

Halka Arzın İşletmelerdeki Finansal ve Faaliyet Performansına Etkisi Financial and Operational Performance Impact of Public Offering in Business

Kadir DAŞTAN^a Recep Ali KÜÇÜKÇOLAK^b

^a İstanbul Ticaret Üniversitesi, S.B.E., Doktora Öğrencisi, İstanbul, Türkiye. kadir.dastan@ticaret.edu.tr

^b İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, İstanbul, Türkiye. akucukcolak@ticaret.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Halka Arz Borsa İstanbul Finansal Analiz Finansal Tablolar Gönderilme Tarihi 21 Kasım 2024 Revizyon Tarihi 1 Mart 2025 Kabul Tarihi 10 Mart 2025 Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	Amaç – Bu çalışma işletmelerin finansal ve faaliyet performanslarının halka arzlardan nasıl etkilendiklerini araştırmakta, işletmelere sürdürülebilir performans gelişimleri için yol göstermeyi amaçlamaktadır. Yöntem – Çalışmada veriler normal dağılım özelliği göstermediği için spearman korelasyon analizi ve friedman testi kullanılmış, çok değişkenli analizler için kruskal wallis-h testi yapılmış ve çıkan sonuçlar man whitney-u testiyle yorumlanmıştır. Son bölümde ise ilk ve dönemsel halka arzlar için kukla değişkenli regresyon analizine yer verilmiştir. Bulgular – Çalışmada 2012-2021 yılları arasında halka arz edilen 339 şirketin ilk ve dönemsel halka arzları incelenmiş, 106 adet ilk halka arzın 4 tanesi veri yetersizliği, 233 dönemsel halka arzın 194 adedi ilk halka arzla eşleştirilememesi sebepleriyle kapsam dışı tutulmuştur. Ancak iki veya daha fazla dönemsel halka arzı yapılan işletmeler tekleştirildiğinde toplamda 125 adet şirketin verileriyle, işletmelerin finansal performans göstergelerinden sayılan likidite, finansal yapı, karlılık ve değerlendirme oranları halka arz yılında %40, halka arz sonrasında %80 oranında halka arz öncesine göre yüksek düzeyli gelişme gösterdiği görülmüştür. Faaliyet performans göstergesi olarak ele aldığımız iflas tahmin ölçümleri, kredi derecelendirme hesaplamaları ve faaliyet yapı oranları ise halka arz yılında %10, halka arz sonrasında ise %15 gelişme göstermiştir. Tartışma – Araştırma kapsamında çıkan sonuçlara göre işletmeler halka arzdan pozitif etkilenmekte, finansal performansları, faaliyet performanslarından daha yüksek düzeyde gelişme göstermektedir. Finansal göstergelerin daha olumlu olmasında toplanan fonların sermaye artışı ve borç ödemede kullanılmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Halka arz üzerinde finansal ve faaliyet performans analizlerinin birlikte ele alındığı başka çalışma olmadığı için bu alanda yapılacak yeni çalışmalara ihtiyaç bulunmaktadır.
ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Public Offering Istanbul Stock Exchange Financial Analysis Financial Tables Received 21 November 2024 Revised 1 March 2025 Accepted 10 March 2025 Article Classification: Research Article	Purpose – This study aims the effects of public offering on the financial and operating performances of companies and offers them sustainable performance suggestions regarding public offering. Design/methodology/approach – In the study, since the data did not contain normal distribution, spearman correlation analysis and friedman test were used, in addition, the kruskal wallis-h test was performed for multivariate analysis and the results were interpreted with the man whitney-u test. In the last section, regression analysis with dummy variables for initial and seasonal public offerings is included. Findings – In the study, the initial and seasoned public offerings of 339 companies were examined between 2012 and 2021, 4 initial public offerings were excluded due to lack of data, and 194 of the 233 periodical public offerings could not be matched with the initial public offering. Moreover, two or more periodic public offerings are merged and total datas have been 125 companies. Liquidity, financial structure, profitability and valuation ratios, which are considered as financial performance indicators of the companies, show a high level of improvement compared to the pre-public offering, by 40% in the IPO year and 80% after the IPO. Bankruptcy prediction measurements, credit rating calculations and activity structure ratios, which we consider as the operating performance indicators, improved by 10% in the IPO year and 15% after the IPO. Tartışma – According to the results of the research, companies are affected positively from the public offering and their financial performance improves at a higher level than their operating performance. It is thought that the use of the collected funds in capital increase and debt payment is effective in making the financial indicators more positive. Since there is no other study that examines financial and operational performance analysis together on public offerings, new studies are needed in this field.

*Bu makale Kadir Daştan'ın "Halka arzın şirketlerin finansal ve faaliyet performansı üzerindeki etkileri: Bist'te uygulama örneği" isimli doktora tez çalışmasından üretilmiştir.

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Daştan, K., Küçükçolak, R. A. (2025). Halka Arzın İşletmelerdeki Finansal ve Faaliyet Performansına Etkisi, İşletme Araştırmaları Dergisi, 17 (1), 532-550.

1. GİRİŞ

İşletmelerin yatırım ve faaliyetlerini sürdürmek için ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarından olan hisse senedi satışı yani halka arz diğer finansman kaynaklarından faizsiz ve çok düşük maliyetli olması ile ayrılmakta, bir şirketin tüm sermaye piyasası araçlarıyla genel çağrı vasıtasıyla kendi paylarını satışa koymasidir (SPK, 2016). Halka arzın aşağıdaki bölümlerde de etraflıca göreceğimiz üzere avantaj ve dezavantajlarının işletmeler üzerinde ne gibi etkilere yol açtığı konusu finansal ve faaliyet performans analizleriyle net bir şekilde görülebilmektedir.

Halka arzın finansal ve faaliyet performansına ilişkin literatürde pek çok çalışma olmasına karşın çalışmalar ağırlıklı olarak fiyat performansına odaklanmakta, mali tablolarından beslenen çalışmalar daha geri planda kalmaktadır. Literatürde fiyat performans çalışmaları kısa dönemli düşük fiyatlamaya Ritter ve Ljungqvist başta olmak üzere pek çok çalışmayla incelenmiştir. Ritter, kısa dönemde düşük fiyat belirlemenin pozitif etkiler ortaya çıkardığını uzun dönemde ise performansı düşürdüğünü ifade etmekte ve halka arzları soğuk ve sıcak dönemlerdeki etkilerle incelemektedir (Ritter J. R., Mayıs 2022:15). Ljungqvist ise 840 işletme üzerinde yaptığı çalışmayla %22'lik kısa dönemli getiri tespit etmiş yine uzun dönemde düşük performansın oluştuğunu ifade etmiştir (Ljungqvist, 2007:381). Dawson, Hong Kong borsasına dönük yaptığı çalışma da 1987 yılında 17,6%, Kim ve Lee Güney Kore için 1995 yılında düşük fiyatlamaya etkilerinin yüksek olduğunu ilk günkü getirilerin 79%'ye kadar yükseldiğini ifade etmişlerdir (Heerden & Alagidede, 2012:136). Uzun dönemde yapılan çalışmalarda ise Loughran 5 yıllık dönemde %20'lik negatif getiri (Savaşkan, 2005:23), Otero ve Mendez ise yüksek getiri tespit etmişler ancak bu yüksek getirinin bilanço makyajlamaları sebebiyle oluştuğunu ifade etmişlerdir (Otero & Mendez, 2005:64). Ritter, 1975-1984 yıllarında halka arzı yapılan 1526 örnek veriyi baz alarak hisse senetlerinin 3 yıllık dönemde nasıl tepki verdiğini incelemeye almış ve ortalama getiri oranını 34,37% olarak tespit etmiştir. Ancak ilgili periyottan çok daha önce halka arz edilen şirketlerin aynı dönemlerdeki getirilerinin 61,86% olduğunu görünce uzun dönemde düşük performans çalışmasını teoriye dönüştürmüş ve doğrulamıştır (Ritter J. R., 1991:4). Suret ve Koroli (2004), 1991-1998 döneminde Kanada'da 20,57%, Drobetz ve Kammermann 1983-2000 döneminde İsveç'te 34,97%'lik getiri oranı bulmuşlardır (Savaşkan, 2005). Baron ve Holmström 1980 yılında geliştirdikleri sinyal hipotezinde ilk halka arzların sonraki halka arzlar için ön yatırım olduğunu ve bu yatırımların sonraki halka arzlar üzerinde pozitif sinyaller ürettiğini belirtmişlerdir (Baron & Holmström, 1980:1122). Corwin 1980-1998 yılları arasındaki 498 dönemsel halka arzda -2,2% düşük fiyatlamaya etkisinin oluştuğunu ancak buna SEC uygulamalarının yol açtığını, bunun kesin şekilde tespit edilebilmesi için işletme içi etkenlerin yanı sıra dış etkenlerinde önemli derece de yer tuttuğunu tüm sürecin toplu şekilde değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmiştir (Corwin, 2003:2276).

Yukarıda sayılan fiyat performans çalışmaları finansal performans analizlerine girmektedir. Bilanço içerisinde yer alan kredi borçları, likidite durumları ya da sermaye yapısına ilişkin çalışmalar ise yok denecek kadar azdır. Faaliyet performans çalışmalarına dönük olarak Albez 2003 yılında 1995-2001 dönemindeki 7 işletme üzerinde inceleme yapmış, discriminant analizi ve logit tekniğiyle teknik analiz çalışması yapmıştır. Bu çalışmalarla halka arzın negatif etkilerini tespit etmiş ancak bunun sebebi olarak dünyadaki negatif konjonktürel etkilerin olduğunu ifade etmiştir. Fang HO 2003 yılında 1980-1999 yılları arasındaki 2300 Nasdaq işletmesi üzerinde yaptığı analizde sinyal etkisi tespit etmiş, katılımcı sayılarının negatif sinyal etkileri sebebiyle düştüğünü ve toplanan fon değerlerinde de düşüş olduğunu ve performansların negatif etkilendiğini ifade etmiştir (Fang Ho, 2003:92). Ülkemizde ise Gökalp halka arz değişkenlerinin halka arz üzerindeki etkilerine odaklanmış ve anova testi yapmıştır. Buna göre işletme yaşı performansta etken değilken, bedelli sermaye artırımının olduğu halka arz şekillerinde mali başarı düşmekte, halka arz oranı da arttıkça mali başarı negatif etkilenmektedir (Gökalp, 2010:295). Kandil 2000-2004 yıllarını 2009 yılında bedelli sermaye artırımlarıyla rüçhan haklarını inceleyerek mercek altına almış, 36 aylık periyod da BİST'te de uzun dönemde düşük performans olgusunun geçerli olduğunu ve getirinin -0,58% düzeyinde olduğunu tespit etmiştir (Kandil İ. E., 2009:72). Küçükçaylı 2013 yılında 1992-2005 yılları arasındaki 82 halka arzı incelemiş, kullandığı 27 finansal oran analizinden ekonomik rantabilite, borç ödeme gücü ve satış oranlarında pozitif ilerlemeler kaydedildiğini belirtmiştir (Küçükçaylı, 2013:152). Kurban 2021 yılında 2008-2019 yılları arasındaki 132 halka arzı incelemiş, kısa dönemde elde edilen karların hızlıca realize edilmeleri isteği sebebiyle karlılıkların büyümediğini öngörmüştür (Kurban, 2021:128).

Yukarıda belirtilen analizler gibi benzer çalışmalar faaliyet bazlı incelemeye odaklanmakta, standart bazı oran formülleriyle ilerlemekte, kredi derecelendirme, iflas tahmin modeli gibi kapsamlı inceleme imkanına sahip olmamaktadır. Bu çalışma da ise işletmelerin performansları katkı paylarıyla, halka arz esnasında toplanan fon miktarında etkili olan kalemlerle geniş kapsamlı şekilde incelenmekte, iflas tahmin modelleri, kredi derecelendirme hesaplamaları, halka arz değişkenlerinin performanstaki rolleri, ilk halka arz yanında dönemsel halka arzında performans durumu ayrıca sorgulanmaktadır. Diğer taraftan araştırma USD bazlı yapıldığı için enflasyonist etkileri de tolere etmekte, finansal ve faaliyet performans ölçümlerini tek çalışma da ayrı ayrı incelemektedir. Ulaştığı sonuçlarla bu çalışmanın yukarıda sayılan fiyat performans çalışmalarına ek olarak faaliyet performans analizlerini de parametrik değerlerle konsolide etmesi ve iki analizi kredi derecelendirme ve iflas tahmin modelleri gibi uluslararası literatür çalışmalarına da kaynak oluşturabilecek sistematığı ile literatüre önemli katkılar yapacağı düşünülmektedir.

İşletmeler halka arz sürecinde ağırlıklı olarak elde edecekleri fonların maksimizasyonuna odaklanmakta, halka arzın bilanço ve gelir tablosu üzerindeki etkilerine bu süreçte çok önem vermemektedirler. Sonuç bölümünde de göreceğimiz üzere halka arzdan elde edilen kaynaklar borç ödeme veya sermayeyi büyütme gibi faaliyetlere ayrıldığı için yatırım ve operasyonel kalemler halka arzdan yeterince beslenememekte, işletmeler için esas olan sürdürülebilir büyüme geri planda kalmaktadır. Bu etkiler sebebiyle araştırmamızın işletmelere halka arz sürecinde nasıl bir sistematikte ilerlemenin daha faydalı olacağını göstermesi açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Hisse senetleri geniş anlamda, şirketin anaparasının eşit parçalara bölünmesi sonucu ortaya çıkan her bir parçayı ifade eder. Hisseler, şirkete ortak olarak katılımı ve iktisap edilen hisse sayısına bağlı olarak şirket sahipleri ile kendileri arasında özel bir ilişkiyi temsil eder (Yaşar vd., 2020:3966).

2.1. Halka Arz

Halka arz, şirket paylarının aracılar vasıtasıyla birbirini tanımayan çok sayıda yatırımcıya çağrı ve duyuru yoluyla satılmasıdır (SPK, 2022) ve paylar, ortaklığın belirli bir kısmını kıymetlendiren belgelerin sermayesidir (Yaşar vd., 2020:3967). Sürdürülebilir büyüme için düşük maliyetli finansman metodu olan halka arz, işletmelere önemli bir kaynak girişi sağlar (Sayar, 2003:17). Düşük maliyet avantajının yanı sıra payların teminat gösterilmesiyle de dolaylı finansman dediğimiz ikinci bir kaynak finansman imkânı da ortaya çıkarır.

Halka arz şirketlerin kredi geri ödemelerinde kendi araçlarını piyasaya sürmesiyle ortaya çıkmıştır. Şirketler hisse senetlerini piyasaya sürerken bazı kriterler önem taşımaktadır. Ortak ve pay sayısı, halka açılma oranı, işlem pazarı bunların başlıcalarıdır. Halka arz üç tür de yapılabilir. Bunlar hisselerin direkt piyasalarda satılmasıyla yapılan ortak satış, ilk halka arz sonrasında sermaye artışıyla ikinci kere yapılan satış yani sermaye yoluyla satış hem ortak satış hem de sermaye artışı birlikte kullanılarak yapılan karma satıştır (Dikbaş, 2006:62).

Halka arz 1989 yılına kadar organize bir yapıya ulaşamamıştır. 1989 sonrasında ise halka arz işlemleri İMKB bünyesinde sürdürülmeye başlamıştır (Koç, 1998:10).

2.2. Tarihsel Gelişim

Borsaların kökenleri çok eski çağlara, özellikle de Roma İmparatorluğu'nun pazar ve agoralarına kadar uzanmaktadır (Karşlı, 2004:221). 1409 yılında Belçika'da kurumsallaşmış ve Avrupa'ya doğru genişlemiştir (Morales, 2018:175). Pusulanın bulunması denizcilik ve ticareti geliştirmiş, 15. yüzyılda havale kullanmaya başlayan İngiltere, İtalya ve Belçika gibi ülkelerde büyük ticaret alanları kurulmuş ve ticari senetlerle işlemler başlamıştır. O dönemde borsalar öncelikle emtia alım satımına yönelik pazarlar olmasına rağmen, adını piyasayı düzenleyen İtalyan Beurse ailesinden almıştır (Karşlı, 2004:221).

Ülkemizde de borsanın tarihi 1850'li yıllara yani Osmanlı dönemine uzanmaktadır. Osmanlı da sarraflar altın ve gümüş basma hakları sebebiyle borsa işlemlerine de aracılık yapıyorlardı (Karababıyık, 2001:82). Bu yönüyle bu dönemdeki borsa aslında emtia borsasıdır. 1866 sonrasında ise borsa işlemlerine aracılık yapan sarraflar mubayaacı, tellal gibi isimlerle işlem yapmaya başlamışlar ve ilk Borsa'da bu yılda Dersaadet Tahvilat Borsası adıyla kurulmuştur ancak 1.dünya savaşı ile borsa işlemleri sona ermiştir. 1923 sonrasında mubayaacı ismi acente ile değiştirilmiş ve borsa işlemleri Maliye'nin denetimine tabi tutulmuştur (Soydemir

& Akyüz, 2015:110). 1958’de borsanın kambiyo yetkisi Merkez Bankasına devredilmiştir. 1980 darbesi sonrası yaşanan bankerler krizi ile 1986’da İMKB kurulmuş ve 1992’de İMKB uluslararası stock exchange federasyonuna üye olmuştur (Karababıyık, 2001:86). 1994 krizi sonrasında yeni bina kurulmuş ve bugünkü yapısına benzer bir yapıya dönüştürülmüştür. 2013 yılında İMKB adı BİST ile değiştirilmiş (BİST, 2021), altın ve vadeli opsiyon işlemleri de BİST kapsamına girmiştir (Soydemir & Akyüz, 2015:442). En son 2020 yılında Borsa’dan iki sıfır atılmış, yıldız pazar, ana pazar ve alt pazar gibi düzenlemelere gidilmiştir (BİST-2020/5.8, 2020).

2.3. Halka Arzın Avantaj ve Dezavantajları

Halka arz ile işletmeler kurumsallık, tanınma, ucuz finansman, ürün çeşitliliği, prestij, pazar ağırlığını artırma, verimli yönetim, üretim maliyetlerinde düşüş gibi pek çok avantaj elde ederken (Dikbaş, 2006:58); halka arz maliyetleri, denetim, bürokratik engeller, yasal zorunluluklar (Ölmez, 2010:32) gibi bazı zorlayıcı işlemlere de katlanırlar. Halka açılmanın şirketlere sağladığı kurumsallaştırmayı hızlandırma, ucuz finansman olanaklarının artırılması gibi pek çok fayda varken, işletmelerin denetime tabi tutulması, ekstra maliyetler ortaya çıkarması gibi yüklediği bazı maliyetlerde bulunmaktadır (Dikbaş, 2006:58).

2.3.1. Halka Arzın Avantajları

- Halka arzın işletmelere sağladığı başlıca fayda faizsiz nakde erişimin ortaya çıkmasıdır (BİST, 2022).
- Kurumsallaşmayı hızlandırması diğer bir fayda unsurudur (SPK, 2016:3).
- Şirketlerin itibarındaki pozitif statü ise yapacağı faaliyetlerde konumunu güçlendirir (Sabine, 2003:193).
- Şirketlerin yurtiçi ve yurtdışında tanınmalarını hızlandırır (Corwin, 2003:3).
- Vergi avantajı da sağlar (Sarıkamış vd., 2002:43).
- Hisse senetlerinin pazarlama olanaklarını kolaylaştırması ve likiditenin yükselişi, marka değeri gibi etkenlerin fiyatlarına ve işletme değerine pozitif yansımaları, yönetici ve ortakların profesyonelleşmesi ve işe olan hakimiyetlerinin artması, çok yönlü ve vizyoner bakış açısı kazanmaları (Tenker, 1997:37) gibi hususlarda yine diğer önemli faydalar arasında sayılabilir.

2.3.2. Halka Arzın Dezavantajları

- Kâr payı ve temettü dağıtımı gibi konular işletmeler için zorlayıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Resmî Gazete: 28891, 2014).
- SPK mevzuatına uygun hareket edilmesi, şeffaflığa uyum çerçevesinde bilgi verme zorunlulukları, ortakların daha aktif rol almaları gibi hususlar işletmeleri zorlamaktadır (SPK, 2022).
- Ortaya çıkan ilave yasal işlemler sebebiyle karar alma sürecinde uzama ve zayıflama işletme içinde anlaşmazlıklara dönüşebilir (Ölmez, 2010:32).
- Halka arz maliyetleri ve sonrasında oluşan sürekli maliyetler (BİST, 2017:22).
- Yönetim bilgi formunun yayınlanması, raporların kriterlerle sabitlenmesi, dipnot açıklama zorunlulukları, ilave içerik uygulamaları, bağımsız üye zorunluluğu gibi konuların KAP bildirim formlarıyla işleyişi işletmeler için ek bürokrasi niteliğindedir (SPK, 2019).

Aldatıcı bilgi ve reklam içeriklerinden uzak durulması, piyasa dolandırıcılığı ilkesine uyuma entegre olma konuları da işletmelerin manipülasyon ve spekülasyon iştahlarını frenlemektedir (SPK-6362, 2022).

3. YÖNTEM

Finansal performans analizleri bilanço ve mali tablo analizleriyle yapılmaktadır. Bunlar tek bir mali dönemde statik olarak yapılabileceği gibi birkaç dönemde karşılaştırmalı yani dinamik olarak da yapılabilmektedir (Altuğ, 2010:40). Finansal analizler oran analizi, eğilim yüzdeleri analizi, dikey analiz ve yatay karşılaştırmalı analiz olarak dört gruba ayrılmaktadır. Araştırmamızda ise oran analizleri (likidite, finansal yapı, faaliyet yapı, karlılık), değerlendirme analizleri, kredi derecelendirme ve iflas tahmin modellerini kullanacağız.

3.1. Araştırmanın modeli/hipotezleri

Araştırma modelinde şirketlerin 5 yıllık faaliyet raporları ve hisse senedi kapanışlarından elde edilen verilerle likidite, finansal yapı, faaliyet yapı, karlılık, kredi derecelendirme ve iflas tahmin modelleri ve değerlendirme analizleri yapılmış, bu ölçümlerin yıllık farklılıklarını görmek için birinci grup hipotezler de yer alan Friedman testi kullanılmıştır. Halka arzdan elde edilen USD fon değeri halka arzın başarısını ölçen temel değişken

olduğu için birinci bölümde ulaştığımız yedi analiz sonucuyla toplanan USD fon değeri değişkeninin ilişkisini ölçmek için ikinci bölümdeki hipotez kurulmuş ve Spearman korelasyon analizi yapılmıştır. Şirketlerin borsa'da halka arz edileceği tür, borsa'da işlem görecekları pazar ve satış yönteminin yıllık farklılıklarını görmek için üçüncü bölümdeki hipotezlerle Friedman testi yapılmıştır. Şirket tipi, kuruluş tarihi, işlem pazarı, satış yöntemi gibi alt değişkenlerin temel değişkenimiz olan toplanan USD fon değeri üzerindeki etkisini gözlemlemek için dördüncü grup hipotezler oluşturulmuş ve Kruskal Wallis-H testi yapılmış, bu testten elde edilen sonuçlar Mann Whitney-U Analiziyle yorumlanmıştır. Beşinci grupta toplanan USD fon değeri yıl ve yatırımcı sayısı bazında incelenmiş. Altıncı bölümde ise Kukla değişkenli Regresyon analizi yapılmış ve ilk halka arz ile ikincil halka arzın performansı ölçümlenmiştir. Tüm gruplar birlikte değerlendirildiğinde toplamda aşağıda kategorize edilen 18 adet hipotez kurulmuştur.

3.1.1. Finansal ve faaliyet performans analiz hipotezleri-Friedman testi

H1: Şirketlerin likidite oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H2: Şirketlerin finansal yapı oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H3: Şirketlerin faaliyet yapı oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H4: Şirketlerin değerlendirme oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H5: Şirketlerin karlılık oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H6: Şirketlerin icra iflas oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H7: Şirketlerin kredi derecelendirme oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

3.1.2. Oranlar arası kurulan korelasyon hipotezleri-Spearman korelasyon analizi

H8: Şirketlerin toplam USD değerleri, likidite, finansal yapı oranları, faaliyet yapı oranları, karlılık oranları, değerlendirme oranları, icra iflas oranları ve kredi derecelendirme oranları t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası ölçümleri arasında anlamlı ilişkiler vardır.

3.1.3. Halka arz değişkenleri ile oranlar arası analiz hipotezleri- Friedman testi

H9: Şirket tiplerine göre ayrılmış finansal ve faaliyet performans analizleri zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H10: Şirketlerin işlem pazarlarına göre ayrılmış finansal ve faaliyet performans analizleri oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

H11: Şirketlerin satış yöntemine göre ayrılmış finansal ve faaliyet performans analizleri oranları zamanlara göre farklılık göstermektedir.

3.1.4. Toplanan USD fon değeri ile halka arz değişkenleri arasındaki korelasyon hipotezleri-Kruskal Wallis-H Testi-Mann Whitney-U Analizi

H12: Şirketlerin toplanan USD Fon değeri şirket tipine göre farklılık göstermektedir.

H13: Şirketlerin toplanan USD Fon değeri şirketlerin kuruluş tarihine göre farklılık göstermektedir.

H14: Şirketlerin toplanan USD Fon değeri şirketlerin işlem pazarlarına göre farklılık göstermektedir.

H15: Şirketlerin toplanan USD Fon değeri şirketlerin satış yöntemlerine göre farklılık göstermektedir.

H16: Şirketlerin toplanan USD Fon değeri şirketlerin sektörlerine göre farklılık göstermektedir.

3.1.5. Toplanan USD fon değeri ile halka arz değişkenleri arasındaki genel korelasyon hipotezleri-Spearman korelasyon analizi

H17: Şirketlerin toplam USD değeri, yıl, halka arz ve yatırımcı sayıları arasında anlamlı ilişkiler olduğu belirlenmiştir.

3.1.6. Toplanan USD fon değeri ile ilk ve dönemsel halka arz arasındaki regresyon hipotezleri- Kategorik Kukla Değişkenli Regresyon Analizi

H18: İlk halka arz ile dönemsel halka arzın toplanan USD fon değeri üzerindeki etkileri farklılık göstermektedir.

3.2. Evren ve Örneklem

Araştırma da 2012-2021 yılları arasında borsa'da toplam 339 halka arz incelenmiştir. Bu halka arzların 233 adedi ikincil halka arz, 106 adedi ilk halka arzdır. İkincil halka arzlarla ilk halka arzların karşılaştırmasında aynı şirkete ait veriye ihtiyaç duyulduğu ve 194 ikincil halka arzın ilk halka arzı bulunmadığı için kapsam dışına alınmıştır. Buna ilave olarak 4 adet ilk halka arzda veri eksikliği olduğu için yine kapsam dışı tutulmuştur. Diğer taraftan ikincil halka arzlarda aynı şirketin birden fazla halka arzı ortalamalarla tekleştirildiğinde kapsam dışına alınan halka arz sayısı 214 olmuş böylece örneklem kapsamına giren halka arz sayısı 125 olmuştur. Her işletme için elde edilen veriler halka arzdan 2 yıl öncesi t-1, t-2; halka arz yılı t yılı ve halka arz sonrası 2 yıl t+1, t+2 olarak sınıflandırılmış toplam da 5 yıllık raporlar ve piyasa verileri incelenmiştir.

3.3. Veri Toplama Aracı

Şirketlerin halka arz performans ölçümlerine ulaşabilmek için KAP-Kamuyu aydınlatma platformunda yayınlanan işletmelerin faaliyet raporları, halka arz raporları, denetim raporları, sorumluluk beyanları ve diğer yayınlar kullanılmış, bu verilere ek olarak BİST hisse senedi kapanış fiyatları, SPK ve TTK yayınları da incelenmiştir. Araştırmada KAP'ta yayınlanan yasal veriler kullanıldığı için bilançolarda yer alabilecek ekstrem düzenlemeler, spekülasyon ve manipülasyon hareketleri sonucu oluşan fiyat hareketleri verinin kısıtını oluşturmaktadır.

3.4. Verilerin Analizi

KAP-Kamuyu aydınlatma platformundan alınan veriler nice veri analiziyle yukarıdaki analiz türleriyle SPSS-25 programında test edilmiştir. Araştırma da betimsel-tanımlayıcı bulgulara ulaşılmıştır. Elde edilen veriler normal dağılım özelliği göstermediği için pearson korelasyon yerine değişkenler arası ilişki, bu ilişkinin kuvveti ve yönünün belirlenmesi için spearman korelasyon testi, anova testi yerine ölçüm düzeylerinde yıllık farkların tespiti için friedman testi kullanılmıştır. Diğer taraftan iki veya daha fazla değişkenin toplanan fon değeri üzerindeki etkisi söz konusu olduğu için ve şirketlerin özellikleri ile ölçümlerin farklılığının karşılaştırılması söz konusu olduğu için veriler kruskal wallis h testiyle incelenmiş, test sonucu farklılığın hangi gruplardan kaynaklandığının belirlenmesi içinde mann whitney u testiyle analiz edilmiştir. Son bölümde ise toplanan fon değeri üzerinde ilk ve dönemsel halka arz verilerinin hangisinin daha etkili olduğunu görebilmek için kukla değişkenlerle regresyon analizi yapılmıştır. Analizler %95 güven aralığıyla yapılmış, değişkenlerin incelenmesinde ortalama, toplam puan, standart sapma, r ve p değerleri hesaplanmıştır.

Oran analizinde hesaplar arasında korelasyon kurulur ve yüzdesel farklılıklar incelenir böylece şirketin likit durumu, faaliyet ve karlılık durumu, ödeme gücü gibi pek çok konuda fikir yürütülür (Sukhpreet, 2022:58). Bu özellikleriyle oran analizi işletmenin kendi içinde yapılabileceği gibi rakiplere dönük, endüstrinin geneline dönük belirlenmiş standartlarla da yapılabilir (Gibson, 2009:178). Araştırma da kullanacağımız analiz türleri ve bu analizler için kurulan hipotezler aşağıda özetlenmiştir. Aşağıdaki tablo da yer alan likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet yapı oranları ve karlılık oranları oran analizinde kullanılmakta olan dört grup analiz türüdür. Likidite oranları işletmelerin borç ödeme kapasitelerini, finansal yapı oranları işletme sermayesinin borç durumu için yeterliliğini, faaliyet yapı oranları faaliyette yer alan alacakların, borçların ya da stokların hangi sürelerde devrettiğini, karlılık oranları ise mevcut duran varlık ve sermaye yapısıyla ne kadar kar üretme potansiyelinin mevcut olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki formüllerden likidite, finansal yapı, karlılık ve değerlendirme oranları finansal performans ölçüm aracı iken, iflas tahmin modeli, faaliyet yapı ve kredi derecelendirme oranları faaliyet performans ölçüm aracı olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 1. Finansal-Faaliyet performans ölçümünde kullanılan formüller

Genel Grup	Alt Grup	Analiz Formülü
İflas Tahmin Modelleri	Altman Likit Z Score	Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar
		Net İşletme Sermayesi / Net Satış
	Altman Varlık Score	EBT(VÖK) / Toplam Varlıklar
		EBT(VÖK) / Net Satış
	Springate S-Score	EBITDA(FAVÖK) / Toplam Varlıklar
		EBITDA(FAVÖK) / Net Satış
Kredi Derecelendirme Oranları	Funds From Operations (Faaliyetlerden Sağlanan Fonlar)	Net Kar + Amortisman + Faaliyetlerle İlgili Net Kazanç ve Kayıplar
	Free Cash Flow (Serbest Nakit Akışı)	EBITDA- Maddi Duran Varlıklar
	Free Operating Cash Flow (Faaliyetlerden Sağlanan Serbest Nakit)	Net Kar + Amortisman + Net İşletme Sermayesi – Maddi Duran Varlıklar
	Unlevered Cash Flow (Kaldıraçsız Nakit Akışı)	EBITDA–Maddi Duran Varlıklar–Net İşletme Sermayesi
	Cash Flow from Operation (Operasyonlardan Sağlanan Nakit)	Net Kar + Amortisman + Net İşletme Sermayesi
Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Asit Test Oranı	(Dönen varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yab.Kay.
	Nakit Oran	Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Finansal Yapı Oranları	Finansal Kaldıraç Oranı	Borçlar (Yabancı Kaynaklar) / Aktif (Pasif)
	Özkaynak Oranı	Özkaynak / Aktif (Pasif)
	Finansman Oranı	Özkaynak / Toplam Yabancı Kaynak
	Öz Varlık Oranı	Borçlar / Özkaynak
	KVYK Oranı	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif
	UVYK Oranı	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif
	Duran Varlık Oranı	Duran Varlıklar / Özkaynaklar
	Maddi Duran Varlık Oranı	Maddi Duran Varlıklar / Özkaynaklar
Faaliyet Yapı Oranları	Alacak Devir Hızı Oranı	Net Satış / Ortalama Ticari Alacaklar
	Stok Devir Hızı Oranı	Satılan Malın Maliyeti / Ortalama Stoklar
	Net İşletme Sermayesi Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Net İşletme Sermayesi
	Aktif Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Aktifler
	Özkaynak Devir Hızı Oranı	Net Satışlar / Ortalama Özkaynaklar
Karlılık Oranları	Mali Rantabilite	Net Kâr / Özsermaye
	Ekonomik Rantabilite	(Vergi Öncesi Kâr+Faiz Giderleri) / (Özkaynak+ Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar)
	Aktif Karlılık Oranı (ROA-Return on Asset)	Net Kâr / Toplam Aktifler
	Cari Rantabilite Oranı	Dönem Kârı (Zararı) / Dönem Başı Özkaynaklar
	Özkaynak kârlılığı (ROE-Return on Equity)	Net Kâr / Ödenmiş Sermaye
	Kullanılan Sermaye Getirisi-ROCE-Return on Capital Employed)	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr / Kullanılan Sermaye (Sabit Kıymet- Kısa Vadeli Borç)
Değerleme Oranları	Defter Değeri Oranı	Özkaynaklar / Hisse Senedi Sayısı
	Net Aktif Değer	(Varlıklar- Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar) / Hisse Senedi Sayısı
	Piyasa Değeri	Hisse Senedi Aktif Fiyatı x Hisse Senedi Miktarı
	PD/DD Oranı	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
	Fiyat/Kazanç Oranı	Hisse Senedi Aktif Fiyatı / Hisse Senedi Başına Net Kâr

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Yukarıdaki tablo da yer alan finansal yapı oranları likidite oranları gibi kısa vadeli borç ödeme gücünü değil, uzun vadeli borç ödeme gücünü ölçümler ve uzun vadeli borç ödeme gücü borçlanma ve kaldıraç oranlarıyla hesaplanır (Atabey, 1989:164). Faaliyet yapı oranlarından stok devir hızının düşüklüğü depolama maliyetlerinin yüksek olduğu ya da stokların kolayca elden çıkarılamadığı sonucunu ortaya koyar (Altuğ, 2010:167). ROE formülü değer analizleri kapsamında kullanılmasının yanında karlılığın gelecekle ilişkisini de ortaya koyması açısından önem taşır. Oran yükseldikçe rekabette pozitif gelişmeler beklenir (Palepu & Healy, 2013:130). Endüstriler arasında farklılaşma olduğu için aktif karlılık oranında standarda ulaşmak zordur. Bu yüzden bu oranı işletme bünyesinde değerlendirmek daha sağlıklı sonuç üretecektir (Gillingham, 2015:37). Aktif karlılık oranı sabit kıymetlerin verimliliğini ölçen bir parametredir (Laux, 2010:3).

4. BULGULAR

Araştırmanın ölçüm araçlarına ait tanımlayıcı bulguları aşağıdaki gibidir. Yukarıdaki tabloda her ana gruba ait alt oranların ağırlığı eşit kabul edilerek aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

4.1. Finansal ve faaliyet performansına dönük tanımlayıcı bulgular-Friedman Testi

Buna göre; Şirketlerin t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası likidite oranları arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış, t yılı öncesi 1.46 ± 2.94 , t yılı 7.16 ± 52.55 ve t yılı sonrası ölçümlerinin 5.45 ± 32.48 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:56.435$; $p=0.001<0.05$).

Tablo 2. Şirketlerin Likidite Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Likidite t öncesi	1,45	1,46	2,94		
Likidite t yılı	2,44	7,16	52,55	56,435	0,001*
Likidite t sonrası	2,11	5,45	32,48		

* $p<0.05$; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin finansal yapı oranları arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış, t yılı öncesi finansal yapı oranlarının 1.10 ± 1.36 , t yılı 1.08 ± 2.08 ve t yılı sonrası ölçümlerinin 1.77 ± 6.48 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olmadığı belirlenmiştir ($X^2:5.599$; $p=0.061>0.05$).

Tablo 3. Şirketlerin Finansal Yapı Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Finansal yapı oranları t öncesi	2,13	1,10	1,36		
Finansal yapı oranları t yılı	1,84	1,08	2,08	5,599	0,061
Finansal yapı oranları t sonrası	2,03	1,77	6,48		

$p>0.05$; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin faaliyet yapı oranları arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış olup, t yılı öncesi oranlarının 50.25 ± 276.51 olduğu, t yılı 52.33 ± 288.82 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 39.26 ± 165.52 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:17.929$; $p=0.001<0.05$).

Tablo 4. Şirketlerin Faaliyet Yapı Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Faaliyet Yapı Oranları t öncesi	2,23	50,25	276,51	17,929	0,001*
Faaliyet Yapı Oranları t yılı	1,67	52,33	288,82		

Faaliyet Yapı Oranları t sonrası	2,10	39,26	165,52
----------------------------------	------	-------	--------

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası değerleme oranlarının arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış olup, t yılı öncesi değerleme oranlarının 26.31 ± 78.46 olduğu, t yılı 15.75 ± 54.98 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 38.02 ± 141.52 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:22.423$; $p=0.001<0.05$).

Tablo 5. Şirketlerin Değerleme Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Değerleme oranları t öncesi	1,68	26,31	78,46		
Değerleme oranları t yılı	1,99	15,75	54,98	22,423	0,001*
Değerleme oranları t sonrası	2,34	38,02	141,52		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası karlılık oranları arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış olup, t yılı öncesi karlılık oranlarının 0.29 ± 0.82 olduğu, t yılı 0.18 ± 0.39 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 0.39 ± 0.64 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:9.096$; $p=0.011<0.05$).

Tablo 6. Şirketlerin Karlılık Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Karlılık oranları t öncesi	2,04	0,29	0,82		
Karlılık oranları t yılı	1,79	0,18	0,39	9,096	0,011*
Karlılık oranları t sonrası	2,17	0,39	0,64		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası iflas tahmin modeli arasındaki farklılıkların incelenmesinde Friedman testi yapılmış olup, t yılı öncesi iflas tahmin hesaplamalarının 0.06 ± 0.49 olduğu, t yılı 0.07 ± 0.31 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 0.08 ± 0.08 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:6.467$; $p=0.039<0.05$).

Tablo 7. Şirketlerin İflas Tahmin Modeli T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
İflas Tahmin Modeli t öncesi	2,18	0,06	0,49		
İflas Tahmin Modeli t yılı	1,83	0,07	0,31	6,467	0,039*
İflas Tahmin Modeli t sonrası	2,00	0,08	0,42		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin kredi derecelendirme oranlarının yıllara göre farklılığının incelenmesi için yapılan Friedman testi sonucu farklılığın anlamlı olmadığı belirlenmiştir ($p>0.05$).

Tablo 8. Şirketlerin Kredi Derecelendirme Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Ölçümler	Sıra Ort.	Ort-Mio USD	s.s	X2	p
Kredi derecelendirme oranları t öncesi	1,87	-28,9	126,1		
Kredi derecelendirme oranları t yılı	2,00	-28,4	159,3	3,314	0,191
Kredi derecelendirme oranları t sonrası	2,13	-17,5	107,4		

p>0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

4.2. Oranlar arasında korelasyon analizi-Spearman Korelasyon Analizi

Tablo 9. Şirketlerin toplanan USD fon değeri, likidite, finansal yapı oranları, faaliyet yapı oranları, karlılık oranları, değerleme oranları, icra-iflas oranları ve kredi derecelendirme oranları t yılı öncesi, t yılı ve t yılı sonrası ölçümlerine ait korelasyon sonuçları

Değişkenler	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
Toplam USD Değeri	r	1																					
Likidite t öncesi	r	-.249*	1																				
Likidite t yılı	r	-.332*	.569*	1																			
Likidite t sonrası	r	-.293*	.530*	.642*	1																		
Finansal yapı oranları t öncesi	r	.368*	-.375*	-.272*	-.217*	1																	
Finansal yapı oranları t yılı	r	0,191	-.209*	-0,005	-0,067	.524*	1																
Finansal yapı oranları t sonrası	r	.264*	-0,111	-0,055	0,021	.562*	.762*	1															
Faaliyet Yapı Oranları t öncesi	r	0,178	0,102	-0,040	0,087	-0,007	0,064	0,066	1														
Faaliyet Yapı Oranları t yılı	r	0,146	-0,006	-0,088	0,038	0,064	0,140	0,058	.721*	1													
Faaliyet Yapı Oranları t sonrası	r	.233*	-0,096	-.195*	-0,047	0,067	0,059	0,027	.633*	.863*	1												
Karlılık oranları t öncesi	r	-0,006	0,090	0,093	0,106	-0,084	-0,169	-0,133	.203*	0,040	0,041	1											
Karlılık oranları t yılı	r	0,122	-0,024	0,052	0,116	-0,058	-0,017	-0,104	0,152	0,036	0,098	.422*	1										
Karlılık oranları t sonrası	r	.423*	-0,165	-0,185	0,089	0,155	0,137	0,136	0,171	0,122	0,159	.275*	.493*	1									
Değerleme oranları t öncesi	r	0,095	-0,092	-0,029	-0,087	0,049	-0,094	-0,112	-0,155	-0,139	-0,097	0,108	0,159	0,124	1								
Değerleme oranları t yılı	r	0,141	-0,053	-0,069	-0,064	0,058	0,018	0,090	0,098	-0,050	0,011	.217*	0,178	0,131	.277*	1							
Değerleme oranları t sonrası	r	0,194	-0,065	-0,029	0,042	0,047	-0,070	-0,136	-0,025	-0,147	-0,136	0,143	.229*	.343*	0,186	.337*	1						
İcra iflas oranları t öncesi	r	.340*	-0,059	0,032	0,125	.219*	.275*	.320*	.204*	0,140	.201*	.333*	.315*	.405*	-0,030	0,178	0,168	1					
İcra iflas oranları t yılı	r	.466*	-0,068	-0,074	0,065	.206*	.294*	.270*	0,190	0,113	.201*	.301*	.543*	.599*	-0,060	0,194	.204*	.753*	1				
İcra iflas oranları t sonrası	r	.489*	-.202*	-0,153	-0,006	.227*	.350*	.287*	0,176	0,163	.285*	.325*	.415*	.589*	0,019	.259*	.215*	.651*	.794*	1			
Kredi derecelendirme oranları t öncesi	r	-0,140	.434*	.223*	.224*	-.515*	-.532*	-.390*	0,010	-0,147	-0,170	0,162	0,078	-0,045	-0,023	0,033	0,077	-.242*	-.198*	-.307*	1		
Kredi derecelendirme oranları t yılı	r	-0,030	.313*	0,141	0,129	-.458*	-.512*	-.419*	0,003	-0,130	-0,150	0,127	0,161	0,018	0,034	-0,011	0,058	-.270*	-0,173	-.300*	.876*	1	
Kredi derecelendirme oranları t sonrası	r	0,003	.320*	0,107	0,183	-.375*	-.472*	-.345*	0,042	-0,119	-0,130	0,075	0,137	0,104	-0,016	-0,032	0,133	-.200*	-0,135	-.252*	.778*	.887*	1

*p<0.05; Spearman korelasyon

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

4.3. Halka arz değişkenlerine göre oran analizleri-Friedman Testi

Şirket tipi karma olan şirketlerin t yılı öncesi likidite oranlarının 1.21 olduğu, t yılı 2.11 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 2.48 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:49.485$; $p=0.001<0.05$). Şirket tipi ortak satış olan şirketlerin t yılı öncesi likidite oranlarının 2.02 olduğu, t yılı 18.74 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 12.25 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:8.857$; $p=0.012<0.05$).

Tablo 10: Şirket Tiplerine Göre Ayrılmış Likidite Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Tip	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Karma	Likidite t öncesi	1,38	1,21	1,85		
	Likidite t yılı	2,49	2,11	2,61	49,485	0,001*
	Likidite t sonrası	2,13	2,48	4,71		
	Likidite t öncesi	1,61	2,02	4,53		

Ortak Satış	Likidite t yılı	2,32	18,74	95,30	8,857	0,012*
	Likidite t sonrası	2,06	12,25	58,58		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirket tipi karma satış yoluyla halka arz edilen şirketlerin t yılı öncesi faaliyet yapı oranlarının 26.58, t yılı 13.01 ve t yılı sonrası ölçümlerinin 8.47 olduğu belirlenmiş, ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:21.735$; $p=0.001<0.05$). Buna göre halka arz ve sonrasında devir hızları genel oranının karma satış yoluyla halka arzda düştüğü görülmüştür. Tersine ortak satış yoluyla halka arzda ise devir hızları yatay seyretmiştir.

Tablo 11: Şirket Tiplerine Göre Ayrılmış Faaliyet Yapı Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Tip	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X ²	p
Karma	Faaliyet Yapı Oranları t öncesi	2,32	26,58	93,07	21,735	0,001*
	Faaliyet Yapı Oranları t yılı	1,58	13,01	45,01		
	Faaliyet Yapı Oranları t sonrası	2,10	8,47	16,76		
Ortak Satış	Faaliyet Yapı Oranları t öncesi	2,00	104,46	482,52	0,810	0,667
	Faaliyet Yapı Oranları t yılı	1,89	142,39	513,87		
	Faaliyet Yapı Oranları t sonrası	2,11	109,78	290,16		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

İşlem pazarı yıldız pazar olan şirketlerin t yılı öncesi finansal yapı oranlarının 1.15 olduğu, t yılı 0.89 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 0.99 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:12.141$; $p=0.002<0.05$).

Tablo 12: Şirket İşlem Pazarına Göre Finansal Yapı Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

İşlem Pazarı	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X ²	p
Ana Pazar	Finansal yapı oranları t öncesi	1,99	1,19	1,92	0,015	0,993
	Finansal yapı oranları t yılı	2,00	1,44	3,16		
	Finansal yapı oranları t sonrası	2,01	1,39	3,12		
GİP	Finansal yapı oranları t öncesi	2,15	0,85	0,45	0,724	0,696
	Finansal yapı oranları t yılı	1,88	0,76	0,29		
	Finansal yapı oranları t sonrası	1,97	1,05	1,04		
KÜP	Finansal yapı oranları t öncesi	1,58	1,27	1,54	4,133	0,127
	Finansal yapı oranları t yılı	1,92	0,73	0,31		
	Finansal yapı oranları t sonrası	2,50	11,50	25,30		
Alt Pazar	Finansal yapı oranları t öncesi	2,17	0,83	0,36	1,412	0,494
	Finansal yapı oranları t yılı	1,67	0,68	0,12		
	Finansal yapı oranları t sonrası	2,17	0,72	0,12		
Yıldız Pazar	Finansal yapı oranları t öncesi	2,40	1,15	0,75	12,141	0,002*
	Finansal yapı oranları t yılı	1,61	0,89	0,66		
	Finansal yapı oranları t sonrası	1,98	0,99	0,64		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirket işlem pazarlarına göre ayrılmış iflas tahmin modellerinin yıllara göre farkını belirlemek için yapılan Friedman testi sonucunda anlamlı bir farklılaşma olmadığı belirlenmiştir ($p>0.05$). Sonuç olarak işlem pazarlarına göre ayrılmış icra iflas oranları senelere göre farklılaşmamaktadır.

Tablo 13. Şirket İşlem Pazarına Ayrılmış İflas Tahmin Modellerinin T Yıllarına Göre Farkı

İşlem Pazarı	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X ²	p
--------------	----------	-----------	------	-----	----------------	---

Ana Pazar	İflas tahmin modeli t öncesi	2,29	0,12	0,17	5,742	0,057
	İflas tahmin modeli t yılı	1,79	0,08	0,15		
	İflas tahmin modeli t sonrası	1,93	0,09	0,16		
GİP-Gelişen İşlemler	İflas tahmin modeli t öncesi	2,41	0,01	0,09	4,625	0,099
	İflas tahmin modeli t yılı	1,82	-0,05	0,12		
	İflas tahmin modeli t sonrası	1,76	-0,10	0,26		
KÜP-Kurumsal Ürünler	İflas tahmin modeli t öncesi	2,00	-0,70	1,84	0,100	0,900
	İflas tahmin modeli t yılı	2,00	-0,14	0,12		
	İflas tahmin modeli t sonrası	2,00	-0,22	0,33		
Ulusal	İflas tahmin modeli t öncesi	2,50	0,05	0,10	3,739	0,125
	İflas tahmin modeli t yılı	2,08	0,01	0,13		
	İflas tahmin modeli t sonrası	1,42	-0,04	0,13		
Yıldız Pazar	İflas tahmin modeli t öncesi	1,87	0,15	0,23	5,241	0,073
	İflas tahmin modeli t yılı	1,81	0,18	0,50		
	İflas tahmin modeli t sonrası	2,32	0,24	0,67		
p>0.05; Friedman testi						

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Satış yöntemi değişken fiyatla talep toplama-en iyi gayret olan şirketlerin t yılı öncesi karlılık oranlarının 0.50 olduğu, t yılı 0.32 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 0.33 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:7.319$; $p=0.026<0.05$). Satış yöntemi sabit fiyatla talep toplama-en iyi gayret olan şirketlerin t yılı öncesi karlılık oranlarının 0.24 olduğu, t yılı 0.19 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 0.47 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:11.708$; $p=0.003<0.05$).

Tablo 14: Şirket Satış Yöntemine Göre Karlılık Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Satış Yöntemi	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Değişken fiyatla talep toplama-En iyi Gayret	Karlılık oranları t öncesi	1,46	0,50	1,67	7,319	0,026*
	Karlılık oranları t yılı	2,08	0,32	0,37		
	Karlılık oranları t sonrası	2,46	0,33	0,20		
Sabit Fiyatla Talep Toplama-Bakiyeyi yüklenim	Karlılık oranları t öncesi	2,38	0,34	0,90	5,444	0,066
	Karlılık oranları t yılı	1,86	0,07	0,55		
	Karlılık oranları t sonrası	1,76	0,14	0,24		
Sabit Fiyatla Talep Toplama-En iyi gayret	Karlılık oranları t öncesi	2,04	0,24	0,51	11,708	0,003*
	Karlılık oranları t yılı	1,71	0,19	0,33		
	Karlılık oranları t sonrası	2,24	0,47	0,75		
*p<0.05; Friedman testi						

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Satış yöntemi sabit fiyatla talep toplama- bakiyeyi yüklenim olan şirketlerin t yılı öncesi değerlendirme oranlarının 6.49 ± 5.50 olduğu, t yılı 14.27 ± 19.79 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 10.24 ± 16.63 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:11.810$; $p=0.003<0.05$). Satış yöntemi sabit fiyatla talep toplama-en iyi gayret olan şirketlerin t yılı öncesi değerlendirme oranlarının 32.11 ± 92.87 olduğu, t yılı 11.01 ± 52.08 olduğu ve t yılı sonrası ölçümlerinin 50.13 ± 172.13 olduğu belirlenmiş olup ölçümler arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmüştür ($X^2:18.074$; $p=0.001<0.05$).

Tablo 15. Şirket Satış Yöntemine Göre Değerleme Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Satış Yöntemi	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort.	s.s	X2	p
Değişken fiyatla talep toplama	Değerleme oranları t öncesi	1,62	27,97	52,12	3,231	0,199
	Değerleme oranları t yılı	2,08	42,91	93,37		
	Değerleme oranları t sonrası	2,31	19,56	11,19		
Sabit fiyatla bakiyeyi yüklenim	Değerleme oranları t öncesi	1,43	6,49	5,50	11,810	0,003*

	Değerleme oranları t yılı	2,48	14,27	19,79		
	Değerleme oranları t sonrası	2,10	10,24	16,63		
Sabit fiyatla en iyi gayret	Değerleme oranları t öncesi	1,76	32,11	92,87	18,074	0,001*
	Değerleme oranları t yılı	1,82	11,01	52,08		
	Değerleme oranları t sonrası	2,42	50,13	172,13		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirket satış yöntemlerine göre ayrılmış kredi derecelendirme oranlarının yıllara göre farkını belirlemek için yapılan Friedman testi sonucunda anlamlı bir farklılaşma olmadığı belirlenmiştir (p>0.05).

Tablo 16. Satış Yöntemlerine Göre Kredi Derecelendirme Oranlarının T Yıllarına Göre Farkı

Satış Yöntemi	Ölçümler	Sıra Ort.	Ort-Mio USD	s.s	X2	p
Değişken fiyatla talep toplama	Kredi derecelendirme t öncesi	1,77	-17,5	30,5	2,000	0,368
	Kredi derecelendirme t yılı	1,92	-136,5	416,6		
	Kredi derecelendirme t sonrası	2,31	-85,5	279,2		
Sabit fiyatla bakiyeyi yüklenim	Kredi derecelendirme t öncesi	2,05	-6,8	37,7	0,286	0,867
	Kredi derecelendirme t yılı	1,90	-9,4	40,0		
	Kredi derecelendirme t sonrası	2,05	-8,6	36,2		
Sabit fiyatla en iyi gayret	Kredi derecelendirme t öncesi	1,84	-7,9	46,3	2,853	0,240
	Kredi derecelendirme t yılı	2,04	-13,5	63,9		
	Kredi derecelendirme t sonrası	2,12	-7,2	44,7		

*p<0.05; Friedman testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

4.4. Toplanan USD fon değerleri ile halka arz değişkenleri arasındaki analizler-Kruskal Wallis H testi- Mann Whitney U testi

Şirket tipleri ile şirketlerin toplanan USD fon değerlerinin karşılaştırılması için Mann Whitney U testi yapılmıştır. Yapılan test sonucu anlamlı bir farklılaşma olmadığı belirlenmiştir (p>0.05). Sonuç olarak toplanan USD fon değerleri şirket tiplerine göre farklılaşmamaktadır.

Tablo 17. Şirket Tipleri ile Toplanan USD Fon Değerlerinin Karşılaştırılması

Şirket tipi	Sıra Ortalaması	Sıralar Toplamı	U	p	Ort-Mio USD Fon	Yatırımcı Sayı
Karma	49,62	3523	967,00	0,331	42,04	78.734
Ortak satış	55,81	1730			57,77	60.358

p>0.05; U: Mann Whitney U testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin kuruluş tarihleri ile şirketlerin toplanan USD fon değerlerinin karşılaştırılması için Mann Whitney U testi yapılmıştır. Yapılan test sonucu anlamlı bir farklılaşma olmadığı belirlenmiştir (p>0.05). Sonuç olarak toplanan USD fon değerleri şirketlerin kuruluş tarihlerine göre farklılaşmamaktadır.

Tablo 18. Kuruluş Tarihleri ile Toplanan USD Fon Değerlerinin Karşılaştırılması

Kuruluş tarihi	Sıra Ortalaması	Sıralar Toplamı	U	p	Ort-Mio USD Fon	Yat.sayı
2000'den önce	49,17	2655	1170,00	0,398	42,349	49.016
2000 ve sonrası	54,13	2598			47,743	121.357

p>0.05; U: Mann Whitney U testi

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin işlem pazarı gruplarının toplanan USD fon değerleriyle karşılaştırılması için Kruskal Wallis H testi yapılmıştır. Yapılan test sonucu anlamlı bir fark olduğu belirlenmiştir ($p<0.05$). Farklılığın hangi gruplardan kaynaklandığının belirlenmesi için yapılan Mann Whitney U testi sonucu farklılığın işlem pazarı yıldız pazar ile ana pazar, GİP ve KÜP olduğu ve işlem pazarı yıldız pazarı olan şirketlerin toplanan USD fon değerlerinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Tablo 19. İşlem Pazarları ile Toplanan USD Fon Değerlerinin Karşılaştırılması

No	İşlem pazarı	Sıra Ortalaması	H	df	p	U	Ort-Mio USD Fon	Yatırımcı sayı
1	Ana pazar	43,48					15,50	47.010
2	GİP	17,71					7,68	313
3	KÜP	44,00	58,290	4	0,001*	5>1,2,3	11,47	677
4	Alt pazar	54,17					5,84	1.120
5	Yıldız pazar	81,84					122,50	179.434

* $p<0.05$; H: Kruskal Wallis H; U: Mann Whitney U

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

Şirketlerin satış yöntemleri gruplarının toplanan USD fon değerleriyle karşılaştırılması için Kruskal Wallis H testi yapılmıştır. Yapılan test sonucu anlamlı bir fark olduğu belirlenmiştir ($p<0.05$). Farklılığın hangi gruplardan kaynaklandığının belirlenmesi için yapılan Mann Whitney U testi sonucu farklılığın satış yöntemi “Değişken fiyatla talep toplama” olan şirketler ile diğer şirketler arasında olduğu ve “Değişken fiyatla talep toplama” olan şirketlerin toplanan USD fon değerlerinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Tablo 20. Satış Yöntemleri ile Toplanan USD Fon Değerlerinin Karşılaştırılması

No	Satış yöntemi	Sıra Ort.	H	df	p	U	Ort-Mio USD Fon	Yatırımcı Sayı
1	Değişken fiyatla talep toplama	89,54					199,59	113.815
2	Sabit fiyatla bakiyeyi yüklenim	32,62	30,19	2	0,001*	1>2,3	14,77	1.550
3	Sabit fiyatla en iyi gayret	50,06					27,53	87.486

* $p<0.05$; H: Kruskal Wallis H; U: Mann Whitney U

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

4.5. Toplanan USD fon değerleri ile diğer halka arz değişkenleri arasındaki analizler-Spearman Korelasyon Analizleri

Şirket özelliklerinin ortalamaları incelendiğinde toplam USD değerlerinin $46,8\pm 92,2$ olduğu, yatırımcı sayısının 73.149 ± 171.282 olduğu, yılları incelendiğinde 2017 ± 3.68 olduğu, halka arz oranlarının $\%21,89\pm \%14.59$ olduğu belirlenmiştir.

Tablo 21. Diğer Ölçümlere Ait Betimsel Bulgular

Ölçümler	Ort.	s.s
----------	------	-----

Toplam USD Değeri	46,8 Mio	92,2 Mio
Yıl	2017	3,68
Halka arz oranı	21,89%	14,59%
Yatırımcı sayısı	73.149	171.282

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

4.6. İlk halka arzlar ile Dönemsel halka arzların toplanan USD fon değeri karşılaştırmaları- Kategorik Kukla Değişkenli Regresyon Analizi

Regresyon analizine göre ilk ve dönemsel halka arzlar kategorik kukla değişken olarak ele alınmış, USD fon değeri üzerindeki etkilerine dönük kategorik kukla regresyon modeli geliştirilmiştir. Aşağıdaki tablo ele alındığında ilk halka arz ile toplanan USD fon değeri arasında pozitif yönlü ve anlamlı düşük düzeyde ilişki vardır. Dönemsel halka arzda ise yine pozitif yönlü anlamsız düşük düzeyde ilişki vardır. Diğer taraftan USD fon değeri ile halka arz çeşitleri arasında %4,1'lik ilişki düzeyi vardır. Halka arzda yaşanan bir birimlik artış, toplanan fon değerinde %20,3'lük artışa yol açmaktadır. Regresyon analizindeki t testlerine bakıldığında ise ilk halka arz ile fon değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki, dönemsel halka arz ile fon değeri arasında negatif anlamsız ilişki ortaya çıkmıştır.

Tablo 22. Toplanan USD Fon değeri ile İlk ve Dönemsel halka arz karşılaştırması

Değişkenler	B	Std. Hata	Beta	t	P
İlk halka arz	53,86	43,438		2,107	0,041
Dönemsel halka arz	16,09	27,502	0,203	-1,373	0,177
R=0,203	R ² = 0,041	F=1,886	p= 0,041		

Kaynak: (Yazar tarafından üretilmiştir).

5. SONUÇ VE TARTIŞMA

İşletmeler düşük maliyetli bir yöntem olan hisse senetlerinin halka arz edilmesi yoluyla finansmana erişim istekleri öncesinde ve sonrasında pek çok araştırma ve faaliyette bulunmaları gerekir. Bu araştırmaları öncelikli olarak işletmelerin elde edecekleri getirileri ve katlanacakları maliyetleri bunun dışında oluşabilecek ek iş yüklerini de açıklamaya çalışmalıdır. Bu çerçevede yaptığımız çalışmanın halka arz sürecinde işletmelere yol göstermesi açısından önemli içeriklere sahip olduğu düşünülmektedir. Diğer taraftan çalışma da elde edilen bulguların önceki çalışmalara paralel sonuçlar ortaya koyduğu görülmüştür. Örneğin giriş bölümünde de belirtmiş olduğumuz üzere önceki çalışmalarda halka arz oranı yükseldikçe katılımcı sayısı düşmekte, kişi başı toplanan fon değerinde de düşüş görülmekteydi. Aynı şekilde bedelli sermaye artırımında performansın düştüğü görülmekte, ekonomik rantabilitenin ve borç ödeme gücünün iyileştiği görülmekteydi. Bu yönleriyle yaptığımız çalışma önceki çalışmalara paralel sonuçlar üretmiştir.

Çalışmanın bulguları çerçevesinde işletmelerin halka arz öncesi ile halka arz ve sonrası dönemlerde *likidite oranlarında* yükselişler görülmüş yani işletme nakit olarak iyi konuma gelmiştir. Küçükçaylı'da 2013 yılında yaptığı çalışma'da aynı sonuca ulaşmıştır. Ortalamalarla hareket edildiğinde genel likidite oranında 3 katlık büyüme görülmüştür. Likidite oranının bu kadar büyümesi pozitif olarak yorumlanırken, nakdin aşırılığı etkin yönetim açısından negatif görünüm sunmaktadır. Nakdin yatırıma ve operasyonel faaliyetlere yönlendirilmesinin daha faydalı olacağı düşünülmektedir. *Finansal yapı oranları* ise işletmelerin borç yüklerini göstermesi açısından önemlidir. Oranlarda aşırı yükselme işletmelerin iflas ve tasfiye süreçlerine doğru gidebileceği anlamı taşır. Araştırmamız sonucunda ise finansal yapı oranlarında halka arz öncesine göre düşüş ve sonrasında yükseliş olduğu görülmüştür ancak buradaki yükseliş toplanan fonların sermaye ye eklenmesi sebebiyle oluştuğu için borç yükünde iyileşme olduğunu kolaylıkla ifade edebiliriz. Fang Ho (2003) ise Nasdaq borsası üzerinde yaptığı çalışma da negatif sinyal etkileri sebebiyle katılımcı sayılarının düşüşüne paralel olarak toplanan fonların düştüğünü dolayısıyla borç yükünün yeterince iyileşemediğini tespit etmiştir. *Faaliyet yapı oranlarına* bakıldığında ise halka arz yılındaki yükseliş olumlu iken halka arz sonrasındaki düşüş

olumsuz olarak yorumlanmaktadır. Çünkü alacak devir hızındaki yükseliş alacakların daha hızlı tahsil edildiğini, stok devir hızını yükselişi ise stokların daha hızlı elden çıkarıldığı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla faaliyet yapı oranlarının düşüşü faaliyetlerde yeterli verimliliğin yakalanamadığını göstermektedir. Albez (2003)'de faaliyet yapı oranlarında negatif etkilerin oluştuğunu tespit etmiş ancak bunu dünyadaki negatif konjonktürel etkilerin sebebiyet verdiğini ifade etmiştir. Çalışmamız ise konjonktürel havanın olumlu olduğu dönemlerde de devir hızı oranlarının olumsuz seyrinin toplanan fonların faaliyet yerine daha çok finansal alanlara kaydırılmasının sebebiyet teşkil ettiğini ortaya koymuştur. *Karlılık oranlarına* bakıldığında, özellikle halka arz sonrasındaki yükseliş olumlu olarak nitelendirilebilir. Bu yükseliş daha az duran varlık ya da sermaye harcamasıyla daha yüksek karlılıkların yakalanabildiği anlamına gelmektedir. Kurban (2021) ise kar realizasyonları sebebiyle karlılıkların yeterince büyümediğini ifade etmiştir. Diğer taraftan *iflas tahmin modeli sonuçlarındaki ve kredi derecelendirme* değerlerindeki yükselişte yine olumlu sonuçlar ortaya çıkmıştır. İflas tahmin değerlerinin yükselişi işletmelerin halka arz sonrasında iflas risklerinin azaldığı sonucunu bizlere gösterirken, kredi derecelendirme değerlerindeki yükselişler işletme içerisinde serbest dolaşan nakit, faaliyetlerden elde edilen nakit kalemlerinde yükseliş olduğunu göstermektedir. İflas tahmin ve kredi derecelendirme analizleriyle ilgili teorik çerçeve dışında geçmişte yapılmış parametrik bir araştırma bulunmamaktadır. Çalışmamızdaki parametrik değerler sonraki çalışmalar için ilk veri niteliğindedir. Son olarak *değerleme oranlarına* bakıldığında halka arz yılındaki düşüş, halka arz sonrasında gelen kar realizasyonlarına bağlanabilirken, elde edilen fonların etkisiyle halka arz sonrasındaki yükseliş işletme değerlerinin yükseldiğini ortaya koymaktadır. Literatürdeki çalışmaların (Ritter, Ljungqvist, Dawson, Kim ve Lee gibi) büyük çoğunluğu ise son bölümde belirttiğimiz değerleme oranları (Fiyat/Kazanç; Piyasa/Defter Değerleri) ve halka arz fiyatları ile ilişkilidir. Bulgularımız değerleme oranlarının halka arz yılında düştüğü, sonrasında ise yeniden yükselişe geçtiği yönündedir. Ritter bu dönemleri sıcak ve soğuk dönemler olarak nitelemekte ve benzer sonuçlar ortaya koymaktadır.

Oranlar arasındaki korelasyon sonuçlarına baktığımızda ise likidite oranları ile finansal yapı, değerleme, karlılık, iflas tahmin ve kredi derecelendirme değerleri arasında pozitif korelasyon, faaliyet yapı oranları ile negatif korelasyon olduğu görülmektedir. Bunun sebebi toplanan fonların sermayeye ve likit pozisyonlara kaydırılması, yatırıma ve faaliyete ilişkin harcamalara kaydırılmaması ile ilgilidir. Dolayısıyla iki numaralı başlıkta yer alan bulguları incelediğimizde toplanan fonların ağırlıklı olarak sermayeye aktarıldığını bu bölümde daha net görüyoruz.

Üçüncü madde de yer alan bulgulara baktığımızda ise ortak satışla yapılan halka arzların likidite oranları ile faaliyet yapı oranları daha pozitif ayrılmıştır. Aynı şekilde alt pazar ve yıldız pazar hisselerinin finansal yapı oranlarındaki düşüş olumluyken, ana pazar, gelişen işletmeler ile kurumsal ürünler pazarı hisselerindeki yükselişler olumsuz olarak yorumlanabilir. İflas tahmin değerlemelerinde de yine yıldız pazar hisselerinde daha pozitif sonuçlar ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan sabit fiyat ve en iyi gayret aracılığı ile yapılan satışların karlılık, kredi derecelendirme ve değerleme oranları, değişken fiyat ve sabit fiyat bakiyeyi yüklenim metotlarına göre daha olumlu ayrılmıştır. Bu bölümün özeti olarak halka arzlardan elde edilen sonuçlarda karma satış yerine ortak satış, en iyi gayret aracılığı metodu ve yıldız pazar hisselerindeki performans daha yüksek olmuştur diyebiliriz.

Dördüncü bölüme baktığımızda toplanan fon değerleri üzerinde ortak satışla yapılan halka arzların daha düşük yatırımcı sayısı olmasına rağmen daha yüksek fon toplayabildiği, 2000 yılı sonrasında kurulan işletmelerin daha yüksek yatırımcıya ulaşabildiği ve daha yüksek fon toplayabildikleri, yıldız pazar hisselerinin yine toplanan fonlarda ve yatırımcı sayılarında önde olduğu ancak değişken fiyatla yapılan halka arzlarda üçüncü bölümdekinin aksine daha yüksek yatırımcıya ulaşıldığı ve daha yüksek fon toplanabildiği görülmektedir. Ancak burada büyük şirketlerin halka arzı söz konusu olduğu için bu farklılık ortaya çıkmıştır.

Beşinci ve altıncı bölüme birlikte baktığımızda halka arz oranı yükseldikçe katılımın düştüğü görülmektedir. Öte yandan ilk halka arzlarla, dönemsel halka arzların performansına baktığımızda ilk halka arzlarla toplanan fon değerlerinde anlamlı düşük düzeyli pozitif ilişki, dönemsel halka arzlarla toplanan fon değerleri arasında anlamsız negatif yönlü düşük düzeyli ilişki ortaya çıkmıştır. İlk halka arzlarda elde edilen fonlar dönemsel halka arzların 3 kat üzerindedir ve bir birimlik ilk halka arzın fon değerine etkisi %20 olmuştur. Yani yatırımcılar bedelli sermaye artırımı gibi dönemsel halka arzlarla, ilk halka arzlar kadar sıcak bakmamaktadırlar. Gökalp (2010), çalışmamıza benzer şekilde halka arz oranı yükseldikçe mali başarının katılım sebebiyle düştüğünü ifade etmiştir.

Özetle, halka arzlar işletmelerin finansal performans göstergelerinden olan likidite, finansal yapı, değerleme, karlılık oranlarını ve faaliyet performans göstergelerinden kredi derecelendirme, iflas tahmin değerlemelerini pozitif etkilemekte, faaliyet yapı oranlarını işletme içi uygulamalar sebebiyle negatif etkilemektedir. Yukarıdaki tablolarda ise finansal performans göstergelerinin faaliyet performans göstergelerine göre daha yüksek düzeyde olumlu ayrıştığını görmekteyiz. Bunların sebepleri arasında toplanan USD fonların işletmelerin likit varlıklarında tutulması, borç ödeme de kullanılması ve sermayeye eklenmesi gibi uygulamalar öne çıkmakta, faaliyet ve yatırım kalemlerine ayrılan fonların daha arka planda kaldığı bu sebeple de faaliyet performans göstergelerinin diğer göstergeler kadar iyi performans göstermediği ortaya çıkmaktadır. Bu veriler ışığında işletmelere sürdürülebilir pozitif performans hedefleri için halka arzlardan elde ettikleri fonları yatırım faaliyetlerine de kaydırmaları önerilmektedir. Bu çalışma da ortaya çıkan öngörüler, ilk kez araştırma evrenine giren parametrik değerler sonraki çalışmalarla daha da zenginleştirilebilir.

Kaynakça

- Altuğ, F. (2010), Finansal Analiz Sürecinde Sistematik Bir Yaklaşım ve Öneriler, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Yöktez.
- Atabey, N. A. (1989), Enflasyonist Ortamlarda Finansal Analiz Tekniklerinden Menkul Kıymet Piyasalarından Yararlanma İmkanları, Doktora Tezi, Konya, Selçuk Üniversitesi, Yöktez.
- Baron, D., & Holmström, B. (1980, 12), The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. *Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138. doi:10.2307/2327089.
- BİST.(2017,11), https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- BİST.(2021, 11), IMKB-25 Yıl: <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- BİST. (2022, 10), Borsa İstanbul: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/151/halka-arzin-faydalari-ve-halka-arza-karar-verme#:~:text=Halka%20arz%2C%20%C5%9Firketlere%20%C3%B6ncelikle%20organize,%C3%B6deme%20zorunluluklar%C4%B1%20olmayan%20bir%20kaynakt%C4%B1r.> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- BİST-2020/5.8, (2020, 09 17), Borsa İstanbul-Pazar Değişiklikleri-Yapılanma: <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-pazar-yapilanmasi-2020-5-8.pdf> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Corwin, S. A. (2003, 10), The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers, *The Journal Of Finance*, 58(5), 2249-2279: <https://ezproxy.ticaret.edu.tr:2340/doi/epdf/10.1111/1540-6261.00604> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Dikbaş, K. (2006), Halka Arz, İstanbul, Müsiad.
- Fang Ho, Y. (2003), Three Essays on Seasoned Equity Offerings, Doctorate Thesis, Philadelphia(US), Drexel University, ProQuest.
- Gibson, C. (2009), Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information (11 b.), Boulevard, USA, South Western Cengage Learning.
- Gillingham, J. (2015), Financial Ratios&Analysis, Accounting Play, <https://accountingplay.com/wp-content/uploads/2015/11/2015-11-1-FRA-Financial-Ratios-and-Analysis-John-Gillingham-2015-all-rights-reserved.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Gökalp, N. K. (2010), IMKB'de Halka Arz Uygulamaları ve Analizi, Doktora Tezi, İstanbul, Kadir Has Üniversitesi, Yöktez.

- Heerden, G., & Alagidede, P. (2012), Short run underpricing of initial public offerings (IPOs) in the Johannesburg Stock Exchange (JSE), *Review of Development Finance*, 2, 130-138, doi:doi.org/10.1016/j.rdf.2012.10.001.
- Kandil, İ. E. (2009), Halka İlk Hisse Senedi Arzı ve Dönemsel Hisse Senedi Arzının Yatırımcı Açısından Analizi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü, Doktora Tezi, Şanlıurfa, Harran Üniversitesi, Yöktez.
- Karababıyık, L. E. (2001), Türkiye'de Finans Tarihi, Bursa, Vipaş.
- Karşı, M. (2004), Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul, Alfa Basım.
- Koç, İ. Ö. (1998), Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, Ankara, SPK.
- Kurban, D. (2021), Risk ve Belirsizlik Altında Verilen Yatırım Kararlarında Yatkinlık Etkisi, Borsa İstanbul'da Yapılan İlk Halka Arzlarda Yatkinlık Etkisi İle İlgili Ampirik Çalışma, Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Yöktez.
- Küçükçaylı, F. (2013). Halka Arzın Firma Mali Performansı Üzerine Etkisi-Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yöktez.
- Laux, J. (2010, 03), Topic in Finance: Financial Analysis, *American Journal of Business Education*, 3(3), 1-8. doi:10.19030/ajbe.v3i3.402.
- Ljungqvist, A. (2007), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance Volume-1*, (B. Eckbo, & W. Ziemba, Dü) Oxford, United Kingdom: North-Holland-Elsevier, 375-418.
- Morales, G. (2018, 11), *Global Marketing Management*. Londra, İngiltere: ED-Tech Press: https://books.google.com.tr/books?id=iePEDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Otero, S. A., & Mendez, V. G. (2005), The Long Run Underperformance of Initial Public Offerings, A Methodological Problem, *Revista de Economía Aplicada*, 8(37), 51-67: <https://www.redalyc.org/pdf/969/96915883003.pdf> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Ölmez, S. (2010), Halka ilk arzda hisse senedi fiyatını belirlemede kullanılan yöntemler, halka arz sonrası kısa ve uzun dönem fiyat performansları: İMKB'de bir inceleme, Doktora Tezi, Malatya, İnönü Üniversitesi, Yöktez.
- Palepu, K., & Healy, P. (2013). *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*. South Western, USA: South Western Cengage Learning, Chapter 5,9.
- Resmî Gazete: 28891, (2014, 01 23). Kar Payı Tebliği: <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=19333&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Ritter, J. R. (1991, 3), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, (Wiley, Dü.) *The Journal Of Finance*, 46(1), 1-27. doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x.
- Ritter, J. R. (Mayıs 2022), Initial Public Offerings: Underpricing. Florida-US, Warrington College of Business: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Underpricing.pdf> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Sabine, M. (2003), *Corporate Finance: Flotations, Equity Issues and Acquisitions*, Butterworths Law, London.
- Sarıkamış, C., Aydın, N., & Sevil, G. (2002), *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, Eskişehir, T.C.Anadolu Üniversitesi.
- Savaşkan, O. (2005, 5), Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrasında Hisse Senedi Performansı, 9 15, 2022 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu: <https://spk.gov.tr/data/61e48fc71b41c60d1404d68a/e9f13ca862160db15227872f3a4a5f0c.pdf> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Sayar, Z. (2003), Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, Ankara, SPK.
- Soydemir, S., & Akyüz, A. (2015, Sermaye Piyasası ve Borsa, İstanbul, Scala Yayıncılık).

- SPK. (2016), Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, SPK, Ankara, Tuna Dijital.
- SPK. (2019, 3), Kurumsal Yönetim Raporlama Rehberi- Tebliğ 17.: <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1303> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- SPK. (2022), Halka Arz, Ankara. Sermaye Piyasası Kurulu: <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/10-Halka%20Arz.pdf> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- SPK. (2022, 03 13), Diğer Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri: <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/6> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- SPK-6362. (2022, 5), Sermaye Piyasası Kanunu-Sermaye Piyasasında Piyasa Dolandırıcılığı (Manipülasyon): <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/7> (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2024).
- Sukhpreet. (2022), Financial Reporting, Statements and Analysis , Punjab, India, Lovely Professional University.
- Suret , J., & Kooli, M. (2004, 2), The aftermarket performance of initial public offering in Canada, Journal of Multinational Financial Management, 14(1), 47-66. doi:10.1016/S1042-444X(03)00038-0.
- Tenker, N. (1997), Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, İstanbul, Lebib Yalkın.
- Yaşar, G., Terim, B., & Kayalı, C. (2020), Borsa İstanbul’ da 2013-2018 Yılları Arasında İlk Kez Halka Arz Edilen Payların Kısa Dönem Fiyat Performanslarının İncelenmesi, İşletme Araştırmaları Dergisi: Journal of Business Research-TURK, 12(4), 3965-3980, doi:doi.org/10.20491/isarder.2020.1083.