	0,114	-0,27	-0,254	0,805	35,22	1,929	0,083	0,44	0,604	0,559	0,07	0,008	0,994
25. Gün	-0,49	-0,320	0,757	26,16	1,803	0,109	-1,45	-1,316	0,217	33,77	1,884	0,089	-0,95	-1,297	0,224	-0,88	-0,099	0,923
26. Gün	0,25	0,166	0,872	26,41	1,801	0,109	-1,46	-2,034	0,069	32,30	1,821	0,099	-0,26	-0,241	0,814	-1,13	-0,125	0,903
27. Gün	0,15	0,123	0,905	26,56	1,736	0,121	-0,59	-0,646	0,533	31,72	1,821	0,099	-0,43	-0,467	0,650	-1,56	-0,183	0,858
28. Gün	-0,18	-0,215	0,835	26,38	1,726	0,123	0,63	0,483	0,639	32,35	1,888	0,088	-0,76	-0,773	0,457	-2,32	-0,273	0,790
29. Gün	0,58	0,468	0,653	26,95	1,716	0,125	-0,86	-0,588	0,570	31,49	1,804	0,101	-0,19	-0,193	0,851	-2,51	-0,295	0,774
30. Gün	1,43	1,067	0,317	28,38	1,798	0,110	-0,02	-0,011	0,991	31,48	1,842	0,095	0,34	0,226	0,826	-2,17	-0,263	0,798
60. Gün	-0,93	-0,918	0,385	29,43	2,672	0,028*	1,12	2,589	0,027*	26,99	1,582	0,145	0,12	0,156	0,879	-4,02	-0,456	0,658
90. Gün	1,73	1,832	0,104	39,12	2,944	0,019*	-1,64	-1,464	0,174	32,16	1,796	0,103	0,15	0,292	0,776	-10,46	-1,280	0,229

\* p < 0,05; \*\* p < 0,01; AAR = Ortalama Anormal Getiri; ACAR = Ortalama Birikimli Anormal Getiri

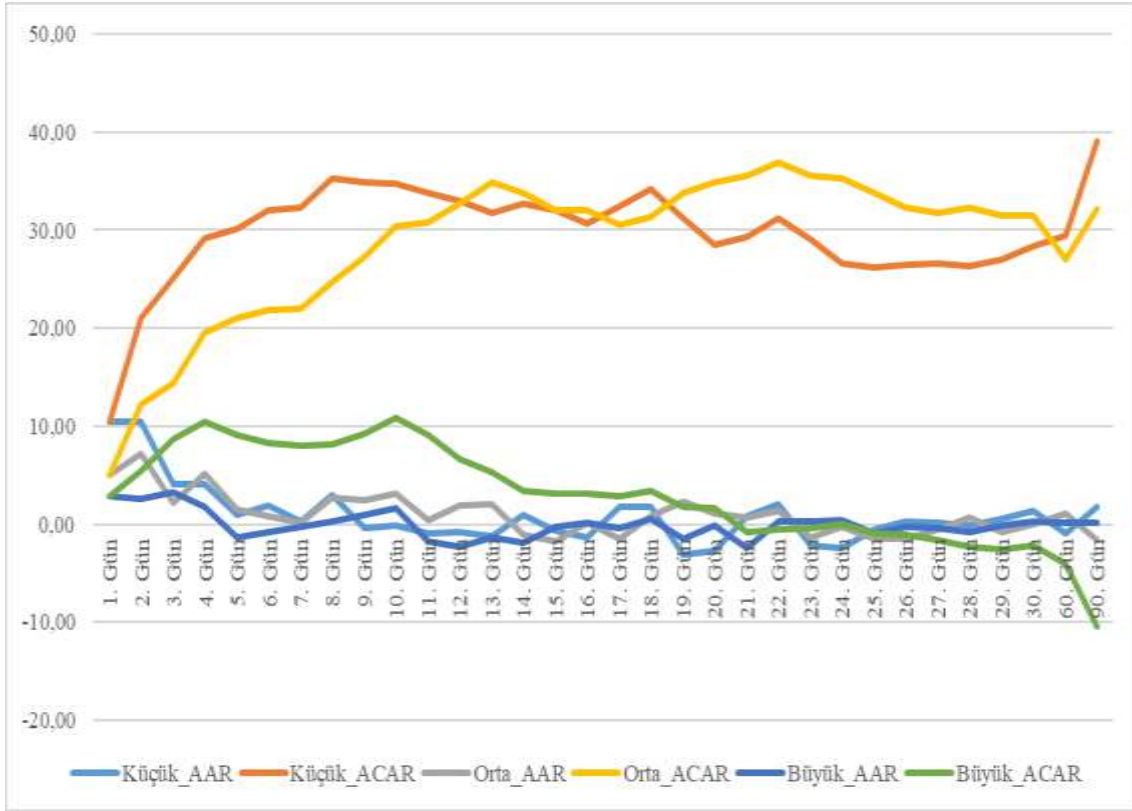
Küçük ölçekli şirketler, ilk işlem gününde %10,49'luk ( $t=28,141$ ,  $p<0,01$ ) oldukça yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı bir ortalama anormal getiri sağlamıştır. İkinci işlem gününde de benzer bir performans (%10,51,  $t=20,281$ ,  $p<0,01$ ) gözlemlenmiştir. Bu grup için ortalama birikimli anormal getiriler (ACAR) ilk 10 gün boyunca istatistiksel olarak anlamlı kalmış ve 90. günde %39,12 seviyesine ulaşmıştır ( $t=2,944$ ,  $p<0,05$ ). Özellikle ilk iki gündeki güçlü performans, küçük ölçekli şirketlerin halka arzlarında düşük fiyatlama eğiliminin belirgin olduğunu göstermektedir.

Orta ölçekli şirketlerde ilk gün getirisi %4,98 ( $t=2,345$ ,  $p<0,05$ ) olarak gerçekleşmiş, ikinci gün ise %7,23'lük ( $t=4,424$ ,  $p<0,01$ ) daha güçlü bir performans sergilenmiştir. Bu gruptaki şirketlerin ACAR değerleri 10. güne kadar anlamlı pozitif seyrini sürdürmüş, ancak sonrasında istatistiksel anlamlılığını kaybetmiştir. İlginç bir şekilde, orta ölçekli şirketler 60. günde tekrar anlamlı bir pozitif getiri (%1,12,  $t=2,589$ ,  $p<0,05$ ) kaydetmiştir.

Büyük ölçekli şirketler, diğer gruplara kıyasla daha düşük ve çoğunlukla istatistiksel olarak anlamlı olmayan getiriler sergilemiştir. İlk gün getirisi %2,86 ( $t=1,085$ ,  $p>0,05$ ) ile en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu gruptaki tek dikkat çekici anomali, 21. günde gözlenen -%2,48'lik ( $t=-5,613$ ,  $p<0,01$ ) anlamlı negatif getiridir. Büyük ölçekli şirketlerin daha istikrarlı fiyat performansı sergilemesi, bu şirketlerin piyasa değerlemesinin daha etkin olduğunu ve düşük fiyatlama eğiliminin daha az görüldüğünü göstermektedir.

90 günlük inceleme periyodu sonunda, küçük ölçekli şirketlerin %39,12, orta ölçekli şirketlerin %32,16 ve büyük ölçekli şirketlerin -%10,46 birikimli getiri sağladığı görülmüştür. Bu sonuçlar, şirket büyüklüğünün uzun vadeli performans üzerinde de belirleyici bir faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Büyük ölçekli şirketlerin negatif birikimli getirisi, bu şirketlerin halka arz fiyatlamalarının daha gerçekçi olduğunu ve hatta bazı durumlarda yüksek fiyatlama eğilimi gösterebileceğini düşündürmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre şirket büyüklüğü ile ilk halka arz performansı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Küçük ölçekli şirketler en yüksek başlangıç ve birikimli getirileri sağlarken, büyük ölçekli şirketler daha istikrarlı ancak daha düşük getiriler sunmuştur. Bu bulgu, küçük şirketlerin halka arzlarında düşük fiyatlama eğiliminin daha belirgin olduğunu göstermektedir.



**Şekil 4.3.** Şirket Büyüklüğüne Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Şekil 4.3'te görüldüğü üzere, küçük ölçekli şirketlerin ACAR eğrisi ilk günlerden itibaren keskin bir yükseliş göstermiş ve yaklaşık 8. güne kadar bu trend devam etmiştir. Orta ölçekli şirketlerin ACAR eğrisi daha ılımlı bir artış sergilemiş ve 22. günde en yüksek seviyesine (%36,90) ulaşmıştır. Büyük ölçekli şirketlerin ACAR eğrisi ise başlangıçta hafif bir artış gösterdikten sonra yatay bir seyir izlemiş ve 90. güne doğru negatif bölgeye geçmiştir. Grafikte özellikle dikkat çeken bir diğer nokta, küçük ve orta ölçekli şirketlerin birikimli getirilerinin 30. güne kadar pozitif ve birbirine yakın bir seyir izlemesi, ancak 60. günden sonra küçük ölçekli şirketlerin performansının belirgin şekilde ayrışmasıdır.

#### **4.3.7. Ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getirilerin halka arzın gerçekleştiği zamana göre incelenmesi**

2024 yılında ilk kez halka arz edilen 31 şirket, halka arzın gerçekleştiği zaman dilimine göre; birinci eyrek (Ocak-Mart), ikinci eyrek (Nisan-Haziran), nc eyrek (Temmuz-Eylül) ve dördüncü eyrek (Ekim-Kasım) olmak üzere dört gruba ayrılmıştır. Bu gruplamaya göre dördüncü çeyrekte sadece bir şirket bulunduğundan (BINBN), söz konusu şirket de nc çeyrek grubuna dahil edilmiştir. Halka arzın gerçekleştiği zaman dilimine göre ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getiriler Tablo 4.7’de sunulmuştur.



**Tablo 4.7.** Halka Arzın Gerçekleştiği Zamana Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Gün	1. Çeyrek (n = 8)						2. Çeyrek (n = 12)						3. Çeyrek (n = 11)					
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri		
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p
1. Gün	10,05	32,065	0,000**	10,05	32,065	0,000**	2,13	0,809	0,436	2,13	0,809	0,436	6,79	3,915	0,003**	6,79	3,915	0,003**
2. Gün	10,52	26,856	0,000**	20,57	32,418	0,000**	3,79	1,641	0,129	5,92	1,242	0,240	6,59	3,367	0,007**	13,38	3,937	0,003**
3. Gün	10,23	14,793	0,000**	30,80	34,116	0,000**	-0,69	-0,282	0,783	5,23	0,890	0,393	2,10	0,765	0,462	15,47	3,406	0,007**
4. Gün	10,10	16,874	0,000**	40,90	44,718	0,000**	0,20	0,101	0,922	5,43	0,815	0,432	2,67	1,101	0,297	18,14	2,867	0,017*
5. Gün	6,52	2,959	0,021*	47,41	20,211	0,000**	-1,80	-0,844	0,417	3,63	0,480	0,640	-1,72	-0,723	0,486	16,42	2,413	0,037*
6. Gün	7,54	3,072	0,018*	54,96	11,618	0,000**	-1,33	-0,697	0,500	2,29	0,260	0,800	-2,60	-1,101	0,297	13,82	2,156	0,056
7. Gün	4,49	1,482	0,182	59,45	8,549	0,000**	-1,04	-0,574	0,578	1,25	0,137	0,894	-2,03	-1,176	0,267	11,79	1,669	0,126
8. Gün	5,46	2,000	0,086	64,91	7,764	0,000**	-0,83	-0,646	0,532	0,43	0,046	0,964	2,33	1,857	0,093	14,13	1,779	0,106
9. Gün	6,15	2,524	0,040*	71,06	7,794	0,000**	-0,28	-0,213	0,836	0,14	0,017	0,987	-0,99	-0,576	0,577	13,14	1,784	0,105
10. Gün	2,46	0,764	0,470	73,52	8,876	0,000**	3,18	1,898	0,084	3,32	0,350	0,733	-0,71	-0,519	0,615	12,43	1,711	0,118
11. Gün	-1,19	-0,385	0,712	72,34	7,150	0,000**	-0,41	-0,218	0,832	2,92	0,286	0,780	-0,74	-0,478	0,643	11,70	1,489	0,167
12. Gün	-0,16	-0,061	0,953	72,18	6,596	0,000**	-1,24	-0,919	0,378	1,67	0,154	0,880	0,40	0,250	0,808	12,10	1,499	0,165
13. Gün	0,16	0,055	0,958	72,34	5,720	0,001**	-0,68	-0,724	0,484	0,99	0,088	0,932	0,34	0,188	0,854	12,44	1,494	0,166
14. Gün	2,71	1,070	0,320	75,05	5,161	0,001**	-1,90	-1,388	0,192	-0,92	-0,084	0,935	-2,10	-2,511	0,031*	10,34	1,219	0,251
15. Gün	-2,04	-1,008	0,347	73,01	5,186	0,001**	-0,93	-1,216	0,249	-1,85	-0,162	0,874	-0,18	-0,134	0,896	10,16	1,199	0,258
16. Gün	1,20	0,582	0,579	74,21	5,405	0,001**	-1,14	-0,964	0,356	-2,98	-0,285	0,781	-0,54	-0,466	0,651	9,62	1,064	0,312
17. Gün	-1,82	-0,763	0,471	72,39	4,666	0,002**	1,16	0,926	0,375	-1,83	-0,182	0,859	-0,37	-0,336	0,744	9,25	1,000	0,341
18. Gün	-0,61	-0,709	0,501	71,79	4,623	0,002**	1,64	1,374	0,197	-0,19	-0,017	0,986	1,49	1,157	0,274	10,74	1,124	0,287

**Tablo 4.7.** Halka Arzın Gerçekleştiği Zamana Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%) (Devam)

Gün	1. Çeyrek (n = 8)						2. Çeyrek (n = 12)						3. Çeyrek (n = 11)					
	Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri			Ortalama Anormal Getiri			Ortalama Birikimli Anormal Getiri		
	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p	AAR	t	p	ACAR	t	p
19. Gün	2,45	1,007	0,347	74,24	4,900	0,002**	-1,95	-1,628	0,132	-2,14	-0,192	0,851	-1,31	-1,010	0,337	9,44	0,968	0,356
20. Gün	-1,10	-0,522	0,618	73,13	4,817	0,002**	-0,56	-0,520	0,613	-2,70	-0,250	0,807	0,06	0,067	0,948	9,50	0,952	0,363
21. Gün	1,06	0,507	0,628	74,19	4,469	0,003**	-1,81	-2,617	0,024*	-4,51	-0,428	0,677	0,04	0,040	0,969	9,54	0,969	0,356
22. Gün	1,91	0,931	0,383	76,10	4,458	0,003**	0,62	0,683	0,509	-3,89	-0,352	0,731	1,21	1,153	0,276	10,75	1,069	0,310
23. Gün	-2,89	-3,150	0,016*	73,21	4,356	0,003**	0,12	0,127	0,901	-3,77	-0,343	0,738	-1,00	-0,722	0,487	9,75	1,017	0,333
24. Gün	-1,86	-2,036	0,081	71,35	4,358	0,003**	-0,06	-0,071	0,945	-3,83	-0,367	0,721	-0,38	-0,422	0,682	9,38	0,940	0,370
25. Gün	-3,67	-1,899	0,099	67,69	4,375	0,003**	-0,28	-0,665	0,520	-4,11	-0,391	0,704	0,18	0,259	0,801	9,55	0,919	0,380
26. Gün	0,67	0,356	0,732	68,36	4,522	0,003**	-0,83	-1,097	0,296	-4,94	-0,484	0,638	-1,10	-1,366	0,202	8,45	0,811	0,436
27. Gün	-1,13	-0,622	0,554	67,23	4,583	0,003**	0,47	0,732	0,479	-4,47	-0,432	0,674	-0,59	-0,992	0,345	7,87	0,742	0,475
28. Gün	0,04	0,023	0,982	67,27	4,648	0,002**	-0,55	-0,627	0,543	-5,02	-0,489	0,635	0,30	0,282	0,784	8,17	0,784	0,451
29. Gün	-0,35	-0,226	0,827	66,92	4,362	0,003**	1,20	1,115	0,289	-3,82	-0,356	0,728	-1,64	-1,488	0,168	6,53	0,626	0,546
30. Gün	-1,83	-1,080	0,316	65,09	4,224	0,004**	2,14	1,683	0,121	-1,68	-0,155	0,879	0,49	0,419	0,684	7,02	0,659	0,525
60. Gün	-0,48	-0,385	0,711	34,02	2,688	0,031*	0,40	0,555	0,590	15,03	1,030	0,325	0,40	0,923	0,378	5,91	0,493	0,633
90. Gün	-1,47	-1,051	0,328	39,49	2,310	0,054	0,82	1,242	0,240	9,85	0,682	0,510	0,11	0,113	0,913	14,24	1,009	0,337

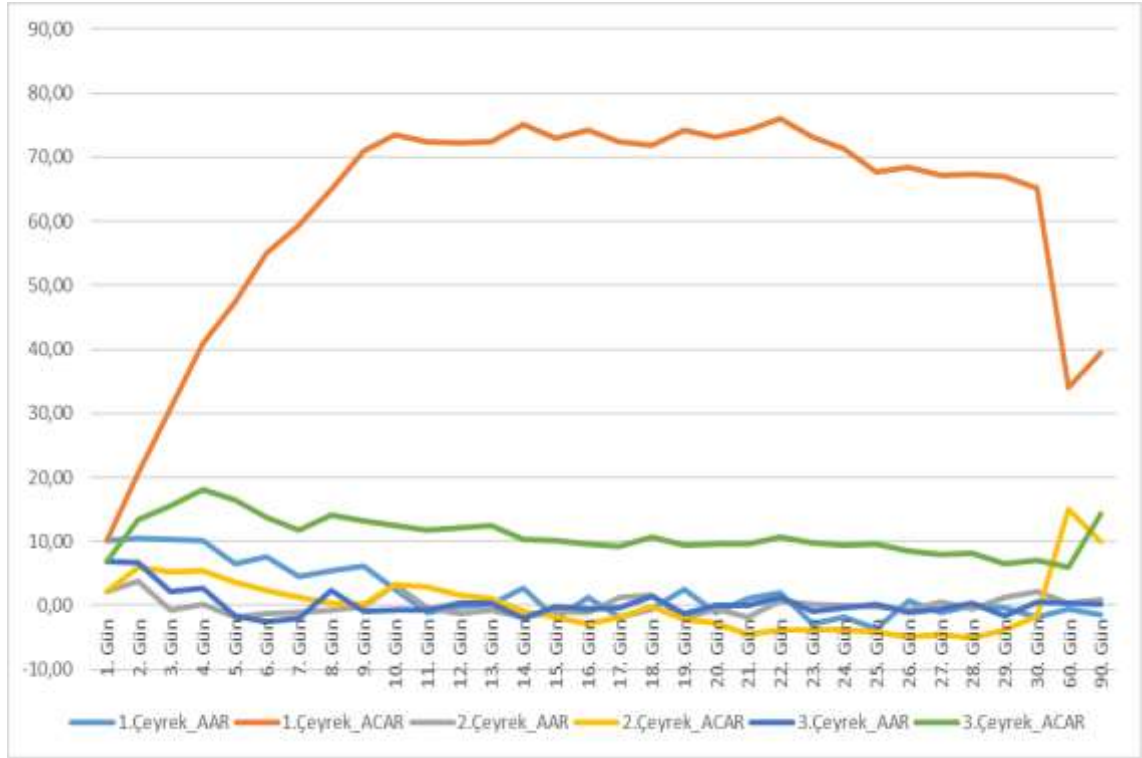
\*  $p < 0,05$ ; \*\*  $p < 0,01$ ; AAR = Ortalama Anormal Getiri; ACAR = Ortalama Birikimli Anormal Getiri

Birinci çeyrekte gerçekleşen halka arzlarda (n=8) ilk gün ortalama anormal getiri (AAR) %10,05 olarak gerçekleşmiş ve bu getiri istatistiksel olarak yüksek düzeyde anlamlı bulunmuştur ( $t=32,065$ ;  $p<0,01$ ). İlk beş günlük süreçte pozitif ve anlamlı getiriler devam etmiş, özellikle ortalama birikimli anormal getiriler (ACAR) sürekli artış göstererek 30. günde %65,09 seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde dikkat çeken önemli bir bulgu, ilk dört işlem gününde elde edilen getirilerin tamamının istatistiksel olarak yüksek düzeyde anlamlı olmasıdır ( $p<0,01$ ). Özellikle ikinci işlem gününde %10,52'lik bir AAR elde edilmiş olması, yatırımcı ilgisinin devam ettiğini göstermektedir. Bu dönemde gerçekleşen halka arzların uzun vadeli performansı da dikkat çekicidir; 90. gün sonunda bile %39,49'luk bir birikimli getiri korunmuştur.

İkinci çeyrekte gerçekleşen halka arzlarda (n=12) ilk gün getirisi %2,13 olarak gerçekleşmiş, ancak bu getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ( $t=0,809$ ;  $p>0,05$ ). Bu dönemde gerçekleşen halka arzların getirileri daha dalgalı bir seyir izlemiş ve genellikle istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar üretememiştir. İkinci çeyrekte dikkat çeken tek anlamlı negatif getiri 21. günde gözlemlenmiş ( $\% -1,81$ ;  $p<0,05$ ), ancak bu düşüşün kalıcı bir etki yaratmadığı görülmüştür. 90. gün sonunda %9,85'lik bir birikimli getiri gözlemlenmiştir. Bu dönemde gerçekleşen halka arzların, birinci çeyreğe kıyasla daha düşük volatilité gösterdiği ve daha istikrarlı bir seyir izlediği söylenebilir.

Üçüncü çeyrekte gerçekleşen halka arzlarda (n=10) ilk gün getirisi %6,79 olarak gerçekleşmiş ve bu getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ( $t=3,915$ ;  $p<0,01$ ). İlk iki gün anlamlı pozitif getiriler gözlemlenmiş, sonrasında getiriler dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu dönemde dikkat çeken bir diğer bulgu, 14. günde gözlemlenen istatistiksel olarak anlamlı negatif getiridir ( $\% -2,10$ ;  $p<0,05$ ). Ancak bu düşüşün etkisi sınırlı kalmış ve 90. gün sonunda %14,24'lük bir birikimli getiri elde edilmiştir. Üçüncü çeyrek performansı, birinci çeyreğin altında ancak ikinci çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir.

Çeyrekler arası karşılaştırma yapıldığında, en yüksek ilk gün getirisi birinci çeyrekte (%10,05), ardından üçüncü çeyrekte (%6,79) ve son olarak ikinci çeyrekte (%2,13) gerçekleşmiştir. Birikimli getiriler açısından da benzer bir sıralama gözlemlenmiştir. Bu durum, yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen halka arzların yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi gördüğünü göstermektedir.



**Şekil 4.4.** Halka Arzın Gerçekleştiği Zamana Göre Ortalama Anormal Getiriler ve Ortalama Birikimli Anormal Getiriler (%)

Şekil 4.4'te sunulan grafik incelendiğinde, birinci çeyrek halka arzlarının birikimli getiri eğrisinin diğer dönemlerden belirgin şekilde ayrıştığı görülmektedir. Bu eğri, özellikle ilk 30 günlük dönemde hızlı bir yükseliş trendi sergilemiş ve yaklaşık %75 seviyesine kadar ulaşmıştır. İkinci ve üçüncü çeyrek birikimli getiri eğrileri ise daha yatay bir seyir izlemiş ve sırasıyla %15 ve %10 bandında dalgalanmıştır.

Grafikte dikkat çeken bir diğer önemli nokta, 60. günden sonra birinci çeyrek birikimli getirilerinde gözlemlenen keskin düşüştür. Bu düşüşe rağmen, birinci çeyrek halka arzları 90. gün sonunda bile diğer dönemlere göre daha yüksek getiri sunmaya devam etmiştir.

Bu bulgular ışığında, halka arz zamanlamasının yatırımcı getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu net bir şekilde görülmektedir. Özellikle yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen halka arzların daha yüksek getiri potansiyeli sunduğu, ancak bu getirilerin uzun vadede bir miktar aşınmaya uğrayabileceği söylenebilir. Bu durum, yatırımcıların halka arz yatırımlarında dönemsel faktörleri de göz önünde bulundurmaları gerektiğini göstermektedir.



## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışma, 2024 yılında Borsa İstanbul’da ilk kez halka arz edilen şirketlerin hisse senedi performanslarını inceleyerek “anormal getirilerin” (abnormal returns) varlığını test etmeyi amaçlamıştır. Yapılan analizler, ilk halka arz sürecinde şirketlerin kısa dönem fiyat hareketlerini ve bunların olası sebeplerini ortaya koymuş; ayrıca farklı sektör, şirket büyüklüğü ve halka arz zamanlaması gibi değişkenlerin fiyat performansı üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Elde edilen bulgular aşağıdaki biçimde özetlenebilir:

- ✓ Halka arzın hemen ardından (özellikle ilk birkaç işlem günü) birçok şirketin ortalama anormal getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı derecede pozitif olduğu gözlenmiştir.
- ✓ İlk gün ve ilk hafta getirilerindeki bu yüksek ve anlamlı artış, literatürde “düşük fiyatlama” (underpricing) olarak bilinen olgunun Türkiye örneğinde de devam ettiğini göstermiştir.
- ✓ Anormal getiriler ilk 10–15 işlem gününden sonra azalmaya başlamakla birlikte, 60. ve 90. gün sonunda dahi ortalamada hâlâ pozitif birikimli getiri gözlenmesi, halka arzların orta vadede de getirisine işaret etmiştir.
- ✓ Teknoloji sektörü hisseleri, kısa ve orta vadede diğer sektörlerle kıyasla en yüksek ortalama anormal ve birikimli getirilere sahip olmuştur. Bu durum, yatırımcıların teknoloji şirketlerine yönelik güçlü ilgisini ve büyüme beklentisini yansıtmaktadır.
- ✓ Enerji sektöründe başlangıçta hızlı yükselişler (pozitif anormal getiri) gözlemlenmişse de ilerleyen günlerde dalgalanmalar ve bazı negatif getiriler kaydedilmiştir.

- ✓ Gayrimenkul sektörü ise ortalamada en zayıf performansı sergileyerek negatif birikimli anormal getiriler elde etmiştir. Bu sonuç, sektörün döneme özgü belirsizlikler ve konjonktürel etkilerden daha fazla etkilenmiş olabileceğini göstermektedir.
- ✓ Küçük ölçekli şirketler, ilk günden itibaren çok daha belirgin ve anlamlı pozitif anormal getiriler sağlamıştır. Halka arz sonrası 90 günlük dönemde de bu grubun performansının görece yüksek seyrettiği tespit edilmiştir.
- ✓ Orta ölçekli şirketler, küçük ölçekli işletmelere kıyasla daha ılımlı ancak yine pozitif getiriler sunmuş; büyük ölçekli şirketler ise daha sınırlı ve çoğunlukla istatistiksel olarak anlamlı olmayan getirilerle dikkat çekmiştir.
- ✓ Büyük ölçekli şirketlerin halka arz fiyatlamalarının nispeten “daha gerçekçi” yapıldığı ve düşük fiyatlama eğiliminin bu segmentte düşük kaldığı sonucuna varılmıştır. Küçük ve orta ölçekli firmalardaki yüksek getiri, “küçük firma etkisi” ve daha yoğun talep kaynaklı “düşük fiyatlama” ile açıklanabilmektedir.
- ✓ Birinci çeyrekte (Ocak–Mart) halka arz edilen şirketlerin, diğer dönemlerdeki şirketlere göre anlamlı derecede yüksek ilk gün ve ilk hafta getirilerine sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca 30. güne kadar birikimli anormal getirilerde çok belirgin bir artış kaydedilmiştir.
- ✓ İkinci ve üçüncü çeyreklerdeki halka arzlar ise daha dalgalı veya daha mütevazı performanslar göstermiş, getirilerde hızlı yükselişler ya da keskin düşüşler görece daha az yaşanmıştır.

- ✓ Bulgular, piyasa koşullarının ve yatırımcı risk iştahının yılın belli dönemlerinde daha elverişli olduğunu; halka arzda zamanlamanın hem kısa hem de orta vadeli fiyat performansı üzerinde önemli rol oynadığını doğrulamaktadır.

Şirketler, halka arz fiyatını belirlerken benzer ölçek ve sektördeki diğer şirketlerin halka arz performanslarını, yatırımcıların risk algısını ve makroekonomik koşulları birlikte değerlendirmelidir. Özellikle teknoloji veya hızlı büyüyen alanlardaki şirketlerin düşük fiyatlama etkisini doğru yönetmesi, uzun vadeli şirket değerini korumak açısından önemlidir.

Yatırımcılar, özellikle düşük ölçekli ve halka arzında düşük fiyatlama sinyalleri bulunan şirketlerde ilk gün veya ilk hafta elde edilebilecek anormal getirilerden yararlanabilir. Ancak uzun vadede sektör dinamikleri ve şirketin temel finansal verileri dikkatle analiz edilmelidir. Teknoloji gibi yüksek büyüme potansiyelli sektörlerde, kısa vadedeki dalgalanmalara rağmen orta vadeli değer artışı söz konusu olabilir.

Araştırmacılar, sektör bazlı farklılıklara daha derinlemesine odaklanarak (örneğin, şirketlerin AR-GE harcamaları, uluslararası pazarlardaki faaliyetleri, düzenleyici kurumlardan gelen teşvikler vb.) halka arz performansını açıklayıcı ek faktörleri analiz etmelidir.

Halka arz zamanlaması konusunda, yılın belirli dönemlerinde piyasa likiditesi ve yatırımcı ilgisinin daha yüksek olduğu görülmüştür. Şirketlerin, gerekli hazırlık süreçlerini tamamlayarak bu dönemlerde arz yapmaları hem elde edilen fon miktarını artırabilir hem de piyasa performansını iyileştirebilir.

İlk halka arzlarda kısa vadeli anormal getiriler, genellikle şirketin kasasına girecek fon miktarının nispeten daha düşük kalmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla aracı kurumlar ve şirket yönetimleri, aşırı düşük fiyatlama yerine “adil değer”e yakın fiyatlamayı sağlayacak yöntemlere (fiyat aralığı yöntemi, kurumsal yatırımcı katılımı vb.) ağırlık vererek uzun vadede istikrarlı bir fiyat oluşumunu teşvik edebilir.

Halka arz sonrası performansın sadece ilk üç ayla sınırlandırılması yerine, daha uzun vadeli (örneğin 6 ay, 1 yıl ve 2 yıl) dönemlerde de anormal getirilerin incelenmesi yararlı olabilir. Böylece kısa vadede görülen düşük fiyatlama etkisinin kalıcılığı ve olası piyasa düzeltmeleri daha sağlıklı değerlendirilebilir.

Sektörel ayrışmanın ötesinde, şirketlerin kurumsal yönetim kalitesi, yenilikçilik (inovasyon) ve sürdürülebilirlik uygulamaları gibi faktörlerin halka arz performansı üzerindeki etkisi incelenerek, piyasanın bu unsurlara verdiği tepkinin derecesi ölçülebilir.



## KAYNAKLAR

- Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (2024). *Fon Kullanım Yeri Raporu*. Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://ahesgyo.com/wp-content/uploads/2024/08/EK6-Fon-Kullanim-Yeri.pdf>
- Altan, M., ve Hotamış, T. N. (2008). Türkiye’de halka ilk arzı yapılan hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performans analizi (2000–2006). *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2008(1), 150–185.
- Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. (2024, Temmuz 4). Sermaye artırımını sonucu elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*. [https://www.altinaysavunma.com/uploads/docs/guncel-arz-dokumanlari/1745331716\\_ek-6-fon-kullanim-yeri-raporu.pdf](https://www.altinaysavunma.com/uploads/docs/guncel-arz-dokumanlari/1745331716_ek-6-fon-kullanim-yeri-raporu.pdf)  
<https://www.kap.org.tr+15altinaysavunma.com+15turkishmenkuldegerler.com+15>
- Altıncılık Gıda ve Süt Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, Eylül 30). Sermaye artırımından elde edilen fonun kullanım yerleri raporu. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*. <https://altinkilic.com/wp-content/uploads/2024/11/3C-2024-Halka-Arz-Gelirinden-Elde-Edilen-Fonun-Kullanim-Yerlerine-Iliskin-Raporu.pdf>
- Alves Kablo Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *Halka arz izahnamesi*. Sermaye Piyasası Kurulu. <https://www.kap.org.tr/tr/api/file/download/4028328c900e1e4a019015a8e7395ee6>
- Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. (2024). *Fon kullanım yeri raporu ve ilgili yönetim kurulu kararı*. Kamuyu Aydınlatma Platformu. [https://armadafoods.com/files/EK7-Fon\\_Kullanim\\_Yeri\\_Raporu\\_ve\\_Ilgili\\_Yonetim\\_Kurulu\\_Karari.pdf](https://armadafoods.com/files/EK7-Fon_Kullanim_Yeri_Raporu_ve_Ilgili_Yonetim_Kurulu_Karari.pdf)
- Artemis Halı A.Ş. (2024, 4 Ekim). *2024/06 dönemi halka arz geliri fon kullanım raporu*. Artemis Halı A.Ş.

<https://dosya.artemishali.com.tr/dosyalar/ARTEM%C4%B0S%20FON%20KULLANIM%20RAPORU%2030.06.2024.pdf>  
<cdn.ataonline.com.tr+13dosya.artemishali.com.tr+13integralyatirim.com.tr+1>

Aşaman, D. (2022). Halka arzların hisse senedi performansı üzerine etkileri: Borsa İstanbul uygulaması. *Aydın Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Yüksek Lisans Programı*.

Bahadır Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, Ağustos). Fon kullanım yerlerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
[https://storage.fintables.com/media/uploads/kap-attachments/Fon%20Kullan%C4%B1m%20Raporu\\_SQI8fyI.pdf](https://storage.fintables.com/media/uploads/kap-attachments/Fon%20Kullan%C4%B1m%20Raporu_SQI8fyI.pdf)

BinBin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş. (2024). Fon Kullanım Yönetim Kurulu Kararı ve Fon Kullanım Raporu. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
<https://www.binbin.tech/wp-content/uploads/2024/10/Fon-Kullanim-Yonetim-Kurulu-Karari-ve-Fon-Kullanim-Raporu.pdf>

Bor Şeker A.Ş. (2024). Sermaye artışından elde edilen fonun kullanım yerine ilişkin rapor.<https://www.borseker.com/images/yatirimci-iliskileri/Bor%20Seker%20Fon%20Kullanim%20Raporu.pdf>

Cem Zeytin. (2024, Eylül). *Halka arzdan elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor*. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
[https://www.cemzeytin.com.tr/files/2024-09-cem-zeytin-fon-kullanim-yerlerine-iliskin-raporpdf\\_31-10-2024\\_12-56-48.PDF](https://www.cemzeytin.com.tr/files/2024-09-cem-zeytin-fon-kullanim-yerlerine-iliskin-raporpdf_31-10-2024_12-56-48.PDF)

Cihangir, M., ve Kandil, İ. E. (2009). Türkiye’de borsaya yeni kote işletmelerin halka ilk arzda uyguladıkları düşük fiyatlandırma olgusunun test edilmesi ve nedenleri üzerine bir değerlendirme (01.01.2003 – 30.06.2008 dönemi). *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 44, 165–178.

- Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *Fon Kullanım Raporu*. Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.cagdascam.com/halka-arz/fon-kullanim-raporu/#gallery>
- Çakır, H., ve Akkoç, S. (2015). İlk halka arzların kısa dönem fiyat performansları: Borsa İstanbul'da sektörel karşılaştırmalı bir uygulama [Short-time price performances of IPOs: A comparative sectoral analysis in Borsa Istanbul]. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(4), 159–170. <https://doi.org/10.18037/ausbd.36808>
- Çakır, N., Küçükkocaoğlu, G., & Kapucu, H. (2017). İlk halka arzda sıcak ve soğuk piyasa etkisi: Borsa İstanbul örneği. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, (16), 695–708.
- 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.
- Çömlekçi, İ., Özer, N., ve Coşkun, B. (2021). Investigation of the performances of shares in first public offerings by event analysis. *Alanya Akademik Bakış (Alanya Academic Review)*, 5(3), 1375–1392. <https://doi.org/10.29023/alanyaakademik.869124>
- DCT Trading Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *3Ç 2024 Fon Kullanım Raporu*. <https://dcttrading.com.tr/asset/docs/yatirimcisunumlari/3C2024DCTTradingFonKullanımRaporu.pdf>
- Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *Ek 5 - Fon Kullanım Yeri Raporu*. Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.durukan.com.tr/wp-content/uploads/2024/09/Ek-5-Fon-Kullanım-Yeri-Raporu-.pdf>
- Düzer, M. (2022). İlk halka arzlara yönelik kısa dönem fiyat performans incelemesi ve sektörel karşılaştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler*

<https://doi.org/10.18074/ckuiibfd.1038703>

Efor Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, Mart 4). Halka arzdan elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
<https://www.ykyatirim.com.tr/media/f3locfen/ek-7-efor-yk-fon-kullanim-yeri-raporu-04032024-1.pdf>

Elmas, B. (2013). Halka açılan şirketlerin hisse senetlerinde alım-satım yoluyla kazanç elde edilebilir mi? BIST’den deliller. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(99), 39–58.

Ernst & Young LLP. (2024). *EY Global IPO Trends 2024*. EY.  
<https://go.ey.com/3C5e9YN>

Gündoğdu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *Sermaye Artırımı Fon Kullanımı Raporu*.  
<https://www.gundogdugida.com/finansal-bilgi-30-09-2024-sermaye-artirimi-fon-kullanimi.pdf>

Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş. (2024, Mayıs). *Fonun kullanım yeri raporu*. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
[https://www.hareket.com/uploads/Fonun\\_Kullan\\_m\\_Yeri\\_Raporu.pdf](https://www.hareket.com/uploads/Fonun_Kullan_m_Yeri_Raporu.pdf)

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. (2024, Eylül 30). Fon kullanım yeri raporu. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.  
<https://www.horoz.com.tr/Content/12/Media/halka-arzdan-elde-edilen-fonun-kullanm-yerlerine-likin-rapor-1.pdf>

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. (2024). Halka arzdan elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor (30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla). *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.

<https://storage.fintables.com/media/uploads/kap-attachments/IC%20Enterra%20-%20Fon%20Kullan%C4%B1m%20Raporu%2030092024.pdf>

- InvestAZ. (2024). 2024 yılında halka arz olan şirketler ve halka arz detayları. <https://www.investaz.com.tr/blog/2024-yilinda-halka-arz-olan-sirketler-ve-halka-arz-detaylari/>
- Investing.com Türkiye. (2024). *Halka arz takvimi*. <https://tr.investing.com/ipo-calendar/>
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*(36), 144-154.
- Kahraman, İ. K., ve Coşkun, E. (2020). İlk halka arzda düşük fiyatlama seviyesi zamanla değişiyor mu? Borsa İstanbul üzerine bir araştırma [Does underpricing level vary with time? An IPO research on Borsa Istanbul]. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34(1), 141–161. <https://doi.org/10.29252/sduiibfd.2020.25.4.23>
- Kahraman, İ. K. (2016). İlk halka arzda düşük fiyatlama olgusu ve Borsa İstanbul'da düşük fiyatlamamanın belirleyicileri (*Yüksek lisans tezi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı*).
- Karacaer, S., & Yiğiter, Ş. Y. (2010). Dışsal performans göstergeleri, kümülatif anormal getiriler ve müşteri memnuniyeti ilişkisi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(1), 141–172.
- Kartal, C., ve Turğut, E. (2024). First day and short-term return performances of initial public offerings: A study on Borsa Istanbul companies. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 20(2), 459–472.
- Kasim, M. Y., Muslimin, ve Dwijaya, I. K. B. (2022). Market reaction to the Covid-19 pandemic: Events study at stocks listed on LQ45 index. *Cogent Business ve*

<https://doi.org/10.1080/23311975.2021.2024979>

Kıraç Galvaniz Telekomünikasyon Metal Makine İnşaat Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, 31 Aralık). Fon kullanım yerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.

<https://storage.fintables.com/media/uploads/kap-attachments/K%C4%B1ra%C3%A7%20Galvaniz%20Fon%20Kullan%C4%B1m%20Raporu%2031.12.2024%20antetli.pdf>

Kırkulak, B. (2010). Uzun dönemli al-ve-tut getirileri: İMKB’de halka açık şirketler üzerine bir uygulama [Long-term buy-and-hold returns: Evidence from ISE]. *Ege Akademik Bakış (Ege Academic Review)*, 10(2), 465–486.

Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, 30 Eylül). Halka arzdan elde edilen fonun kullanım yeri raporu.

<https://storage.fintables.com/media/uploads/kap-attachments/KOTON%20MA%C4%9EAZACILIK%20-Halka%20Arzdan%20Elde%20Edilen%20Fonun%20Kullan%C4%B1m%20Raporu.pdf>

Koç Metalurji. (2024, Haziran 30). *Fon kullanım yerleri raporu*. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*.

[https://www.kocmetalurji.com.tr/yatirimciiliskileri/30.06.2024%20Ko%C3%A7%20Metalurji%20Fon%20Kullan\\_m%20Yerleri%20Raporu.pdf](https://www.kocmetalurji.com.tr/yatirimciiliskileri/30.06.2024%20Ko%C3%A7%20Metalurji%20Fon%20Kullan_m%20Yerleri%20Raporu.pdf)

KPMG Türkiye. (2025). *2024 Halka Arz Piyasası: Görünüm ve Değerlendirme Raporu*

[https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2025/02/2024%20Halka%20Arz%20Piyasas%C4%B1%20C3%96zet%20Raporu\\_.pdf](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2025/02/2024%20Halka%20Arz%20Piyasas%C4%B1%20C3%96zet%20Raporu_.pdf)

Kurumahmutoğlu, A. M. (2019). İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırma: İlk gün açılış, kapanış ve gün içi performansı üzerine BIST’te bir araştırma (*Yüksek lisans tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programı*).

Küçükkoçaoğlu, G., & Alagöz, A. (2009). İMKB'DE UYGULANAN HALKA ARZ YÖNTEMLERİNİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 24(2), 65-86.

Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). Lila Kağıt fon kullanım yeri raporu (30 Eylül 2024).

[https://lilakagit.com/wp-content/uploads/2024/10/Lila-Kagit\\_Fon-Kullanim-Yerleri-Raporu-30.09.2024.pdf](https://lilakagit.com/wp-content/uploads/2024/10/Lila-Kagit_Fon-Kullanim-Yerleri-Raporu-30.09.2024.pdf)

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). *Fon kullanım yeri raporu.*

<https://www.limakdoguanadolucimento.com/files/ek-6-fon-kullanim-yeri-raporu.pdf>

Mirgen, A., & Tepeli, K. (2023). BIST'de işlem gören savunma sanayi şirketlerinin finansal performanslarının çok kriterli karar verme yöntemleriyle analizi. 5. *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Kongresi Bildiri Kitabı (ss. 636–648).*

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.. (2024). 2024 yılı 1. çeyrek faaliyet raporu.

<https://mogan.com.tr/wp-content/themes/guris/files/1ceyrekogan.pdf>

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. (2024). Halka arzdan elde edilen fonun kullanımına ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu.*

<https://odine.com/wp-content/uploads/ek-6-fon-kullanim-yeri-raporu.pdf>

Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024, Mart). *Fon kullanım raporu (31.03.2024 tarihi itibarıyla).* Şirket resmi web sitesi.

<https://www.obamakarna.com.tr/uploads/2/2024-31-03-2024-Fon-Kullanim-Raporu.pdf>

- Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. (2024, Mayıs). *Fonun kullanım yeri raporu. Kamuyu Aydınlatma Platformu*. <https://www.onur.net/wp-content/uploads/EK-11-Fon-Kullanim-Raporu.pdf>
- Otlu, F., ve Ölmez, S. (2011). Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları ile fiyat performansını etkileyen faktörlerin incelenmesi, İMKB’de bir uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2), 14–44.
- Ozay, F. (2014). Halka arzda satış yöntemlerinin düşük fiyatlandırma açısından karşılaştırılması: BIST’te 2006–2013 yılları arasında bir uygulama (*Yüksek lisans tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*). YÖK Tez Merkezi.
- Özata Denizcilik. (2024, Eylül 30). *Halka arzdan elde edilen fonun kullanım yeri raporu. Kamuyu Aydınlatma Platformu*. <https://www.ozatadenizcilik.com/wp-content/uploads/2024/11/OzataD.-Halka-Arzdan-Elde-Edilen-Fonun-Kullanim-Yeri-Raporu-30.09.2024.pdf>
- Öztürk, S. Ç. (2024). Borsa İstanbul’da 2013–2021 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka arzlar için düzenlenen fiyat tespit raporlarının içerik analizi. *Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Doktora Programı*.
- Özyaşar Tel Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2024). Sermaye artırımından elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*. <https://www.ozyasar.com.tr/uploads/file/c3ea8ae6682e9e170f0d1ae5f53a65a3-1728015186450.pdf>
- Pamukçu, A., & Öztürk, E. (2018). *Halka arzlarda düşük fiyatlama ve Borsa İstanbul’a arz olma kriterleri. İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 1(2), ss. [...] [https://www.blksmmmo.org.tr/makale/depo/haberresim/20190227\\_1678277850\\_8.pdf](https://www.blksmmmo.org.tr/makale/depo/haberresim/20190227_1678277850_8.pdf)

Pasifik Donanım ve Yazılım Bilgi Teknolojileri A.Ş. (2024). *Sermaye artırımından elde edilen fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor.*

<https://www.oyakyatirim.com.tr/PublicOfferingNew/DownloadFile?fileUrl=patek-ek-6-sermaye-artirimindan-elde-edilen-fonun-kullanim-yerine-iliskin-rapor-ve-yk-karari.pdf>

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. (2024, Nisan). Fon kullanım yeri raporu ve yönetim kurulu kararı. <https://rgy.com.tr/content/files/12-fon-kul-790616698fe06b2bfd8.19731961.pdf>

Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş. (2024, Haziran 30). Fon kullanım yerine ilişkin rapor ve yönetim kurulu kararı. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*. [https://www.ykyatirim.com.tr/media/2ckfbks2/ek-6-2024-24-say\\_1\\_-\\_fon-kullanimina-iliskin-yk-karar\\_-ve-yk-raporu.pdf](https://www.ykyatirim.com.tr/media/2ckfbks2/ek-6-2024-24-say_1_-_fon-kullanimina-iliskin-yk-karar_-ve-yk-raporu.pdf)

Sermaye Piyasası Kurulu. (2013). Sermaye piyasası araçlarının satışında izlenecek esaslar hakkında tebliğ (III-37.1). *Resmî Gazete, Sayı 28704*. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130711-23.htm>

Sermaye Piyasası Kurulu. (2013). Pay Tebliği (VII-128.1). <https://spk.gov.tr/data/61e3664d1b41c61270320801/ba1adc3a-0abd-4616-bfb0-58b457d931ff.pdf>

Sevim, Ş., ve Akkoç, S. (2006). İlk halka arzların uzun vadeli performansları ve ucuz fiyat olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda sektörel karşılaştırmalı bir uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16.

Sümer Varlık Yönetim A.Ş. (2024). *Fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor*. Kamuyu Aydınlatma Platformu. [https://www.sumervarlik.com.tr/Uploads/Galeri\\_Pdf/1c2ff15d-5906-48e1-b0d0-5d817079ac25Fonun%20Kullan%C4%B1m%20Yerlerine%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Rapor.pdf](https://www.sumervarlik.com.tr/Uploads/Galeri_Pdf/1c2ff15d-5906-48e1-b0d0-5d817079ac25Fonun%20Kullan%C4%B1m%20Yerlerine%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Rapor.pdf)

- Tunçay, E. (2019). Borsada ilk halka arzların performansının değerlendirilmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama (*Yüksek lisans tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı*).
- Tükel, A. (2010). Asimetrik enformasyon ışığında halka arzların uzun dönemli performanslarının değerlendirilmesi. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, 0(12), 102–121.
- Usanmaz, S., ve Söylemez, A. O. (2021). Halka arzlarda anormal getiriye etki eden faktörlerin tespiti [Determination of factors affecting abnormal return on initial public offerings]. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 43(2), 312–328. <https://doi.org/10.14780/muiibd.1052085>
- Usanmaz, S. (2022). Borsa İstanbul’da ilk halka arzlarda kısa, orta ve uzun vadede performansına etki eden faktörlerin tespiti. *Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Bankacılık Doktora Programı*.
- Ünlü, U., & Ersoy, E. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performansın belirleyicileri: 1995–2008 İMKB örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 243–258. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/deuiibfd/issue/22546/241111>
- Yalçınır, K. (2005). The analysis of the relationship between the concept of underpricing at initial public offerings and types of public offerings and the public offering price: A study covering the period 1997–2004. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2), 145–158.
- Yavuz, S., Yıldırım, S., ve Elmas, B. (2015). Kurumsal yönetim endeksi ile şirket hisse senedi getiri ilişkisi: BIST’de bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73–82.
- Yılmaz, A., ve Abdioğlu, N. (2023). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama anomalisi: Borsa İstanbul’da piyasaya göre düzeltilmiş anormal getiri modeli ile SVFM karşılaştırılması 11(3), 227–252. <https://doi.org/10.22139/jobs.1372488>

Yiğit Akü Malzemeleri Nakliyat Turizm İnşaat San. ve Tic. A.Ş. (2024, Haziran 30). Fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor. *Kamuyu Aydınlatma Platformu*. [https://www.yigitaku.com/BackOffice/UploadImage/Pages/HALKA%20ARZ%20GEL%C4%B0R%C4%B0NDEN%20ELDE%20ED%C4%B0LEN%20FONU%20KULLANIM%20YERLER%C4%B0NE%20%C4%B0L%C4%B0%C5%9EK%C4%B0N%20RAPOR\\_Yi%C4%9Fit%20Ak%C3%BC.pdf](https://www.yigitaku.com/BackOffice/UploadImage/Pages/HALKA%20ARZ%20GEL%C4%B0R%C4%B0NDEN%20ELDE%20ED%C4%B0LEN%20FONU%20KULLANIM%20YERLER%C4%B0NE%20%C4%B0L%C4%B0%C5%9EK%C4%B0N%20RAPOR_Yi%C4%9Fit%20Ak%C3%BC.pdf)

Yücel, E. (2025). İlk halka arzlarda fiyatlama, likidite ve borçlanma ilişkisi: 2020 ve 2021 dönemi halka arzlara ilişkin bir uygulama. *Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı, Bankacılık ve Finans Doktora Programı*.