

Halka Arz Yapan İşletmelerde Beklenti Yönetimi: Fiyat Tespit Raporları Vaka Analizi Expectation Management in Public Offering Companies: Price Determination Reports Case Analysis

Halil ARSLAN ^a  ^a ^b  ^b

^a Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi Finans-Bankacılık ve Sigoracılık Bölümü, Kırşehir, Türkiye. halil.arslan@ahievran.edu.tr

^b İfo Yarımlar Menkul Değerler A.Ş., Kurumsal Finansman Müdürü, Kırşehir, Türkiye. kayhantemur44@gmail.com

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: İşletme Halka Arz Değerleme Nakit Akışı Sermaye Piyasaları	Amaç – 2020 yılında pandemi, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de halka arzlara olan talebi artırmıştır. Bu çalışma Türk hisse senedi piyasasında analistler ve aracı kurumların beklentilerinin iyimser ya da kötümser olup olmadığı ve halka arz sonrasında bu beklentilerin yıllara sari gerçekleşip gerçekleşmediğini de ölçerek piyasanın verimli bir ekosisteme sahip olup olmadığını araştırmaktadır. Tahminlemelerde iyimser beklentiler ve yanlış fiyatlamalar yabancı yatırımcı açısından piyasanın verimliliğini sorgulamaktadır. Yöntem – Çalışmada, nitel ve nicel araştırma yöntemlerinden olan içerik analiz yöntemi kullanılırken doküman inceleme tekniği ile veriler toplanmıştır. Çalışmada, 2021, 2022, 2023, 2024 yıllarına ait halka arz olan 144 şirketin aracı kurumlar tarafından yazılan ve KAP’ta yayınlanan 144 fiyat tespit raporundaki karlılık beklentileri sonraki 2 yılda KAP’ta yayınlanan 204 varsayım raporlarına göre gerçekleşme oranları açısından incelenmiş ve başarılı aracı kurum ve başarısız kurumlar skorlama yöntemi ile belirlenmeye çalışılmıştır. Bulgular – Çalışma, aracı kurumların son 4 yılda tahminlerinin büyük oranda gerçekleştiğini, sapmanın genelde pozitif tarafta olduğunu ortaya koyarken aracı kurum ve yıl bazlı farklı sonuçlara ulaşmıştır. Türk hisse senedi piyasası beklendiğinden daha verimli çalışıyor gözükmektedir. İfo Yatırım, Deniz Yatırım en başarılı aracı kurumlar olarak öne çıkmıştır. İlk yıl beklenti gerçekleştirmelerinin ikinci yıl beklenti gerçekleştirmelerinden daha iyi olduğu sonucuna varılmıştır. Tartışma – Halka arzlara yönelik literatür incelemesi yapıldığında ilgili çalışmalarda piyasanın verimliliğine dair beklentilerin ölçüldüğü böyle bir yöntemin olmadığı dikkat çekmiştir. Bu çalışma yerli ve yabancı yatırımcılara Türk hisse senedi piyasasının verimliliği hakkında bir fikir verirken bu beklentiler saptığında yatırımcı haklarını korumakla görevli SPK için de aracı kurum bazında yol gösterici sonuçlar ortaya koymaktadır.
Gönderilme Tarihi 21 Mart 2025 Revizyon Tarihi 8 Kasım 2025 Kabul Tarihi 15 Kasım 2025	
Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	
ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Business IPO Valuation Cash Flow Capital Markets	Purpose – In 2020, the pandemic increased the demand for IPOs in Turkey as well as in the world. This study investigates whether the expectations of analysts and brokerage firms in the Turkish stock market are optimistic or pessimistic and whether these expectations have been realized over the years after the IPO, and investigates whether the market has an efficient ecosystem. Optimistic expectations and incorrect pricing in estimates question the efficiency of the market for foreign investors. Design/methodology/approach – In the study, the content analysis method, which is one of the qualitative and quantitative research methods, was used and data was collected with the document review technique. In the study, the profitability expectations in 144 price determination reports written by brokerage firms and published on the Public Disclosure Platform (KAP) for 144 companies that went public for the years 2021, 2022, 2023, and 2024 were examined in terms of realization rates according to 204 assumption reports published on the Public Disclosure Platform (KAP) in the following 2 years, and successful and unsuccessful brokerage firms were tried to be determined by the scoring method. Results – The study revealed that the brokerage firms’ estimates were largely realized in the last 4 years and the deviation was generally on the positive side, while different results were reached based on brokerage firms and years. The Turkish stock market seems to be working more efficiently than expected. İfo Yatırım and Deniz Yatırım stood out as the most successful brokerage firms. It was concluded that the expectation realizations in the first year were better than the expectation realizations in the second year.
Received 21 March 2025 Revised 8 November 2025 Accepted 15 November 2025	
Article Classification: Research Article	

ETİK ONAY: Bu çalışmada ikincil veriler kullanılmış olup etik kurul onayı gerektirmemektedir.

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Arslan, H., Kayhan, T. (2025). Halka Arz Yapan İşletmelerde Beklenti Yönetimi: Fiyat Tespit Raporları Vaka Analizi, İşletme Araştırmaları Dergisi, 17 (4), 3027-3051.

Discussion – When the literature review on public offerings was conducted, it was noted that there was no such method to measure expectations regarding the efficiency of the market in the relevant studies. This study provides an idea about the efficiency of the Turkish stock market to domestic and foreign investors, while also providing guiding results on the basis of intermediary institutions for the CMB, which is responsible for protecting investor rights when these expectations deviate.

1. Giriş

Şirketler yatırımlarının finansman için yeni ortak edinimi, sermaye artışı ve banka kredilerini kullanmaktadır. Halka arzın kredilere göre faiz yükünün olmaması da bir avantaj olarak görülmektedir. (Otlı & Ölmez, 2011, s. 15). (Akbulak & Akbulak, 2005)'e göre halka arz sermayesi belirli kişiler arasında olan firmanın halka çağrı yapmasıdır. Pandemi sonrası dünyada ve ülkemizde halka arzlara önemli bir talep oluşmuştur. Dünyadaki trende paralel Türkiye piyasasında 2020'ye kadar halka arzlarda önemli bir gelişim yaşanmamasına rağmen pandemi bir eşik olmuş ve 2020'den itibaren bireysel yatırımcıların halka arz piyasasına girmesi halka arzlara olan talebi artırmıştır. Pandemiye ek olarak borsaların bilişim alt yapılarının güçlenmesi borsalarda penetrasyonu artırmıştır.

Borsa İstanbul'da işlem hacimleri geçmişe nazaran önemli bir büyüme sergilemiş ve günlük 100 milyar TL'lik işlem hacimlerine çıkmıştır. Bu dönem içinde Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyonist ortama rağmen faizlerin düşük tutulması da yatırımcılar tarafından borsaya olan talebi artırmıştır. Borsadaki şirketlerin yüksek enflasyonist ortamda yüksek karlılık açıklaması piyasa değerlerini önemli oranda artırmıştır. Aylık enflasyonun bu dönemde %10'lara ulaşması ve gıda enflasyonunda %10'u da aşması küçük yatırımların faizlerin de düşük olduğu bir ortamda halka arza girmesine sebep olmuştur. Bireysel yatırımcılar borsada bilindik ve finansal okuryazarlık gerektiren hisselerden ziyade daha hareketli olan halka arz piyasasına girmeyi tercih etmiştir. Halka arzlarda geçmişte binin altındaki yatırımcı sayıları 5 milyona kadar ulaşmıştır. Halka arzlara olan bireysel yatırımcı sayısının artması halka arzda yüksek talep nedeniyle yatırımcılara düşük hisse senedi gelmesine sebep olmuş ve eline az hisse geçen küçük yatırımcılar da bu arzlardan aldığı hisseleri hemen satmamayı düşünmüş, bu durum halka arz piyasasında hisselerde keskin yükselişleri beraberinde getirmiştir.

Yukarıdaki değişkenler sonrası artan yatırımcı ilgisi birçok şirketin halka arza olan ilgisini artırmıştır. Bu durum aracı kurumların şirket hisselerini kolay satmalarını sağladığı için değerlemelerde kısmen iyimser olma risklerini beraberinde getirmiş olabilir. Yüksek yatırımcı ilgisinin olduğu dönemde fiyatlamalarda iyimserlik söz konusu olabilir. Bu dönem içinde yapılan halka arzlarda değerlemelerin adil bir noktada gerçekleşip gerçekleşmediği önem arz etmektedir. Aracı kurumların yüksek yatırımcı ilgisi nedeniyle iyimser kar tahminleriyle şirket değerlerini artırması borsaya giren yabancı yatırımcılar için sağlıklı fiyatların oluşmadığı kanısı ile verimsiz bir piyasa gibi algılanabilir. Bu durum yabancı yatırımcıların Türk hisse piyasasına girişini engelleyebilir ya da sınırlandırılabilir. Zira sağlıklı fiyatlamaların olmadığı ve aracı kurumların adil tahminler yapmadığı bir piyasaya birçok uluslararası yatırımcı girmek istemeyecektir.

Çalışma, Türk hisse senedi piyasasının beklentiler ve gerçekleştirmeler açısından verimliliğini ölçmektedir. 2021-2024 arası 144 halka arz fiyat tespit raporu ve 204 varsayım raporu incelenmiş, aracı kurumların halka arz edilen şirketler için beklentileri ve gerçekleştirmeleri analiz edilerek Türk hisse senedi piyasasının verimliliği ölçülmeye çalışılmıştır. Aracı kurumların şirketler için beklediği faaliyet karlılıklarının sonraki yıllarda gerçekleşen rakamlarla örtüşmesi büyük oranda piyasanın verimliliği anlamına gelebilmektedir. Zira beklentiler büyük oranda karşılanmıştır. Bu durum iyi bir beklenti yönetimi olarak adlandırılabilir. Eğer aracı kurum beklentilerinin altında karlılık rakamları gerçekleşmiş ise bu durumda iyimser değerlemelerle halka arzların gerçekleştiği, fiyatlamaların önemini kaybettiği ve beklentilere göre yatırım yapmanın makul olmadığı bir hisse piyasası karşımıza çıkacaktır. Böyle bir piyasaya birçok yabancı yatırımcı ilgisiz kalacaktır.

Halka arz edilen hisse senetlerinin verimliliği daha çok fiyatlandırmaların pahalı ya da ucuz olmaması ile ölçülmektedir (Otlı & Ölmez, 2011, s. 17). Halka arz piyasasının verimliliğini faaliyet karı varsayım ve gerçekleştirmelerle ölçen bir çalışma literatürde görülememiştir. Çalışma, bu alanda literatüre önemli bir katkı sağlayacaktır. Ayrıca son dönemde aktüel bir konu olan halka arzlara yönelik de böyle bir ölçüt yapılması dikkate değerdir. Sermaye Piyasası Kurul'u fiyat tespit raporları ve varsayım raporlarındaki gerçekleştirmelerde büyük sapmalar olması halinde şirketler ve aracı kurumlar hakkında inceleme başlatma gücüne haizdir. Bu anlamda çalışma, SPK için de bir ölçüt oluşturacaktır.

Türk hisse senedi piyasasına yönelik verimsiz bir piyasa olduğuna dair bir algı söz konusudur. Bu araştırma söz konusu algıyı kısmen doğrulamakla birlikte Türk hisse senedi piyasası sanıldığının aksine rasyonel hareke etmekte ve verimli piyasa özelliklerini ortaya koymaktadır. Değerleme raporlarındaki beklentilerin sonraki 2 yıl için büyük oranda pozitif yönde saptması beklenti yönetiminin makul olduğuna işaret etmektedir.

2. Literatur Taraması

Halka arz piyasası dünyada her yıl gelişen bir alan olduğu için bu konu üzerine önemli sayıda literatür bulunmaktadır. Türkiye’de ise Borsa İstanbul’un 1980’li yıllarda kurulmuş olması literatürde yeteri kadar akademik çalışma bulunmamasının en önemli sebebidir. 2013 yılındaki halka arz seferberliği nedeniyle halka arzların adedinde bir artış yaşanmış ve pandemi sonrası Türkiye’deki halka arz adetleri yıllık bazda zirvesine çıkmıştır. Bu durum yurtiçinde de bu alanda çalışma yapmak isteyen akademisyenlerin sayısını artırmıştır.

Halka arzların performansı ölçülürken değerlendirme ön plana çıkmaktadır. (Altan & Hotamış, 2008)’a göre ABD ve AB şirketleri ile yapılan araştırmalarda bu şirketlerin %75’inin değerlemede İNA kullandığı öne sürülmektedir. Piyasa çarpanları ise değerlemede kullanılan 2. önemli yaklaşımdır. (Altan & Hotamış, 2008) İngiltere’de EVA yaklaşımının da bulunduğunu ifade etmektedir.

(McDonald & Fisher, 1972) çalışmalarında 142 halka arzı incelemiş halka arz sonrası ilk günlük seans getirilerinin ortalamada pozitif olduğu sonucuna varmışlardır. Çalışmalarına göre halka arzlar genelde ilk gün pozitif getiri sağlasa da uzun vadede getiriler farklılaşmaktadır.

(Stoll & Curley, 1970) çalışmalarında 205 halka arzı incelemiş ve küçük şirketlerin halka arzında kısa vadede getiri pozitif olsa da uzun vadeli getirilerin negatif olduğu sonucuna varmışlardır.

(Morris, 1996) çalışmasında bir halka arzda fiyat pahalı da olsa beklentilerin piyasada sürekli farklılaşması ilgili fiyatın desteklenebilmesini beraberinde getirebilmektedir.

(Ibbotson, 1975) 1960 sonrası 10 yıllık dönemde 120 halka arzı incelemiş ve ilk günlük getirileri pozitif hesaplamıştır. Bununla birlikte vade uzadıkça getirilerin negatife döndüğü bir diğer sonuç olarak ortaya çıkmıştır.

(Chalk & Peavy, 1987) çalışmalarında 579 halka arzı incelemiş ve arzdan sonraki altı ayda ortalamada pozitif getiri tespit ederken getirilerin aracılık türüne göre değiştiğini ifade etmişlerdir.

(Finn & Higham, 1988) çalışmalarında 93 halka arzı incelemiş ve arzdan sonraki ilk günde pozitif getiri tespit etmiştir.

Halka arz piyasası ile ilgili yapılmış akademik çalışmaların büyük bir kısmı hisse performansı ile ilgilidir. (Jang, 2007)’a göre genelde bu çalışmalarda halka arz sonrası işleme başlanan ilk günde halka arz fiyatından daha yüksek fiyata ulaşılmaktadır. (Özer, 2014)’e göre halka arz fiyatının ilk işlem günü hisse fiyatının altında kalması fiyatlamının düşük ya da ucuz olarak halka arzda belirlendiği anlamına gelmektedir. (Ünlü & Ersoy, 2008) da çalışmalarında literatürde benzer bir sonuca ulaştığını ifade etmektedir.

(Ritter, 1991)’in çalışmasında halka arzdan sonraki devam eden birkaç ayda hisse fiyatının ortalamada pozitif getiri sağladığı ortaya konulmuştur. (Loughran & Ritter, 2004) Amerikan borsaları için benzer bir çalışma yapmış 1980 ve 2003 tarihleri arasında Amerika’da gerçekleşen halk arzlarında ilk günlük getirinin ortalamada %18 olduğu sonucuna varmıştır. (Carter & Manaster, 1990) yaptıkları çalışmada halka arz edilen hisselerin kısa vadede pozitif getiri sağladığını tespit etmişlerdir. (Jewartowski & Lizińska, 2012) Polonya için yaptıkları çalışmada halka arz getirilerinin uzun dönemde kısa vadeden daha iyi getiri sağladıkları sonucuna ulaşmışlardır. (Kıymaz, 1996) Türk halka arz piyasası için yaptığı çalışmada halka arzdan sonraki ilk günde getirinin tüm örneklerde ortalamada %12,2 olduğunu tespit etmiştir. (Otlı & Ölmez, 2011) 2006-2011 yılları arasında İMKB için yaptıkları çalışmada halka arz edilen hisselerin ilk günde ortalamada yatırımcıya %6,99 getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye’de yapılan bir diğer önemli çalışmada ise 2013-2018 arasındaki halka arzlar incelenmiştir. Halka arz seferberliği nedeniyle ilgili dönemde önemli sayıda halka arz gerçekleştirilmiştir. (Yaşar, Terim, & Kayalı, 2020) bu dönemdeki 50 halka arz incelemiş ve halka arzlarında yaklaşık 2,9 milyar dolar şirketlerin finansman sağladığı belirtilmiştir. Bu dönemki 50 halka arzın ilk işlem günü ortalama getirisi BİST100 getirisinden arındırılmış olarak ortalamada -%14 bulunurken bu durum o dönem gerçekleşen halka arzların pahalı bir

fiyattan gerçekleştiği şeklinde yorumlanmıştır. Çalışmada sadece 2018 halka arzlarının düşük fiyattan yapıldığı; önceki yıllar fiyatlarının ise pahalı olduğu sonucuna varılmıştır. (Yaşar, Terim, & Kayalı, 2020, s. 3973). Türkiye’de yapılan başka bir çalışmada 2000-2006 arasındaki halka arzlar incelenmiş ve 67 arzın verileri analiz edilmiştir. Buna göre 67 firmadan 18 tanesi ilk gün kaybettirirken 23 tanesi %10’dan az ve 26 tanesi %10’dan fazla kazandırmıştır. Bu dönemdeki halka arzların ilk gün getirileri maksimum %23,53’ü görürken ortalamada %6,46’lık ilk gün getirisi sağladığı görülmüştür. (Altan & Hotamış, 2008, s. 33)

2002-2015 arası halka arzları inceleyen bir çalışmada, halka arzların kısa ve uzun vadeli getirileri ile işlem hacimleri arasında çift yönlü nedensellik olduğu tespit edilmiştir (Demirtaş, Barut, Bardakçı, & Alpsülün, 2023, s. 64). (Kaya, 2012)’nın 2010-2011 yılları arasında ilk halka arzlar çalışmasına göre halka arzların getirisi firmaların sektörüne, yaşına, büyüklüğüne göre değişse de genelde yatırımcılar pozitif getiri sağlamaktadırlar.

Literatür incelendiğinde araştırmaların genelde hisse performansına yoğunlaşması dikkat çekmektedir. İşbu çalışma ise mali tablolarından yola çıkarak halka arz piyasasının verimliliğini ölçmeyi hedeflemektedir. Halka arz fiyatlamalarının verimliliği, ucuz ya da pahalılık kavramları piyasada oluşan hisse performansına göre literatürde ölçülürken değerlemenin temeli olan mali veri beklentilerinin tutarlılığı literatürde ölçülmemiştir. Bu durum özellikle yerli literatür için farklı bir bakış açısı olacak, analistler ve yatırımcılar için olduğu kadar piyasayı denetleyen ve aracı kurum beklentilerini takip edip gerçekleşmediğinde soruşturma hakkı olan Sermaye Piyasası Kurulu için de önemli bir ölçüt olacaktır.

3. Yöntem

3.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı 2020 yılında Türkiye’de halka arz sayısının artması ile halka arz edilen şirketlerin piyasaya sundukları tahminlerin doğruluğunu ölçerek aracı kurum, SPK, şirketler ve yatırımcılardan oluşan ekosistemin verimliliğini ölçmektir.

Çalışmada yanıtı aranan araştırma soruları ise şunlardır;

Araştırma Sorusu 1: Halka arz değerlemelerinde tahminler ne oranda gerçekleşmektedir? Bu anlamda piyasa verimli midir?

Araştırma Sorusu 2: Hangi aracı kurumlar halka arz değerlemelerinde daha doğru tahminler gerçekleştirmektedir?

3.2. Araştırmanın Evren ve Örneklemi

21 Ocak 2021-3 Ekim 2024 arasında 144 halka arzın fiyat tespit raporu aracı kurum, şirket ve sektör bazlı incelenmiştir. Aracı kurumlar halka arzda halka arz edilen firmalar için fiyat tespit raporu yayınlamakta ve ilgili raporlarda EBITDA (FAVÖK-Faaliyet Karlılığı) beklentilerini piyasa ile paylaşmaktadırlar. Aracı kurumlar indirgenmiş nakit akışı ile 5 ya da 10 yıllık EBITDA ve karlılık tahminleri yaparak halka arz değerini tespit etmekte ve ilgili fiyata göre halktan para toplamaktadırlar. Halka arz sonrasında 2 yıl boyunca ilgili tahminlerden aracı kurumlar ve şirketler sorumludur. Bu yüzden halka arzdan sonraki 2 yıl boyunca gerçekleşen EBITDA ya da faaliyet karlılıklarını “Varsayım Raporları” adı altında piyasa ile paylaşmakta ve kamuyu aydınlatma platformunda da yayınlamaktadırlar. Eğer beklentiler aşağı ya da yukarı yönlü saparsa şirketler buna yönelik bir açıklamak yapmaktadırlar. SPK’nın ilgili sapmalara karşı yatırımcı şikayetleri ile aracı kurum ve şirketler hakkında inceleme başlatma hakkı da bulunmaktadır. Bu amaç ile aracı kurumların 144 fiyat tespit raporu ayrı ayrı incelenmiş ve bu dönemde beklentiler gerçekleştiğinde KAP’ta yayınlanan 144 halka arza yönelik 204 Varsayım Raporu çalışılmıştır. Aracı kurumlar ilgili dönemde daha fazla halka arz yapmış olabilir. Halka arzdan sonra varsayım raporu ile fiyat tespit raporundaki gerçekleştirmeleri kıyaslanabilen aracı kurum halka arzları incelenebilmiştir. Yani fiyat tespit raporunun ilk yıl tahminlerinin sonrasında gerçekleştirmelerle kıyaslanabilmesi gerektiği için halka arzdan belir bir dönemin geçmesi önem arz etmektedir.

¹ Çalışma yerli literatür için önemli bir başlangıç olabilir.

3.3. Veri Toplama Aracı

Çalışmada nitel araştırma yöntemlerinden doküman inceleme tekniği ile veriler toplanmıştır. Bu teknik hedef araştırma ile ilgili raporlardan ikincil verilerin toplanmasında faydalı bir yaklaşımdır. (Aktepe & Gökkaya, 2023, s. 2989) Bu çalışmada aracı kurumlar tarafından 2021-2024 yıllarında yazılan ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan fiyat tespit raporlarından veriler çekilmiştir. Veriler bir diğer rapor formatı olan ve şirketler tarafından kamuyu aydınlatma platformunda halka arzdan sonra 2 yıl boyunca yayınlanmakta olan varsayım raporlarındaki beklentilerin gerçekleşmeleri ile kıyaslanmıştır.

3.4. Verilerin Analizi

Çalışmada halka arzlara yönelik hazırlanan fiyat tespit raporları ve varsayım raporlarının sonuçlarını incelemek adına nicel ve nitel araştırma yöntemi birlikte kullanılmıştır. Karma yöntem literatürde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Nicel araştırma raporlardan sayısal veriler üreterek çeşitli istatistikî analizler yapmaktadır (Coşkun, 2024, s. 2527). Nicel araştırmalarda bilim insanları, tarafsız veri toplayıcısı olduğu için bu çalışmalarda bilim insanları objektif teknisyenler olarak görülmektedir. Nitel araştırma yapan bilim insanları ise bilginin elde edilmesinde karşılıklı etkileşime giren, bilgiyi yorumlayan kişiler olarak görülmektedir. (Alanka, 2024, s. 70) Nitel araştırmaya tarihsel süreçte yorumlayıcı araştırma ve doğal araştırma, alan araştırması gibi farklı isimler verilmiştir. Genel olarak bir problem çözümüne ilişkin gözlem, görüşme ve doküman analizi veri toplama yöntemlerini kullanmaktadır (Baltacı, 2019, s. 369). Çalışmada iki farklı rapor formatı 144 firma için derinlikli bir şekilde incelenmiş ve tüm veriler toplanarak analizler yapılmıştır. Hangi yıllarda hangi aracı kurumda beklentilerinin daha tutarlı olduğu ve başarılı halka arzlar ön plana çıkarılırken sapmalar pozitif ve negatif olarak sınıflanmış ve sapmalardan başarılı kurum ve başarısız kurumlara yönelik analizler yapılmıştır. Sapmaların yönü belirlendikten sonra sapmaların yönüne dair analizler içerik analizi ile yapılmıştır. İki rapor formatındaki veriler analiz edildiği için veri analiz yaklaşımından içerik analiz yönteminden faydalanılmıştır. (Smith, 1975) göre içerik analizi ile mevcut veriler özetlenebilmekte, standardize edilebilmekte ve diğer verilerle karşılaştırılarak yorumlanabilmektedir. Verilen sınıflanması ve özetlenmesinde ise betimsel analiz tekniğinden faydalanılmıştır. Frekans yaklaşımı ile aracı kurumların başarısı grafiğe dönüştürülmüştür.

4. Bulgular

4.1. Varsayım Raporlarının Dağılımı

2021-2024 taarihleri arası ele alınan halka arzlardarda aracı kurumlar tarafından yazılan fiyat tespit raporlarının 28 tanesi dolar bazlı gerçekleşirken, 4 tanesi Euro bazlı ve 112 tanesi TL bazlı modellerle yazılmıştır. İlgili dönemde İfo Yatırım 20 halka arzla en çok fiyat tespit raporu yazan ve halka arz gerçekleştiren kurum olurken ilgili kurumu 11 halka arz ile Halk Yatırım ve 9 halka arz ile Garanti Yatırım takip etmiştir.

Tablo 1: Halka Arzların Aracı Kurum Bazında Dağılımı

Aracı Kurum	Halka Arz Adedi	Varsayım Raporu
İfo Yatırım	20	32
Halk Yatırım	11	16
Garanti Yatırım	9	15
A1 Capital	8	14
QNB Yatırım	6	11
Tera Yatırım	6	11
Deniz Yatırım	6	10
Oyak Yatırım	5	10
Gedik Yatırım	5	9
Yapı Kredi Yatırım	5	9
Tacirler Yatırım	5	8
TSKB Yatırım	5	8
İş Yatırım	5	7

Ak Yatırım	5	7
Ahlatçı Yatırım	4	7
Metro Yatırım	3	6
Vakıf Yatırım	3	6
Global Menkul	2	4
Invest AZ	2	4
Ünlü Yatırım	2	3
Kalkınma ve Yatırım Bankası	2	2
Piramit Menkul	1	2
Teb Yatırım	1	2
Alnus Yatırım	1	1

Kaynak: SPK

2021-2024 arası 144 halka arzda 24 aracı kurumun yer aldığı listede, Info Yatırım 20 halka arz ve 32 varsayım raporu ile adetsel olarak birinci sırada yer almıştır. Bu durum Info Yatırım'ın daha çok halka arz yaparak daha fazla tahminde bulunduğu ve en fazla riski alan kurum olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle 4 yıllık dönemde 1 halka arz yapan bir kurumun varsayım raporlarında %100 doğru tahmine ulaşması, çok daha fazla halka arz yapan bir kurumla aynı standartta değerlendirilmemesi gerekmektedir. Bu yüzden başarı oranı belirlenirken yapılan halka arz sayısı ve tahmin adedi de bir skor olarak sıralamada dikkate alınmalıdır. Aracı kurumların beklentilerindeki sapmaları pozitif ve negatif olarak ayırdığımızda ilk yıl beklentilerinde ortalama pozitif sapmaları %36 olarak gerçekleşirken ikinci yıl pozitif sapmaların ortalaması %142 olmuştur. İlk yıl negatif sapan beklentilerde ortalama negatif sapma %25 olurken ikinci yıl negatif sapan örneklerin ortalama negatif sapması %29 ile dramatik bir negatif sapma olmadığına işaret etmiştir.

Tablo 2: Halka Arzlarda İlk Tahmin Yılındaki Sapma Oranı

Aracı Kurum	1. Yıl Pozitif Sapma Sayısı	1. Yıl Negatif Sapma Sayısı	1.Yıl Pozitif Sapma Yüzdesi
İş Yatırım	4	1	80%
Info Yatırım	15	5	75%
Kalkınma ve Yatırım Bankası	2		100%
Halk Yatırım	5	6	45%
A1 Capital	5	3	63%
Tacirler Yatırım	3	2	60%
Alnus Yatırım		1	m.d.
Deniz Yatırım	6		100%
TSKB Yatırım	3	2	60%
Gedik Yatırım	3	2	60%
Ünlü Yatırım	1	1	50%
Ahlatçı Yatırım	1	3	25%

Garanti Yatırım	4	5	44%
Ak Yatırım	3	2	60%
QNB Yatırım	3	3	50%
Tera Yatırım	2	4	33%
Yapı Kredi Yatırım	1	3	25%
Teb Yatırım	1		100%
Piramit Menkul	1		100%
Invest AZ	1	1	50%
Metro Yatırım	3		100%
Oyak Yatırım	3	2	60%
Global Menkul	2		100%
Vakıf Yatırım	1	2	33%
		Ortalama	64%

İlk yıl pozitif sapma olan beklentilerde ortalamada %64 sapma gerçekleşirken ilgili oran Kalkınma ve Yatırım Bankası ve Deniz Yatırım gibi kurumlarda %100'e kadar çıkmıştır. Bu denli yukarı yönlü sapma beklenenin üzerinde enflasyon gerçekleşmesine ya da SPK'nın halka arz süreçlerinde aracı kurumlara muhafazakar tarhmin yaptırmasına işaret edebilir.

Tablo 3: Halka Arzlarda İkinci Tahmin Yılındaki Sapma Oranı

Aracı Kurum	2. Yıl Pozitif Sapma Sayısı	2. Yıl Negatif Sapma Sayısı	2.Yıl Pozitif Sapma Yüzdesi
İş Yatırım	1	1	50%
İnfo Yatırım	6	6	50%
Kalkınma ve Yatırım Bankası			m.d.
Halk Yatırım	5		100%
A1 Capital	4	2	67%
Tacirler Yatırım	2	1	67%
Alnus Yatırım			m.d.
Deniz Yatırım	3	1	75%
TSKB Yatırım	2	1	67%
Gedik Yatırım	2	2	50%
Ünlü Yatırım		1	m.d.
Ahlatçı Yatırım	3		100%
Garanti Yatırım	3	3	50%
Ak Yatırım	1	1	50%
QNB Yatırım	3	2	60%
Tera Yatırım	2	3	40%

Yapı Kredi Yatırım	4	1	80%
Teb Yatırım	1		100%
Piramit Menkul	1		100%
Invest AZ	1	1	50%
Metro Yatırım	3		100%
Oyak Yatırım	3	2	60%
Global Menkul	2		100%
Vakıf Yatırım	3		100%
		Ortalama	72%

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporları ve Bağımsız Denetim Raporları

İkinci yıllardaki pozitif sapma ise ortalamada %72 gerçekleşmiştir. Tahmin edilen yıl sayısı arttıkça sapmanın da artması beklenen bir durumdur.

Tablo 4: Halka Arzlarda Birinci Yıl Beklentilerinde Ortalama Sapmalar

Aracı Kurum	1. Yıl Ortalama Pozitif Sapma	1. Yıl Ortalama Negatif Sapma
İş Yatırım	9%	-7%
İnfo Yatırım	34%	-14%
Kalkınma ve Yatırım Bankası	36%	
Halk Yatırım	58%	-43%
A1 Capital	65%	-25%
Tacirler Yatırım	44%	-38%
Alnus Yatırım		-5%
Deniz Yatırım	58%	
TSKB Yatırım	28%	-38%
Gedik Yatırım	35%	-13%
Ünlü Yatırım	16%	-11%
Ahlatçı Yatırım	4%	-19%
Garanti Yatırım	23%	-21%
Ak Yatırım	15%	-36%
QNB Yatırım	2%	-37%
Tera Yatırım	17%	-48%
Yapı Kredi Yatırım	60%	-17%
Teb Yatırım	26%	
Piramit Menkul	8%	
Invest AZ	75%	-26%
Metro Yatırım	100%	
Oyak Yatırım	17%	-22%
Global Menkul	69%	
Vakıf Yatırım	22%	-26%
Ortalama	36%	-25%

İlk yıl negatif sapma olan beklentilerde ortalamada %25 sapma gerçekleşirken ilk yıllarda pozitif sapma ortalaması %36'dır.

Tablo 5: Halka Arzlarda İkinci Yıl Beklentilerinde Ortalama Sapmalar

Aracı Kurum	2. Yıl Ortalama Pozitif Sapma	2. Yıl Ortalama Negatif Sapma
İş Yatırım	40%	-4%
İnfo Yatırım	190%	-45%

Kalkınma ve Yatırım Bankası		
Halk Yatırım	146%	
A1 Capital	246%	-12%
Tacirler Yatırım	123%	-17%
Alnus Yatırım		
Deniz Yatırım	144%	-69%
TSKB Yatırım	70%	-45%
Gedik Yatırım	80%	-24%
Ünlü Yatırım		-15%
Ahlatçı Yatırım	41%	
Garanti Yatırım	95%	-24%
Ak Yatırım	137%	-23%
QNB Yatırım	74%	-10%
Tera Yatırım	155%	-34%
Yapı Kredi Yatırım	50%	-39%
Teb Yatırım	128%	
Piramit Menkul	67%	
Invest AZ	221%	-58%
Metro Yatırım	191%	
Oyak Yatırım	88%	-22%
Global Menkul	239%	
Vakıf Yatırım	455%	
Ortalama	142%	-29%

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporları ve Bağımsız Denetim Raporları

İkinci yıl tahminlerinde negatif sapmalı olan grubun ortalaması %29 olarak gerçekleşirken pozitif sapma ortalaması %142'dir. İlk yıl tahminlerinin oldukça muhafazakar gerçekleştiği sonucuna ulaşılmaktadır.

4.2. Skorumla Yaklaşımı

Aracı kurumlar fiyat tespit raporlarında 5 yıllık kar tahminleri yapmasına rağmen sonraki 2 yıl için gerçekleştirmeleri Varsayım Raporları adı altında KAP'ta yayınlamaktadır. Tüm varsayım raporlarının aracı kurum bazında gerçekleşme verisinin ağırlıklı ortalaması alınmıştır. 144 halka arzdan 122'sinde varsayım raporu yayınlandığı için 122 arz verisinin gerçekleştirmeleri tabloda gösterilmiştir. Görüleceği üzere 122 arzda ve 204 varsayım raporunda tüm raporlarda 2 yıllık beklentilerinin ortalamada %31 yukarı yönlü saptığı ortaya çıkmıştır. Yani aracı kurum piyasası halka arzlarda beklediği karlılık seviyeleri büyük oranda gerçekleşmiş ve ortalamada yukarı yönlü sapmıştır. Beklentileri yukarı yönlü en fazla sapan kurumlar Metro Yatırım (%146), Vakıf Yatırım (%150) ve Global Menkul (%154) olarak öne çıkarken Alnus Yatırım ve Ünlü Yatırım halka arzlarında beklentiler gerçekleştirmelere göre negatif yönlü sapmıştır. Yani bu 2 kurum yaptıkları halka arzlarda değerlemeye konu ettikleri tahminleri tutturamamışlardır. Bununla birlikte negatif sapmalar %5 ve %3 ile tolere edilebilir noktadadır.

Görüldüğü üzere Türk hisse senedi piyasasında aracı kurumların halka arzlarda değerlemelerini dayandırdıkları beklentiler büyük oranda tutmuş ve yukarı yönlü sapmıştır. Pozitif sapma farklı şekillerde yorumlanabilir. İlk olarak aracı kurum tahminlerinin yatırımcı lehine yukarı yönlü sapması olumlu bir durum olarak görülebilir. Pozitif sapmanın çok yüksek olması aslında tahminlerin çok da sağlıklı analiz edilmediği ve analistlerin özenli bir çalışma yapmadığı ve kompleks ve kendi içinde uyumlu bir model kurulamadığı anlamına da gelebilir.

Başka bir çıkarım ise SPK'nın kurumlara uyguladığı fiyat baskınının bir sonucu olarak gerçekleştirmeler pozitif sapmış olabilir. SPK'nın baskısı ile aracı kurumlar EBITDA tahminlerini yönetim beklentilerine göre çok daha fazla azaltmış olabilirler. SPK halka arz öncesinde şirketler ve aracı kurumlarla toplantılar yapmakta ve aracı kurum beklentilerini sorgulamaktadır. Bireysel yatırımcı halka arzlarda ağırlıklı olduğu için finansal

okuryazarlığı düşük bireysel yatırımcı adına SPK uzmanları fiyat tespit raporlarındaki beklentileri ve değerlemeleri sorgulamaktadır. Bu sorgulamalar neticesinde aracı kurumlar kar beklentilerini aşağı çekmek zorunda kalmış olabilirler. Bu durum gerçekleştirmelerdeki yukarı yönlü pozitif sapmaları doğurmuş olabilir.

Son çıkarım ise 2021 ve 2022 halka arzlarında, bugünlerdeki enflasyon öngörülemediği için o dönem halka arz yapan kurumların tahminleri sonraki yıllardaki yüksek enflasyon ile pozitif sapmaya maruz kalmış olabilir. Metro ve Vakıf Yatırım halka arzları 2021 ve 2022’de yoğunlaştığı için sonraki dönemde o günlerde öngörülemeyen bir enflasyon olması pozitif sapmayı ortalamada yukarı çıkarmış gözükmektedir.

Aracı kurum başarılarını belirlemek için birden fazla yaklaşım benimsenmiştir. İlk yaklaşım olarak yapılan değerlendirmede, iki yıllık tahminler için pozitif ve negatif sapmaların ağırlıklı ortalamaları hesaplanmış ve bu sapmalar halka arz adediyle çarpılarak tahmin puanı elde edilmiştir. Ortalama sapmanın sayısı ile çarpılması ise daha fazla halka arz yapan aracı kurum daha fazla risk aldığı için sayı adedine göre de bir skor almasının adil olması ile ilgilidir. 4 yılda sadece 1 tane halka arz yapan ve tahminleri büyük oranda tutan bir aracı kurumu listenin başına yazmak pek makul karşılanmamıştır. Elde edilen sonuçlara göre, İfo Yatırım, %41 pozitif sapma ve 8,1 tahmin puanı ile 24 aracı kurum arasında tahminlemede en başarılı kurum olmuştur. İfo Yatırım tahminleri ağırlıklı ortalamada %41 yukarı yönlü sapmıştır.

$$f(Skor) = \frac{\text{Pozitif Sapma Adedi} * \text{Pozitif Sapma Ort.} + \text{Negatif Sapma Adedi} * \text{Negatif Sapma Ort.}}{\text{Toplam Halka Art Adedi}}$$

Tablo 6: Aracı Kurum Başarısı-Yaklaşım-1

Aracı Kurum	Toplam Sapma (T1+T2)	Halka Arz Adedi	Tahmin Puanı (Sapma*Adet)
İfo Yatırım	41%	20	8,1
A1 Capital	86%	8	6,9
Vakıf Yatırım	223%	3	6,7
Halk Yatırım	48%	11	5,2
Metro Yatırım	146%	3	4,4
Deniz Yatırım	71%	6	4,3
Global Menkul	154%	2	3,1
Tacirler Yatırım	35%	5	1,8
Garanti Yatırım	13%	9	1,2
Oyak Yatırım	23%	5	1,1
Invest AZ	53%	2	1,1
Gedik Yatırım	21%	5	1,1
Yapı Kredi Yatırım	19%	5	0,9
Teb Yatırım	77%	1	0,8
Kalkınma ve Yatırım	36%	2	0,7
TSKB Yatırım	13%	5	0,6
Ak Yatırım	12%	5	0,6
QNB Yatırım	9%	6	0,5
İş Yatırım	9%	5	0,5
Ahlatçı Yatırım	10%	4	0,4
Piramit Menkul	37%	1	0,4
Tera Yatırım	4%	6	0,3
Alnus Yatırım	-5%	1	-0,1
Ünlü Yatırım	-3%	2	-0,1
	ORTALAMA = %47	TOPLAM = 122	ORTALAMA = 2,1

4.3. Negatif Sapma Adedi Yaklaşımı

Tahminlemenin başarısı olarak bir diğer yaklaşım ise aracı kurumlar tarafından yapılan tüm varsayımların negatif sapma yüzdesinin tespit edilmesidir. Metro Yatırım, Global Menkul, Kalkınma ve Yatırım Bankası, Piramit Menkul ve Teb Yatırım halka arzlarında son 4 yılda negatif sapma gerçekleşmemiş ve tüm tahminler tutmuş ya da yukarı yönlü sapmıştır. Bu yaklaşıma göre son 4 yılda en başarılı kurumlar, yukarıda bahsi geçenler olmuştur. Alnus Yatırım, Ünlü Yatırım, Tera Yatırım ve Garanti Yatırım gerçekleştirdikleri halka arzlarda tahminleme sayısı açısından %50'den fazlasında tahminlerini tutturamamış ve negatif sapma gerçekleşmiştir.

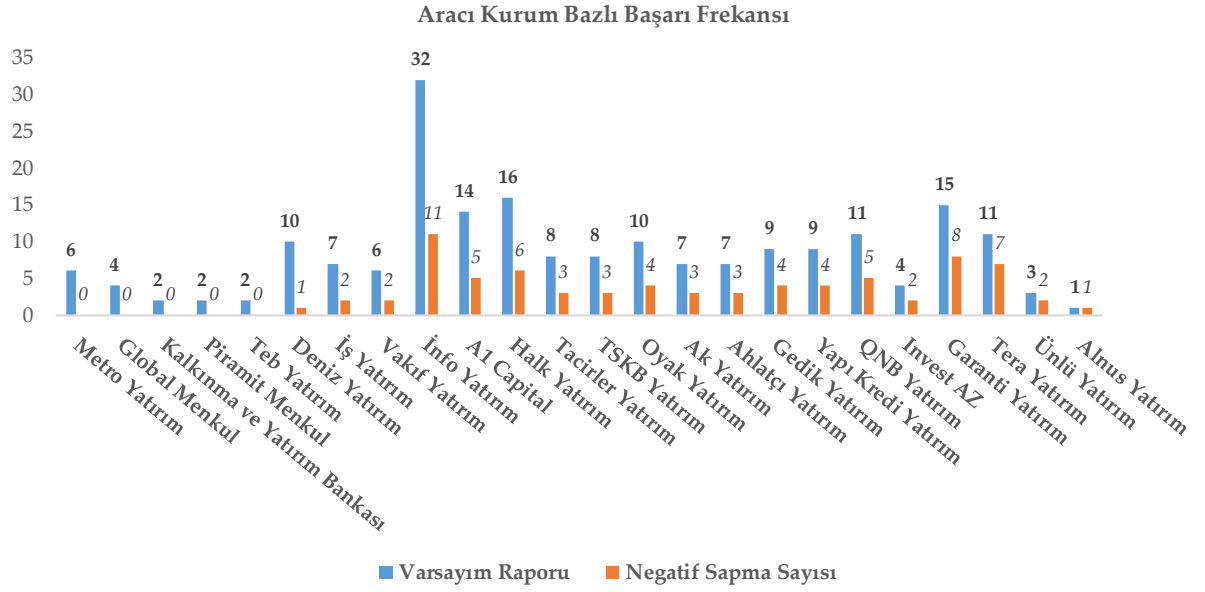
İş Yatırım'ın 5 halka arzında 7 varsayım raporu yayınlanmış ve 2 tanesinde negatif 5 tanesinde pozitif sapma gerçekleştirmiştir. İfo Yatırım'ın 20 halka arzında 32 varsayım raporu yayınlanmış ve 11 tanesinde negatif 21 tanesinde pozitif sapma gerçekleştirmiştir.

Bu yaklaşıma göre Metro Yatırım, Global Menkul, Kalkınma ve Yatırım Bankası, Piramit Menkul ve Teb Yatırım en başarılı kurumlar olarak öne çıkmıştır. Ancak bu yaklaşımın olumsuz tarafı az halka arz yapan kurumları başarılı göstermesidir. 4 yıl içinde sadece 1 halka arz yapmış Piramit Menkul beklentileri aşağı yönlü sapmasa da bu durum bir başarı olarak algılanmayabilir. Zira başarılı bir durum olsaydı Piramit Menkul'ün 4 yılda birden fazla arz yapması beklenirdi. Ek olarak Piramit menkul Değerler'in halka arz yaptığı dönemde geleceğe yönelik enflasyon beklentileri gerçekleştirmelerin oldukça altında kaldığından enflasyonist etki ile tahminlerini rahatlıkla tutturabilmiştir. Dolayısıyla tahminlerin tutmasında enflasyon da önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 7: Aracı Kurum Başarısı-Yaklaşım-2

Aracı Kurum	Halka Arz Adedi	Varsayım Raporu	Negatif Sapma Sayısı	Negatif Sapma / Toplam Tahmin (%)
Metro Yatırım	3	6	0	0,0%
Global Menkul	2	4	0	0,0%
Kalkınma ve Yatırım Bankası	2	2	0	0,0%
Piramit Menkul	1	2	0	0,0%
Teb Yatırım	1	2	0	0,0%
Deniz Yatırım	6	10	1	10,0%
İş Yatırım	5	7	2	28,6%
Vakıf Yatırım	3	6	2	33,3%
İfo Yatırım	20	32	11	34,4%
A1 Capital	8	14	5	35,7%
Halk Yatırım	11	16	6	37,5%
Tacirler Yatırım	5	8	3	37,5%
TSKB Yatırım	5	8	3	37,5%
Oyak Yatırım	5	10	4	40,0%

Ak Yatırım	5	7	3	42,9%
Ahlatçı Yatırım	4	7	3	42,9%
Gedik Yatırım	5	9	4	44,4%
Yapı Kredi Yatırım	5	9	4	44,4%
QNB Yatırım	6	11	5	45,5%
Invest AZ	2	4	2	50,0%
Garanti Yatırım	9	15	8	53,3%
Tera Yatırım	6	11	7	63,6%
Ünlü Yatırım	2	3	2	66,7%
Alnus Yatırım	1	1	1	100,0%



Bu yaklaşımda az sayıda tahmin yapan aracı kurumlar, düşük örneklem büyüklüğü nedeniyle istatistiksel olarak daha tutarlı görünme eğiliminde olabilir. Analizin yanıltıcı olmaması için yalnızca 6 ve üzeri varsayım raporuna sahip kurumlar değerlendirilmede yeniden dikkate alınmıştır. Bu değerlendirmeye göre en başarılı 5 kurum Metro Yatırım, Deniz Yatırım, İş Yatırım, Vakıf Yatırım ve Info Yatırım olmuştur.

Tablo 8: Aracı Kurum Başarısı-Yaklaşım-3

Aracı Kurum	Halka Arz Adedi	Varsayım Raporu	Negatif Sapma Sayısı	Negatif Sapma / Toplam Tahmin (%)
Metro Yatırım	3	6	0	0,0%
Deniz Yatırım	6	10	1	10,0%
İş Yatırım	5	7	2	28,6%
Vakıf Yatırım	3	6	2	33,3%
İnfo Yatırım	20	32	11	34,4%

A1 Capital	8	14	5	35,7%
Tacirler Yatırım	5	8	3	37,5%
TSKB Yatırım	5	8	3	37,5%
Halk Yatırım	11	16	6	37,5%
Oyak Yatırım	5	10	4	40,0%
Ak Yatırım	5	7	3	42,9%
Ahlatçı Yatırım	4	7	3	42,9%
Gedik Yatırım	5	9	4	44,4%
Yapı Kredi Yatırım	5	9	4	44,4%
QNB Yatırım	6	11	5	45,5%
Garanti Yatırım	9	15	8	53,3%
Tera Yatırım	6	11	7	63,6%

5. Sonuç ve Tartışma

2020 yılında yaşanan pandemi dünyada ve Türkiye’de halka arzlara olan ilgiyi artırmıştır. Borsaların teknolojik altyapısının gelişmesi ve düşük faiz ortamında yüksek enflasyonun yaşanması da halka arzlara olan talebin parametreleri olmuştur. Söz konusu etkenler halka arzlara olan yatırımcı ilgisini artırmış ve yatırımcı sayısı artan halka arzlarda, arz kısıtlı ama talep yüksek olunca halka arz sonrası fiyatlamalarda önemli yükselişler yaşanmıştır. Halka arz olan şirketlerin halka açıldıktan sonra 10 gün üst üste tavan fiyatları gördüğü görülmüştür. Bu durum halka arzlara olan talebi daha da artırmış ve birçok şirket bu durumdan yararlanmak için halka açılmaya karar vermiştir. Yüksek talebin bir diğer çıktısı ise fiyatlamalar olmuştur. Bireysel yatırımcıda finansal okur yazarlık seviyesinin düşük olması ve halka arzlara temel bir analiz yapmadan girmesi fiyatlamalardaki şartları gündeme getirmiştir. Bu durum aracı kurumların iyimser EBITDA ya da kar tahminleri ile iyimser değerlemeler yapma riskini ortaya çıkarmıştır.

Literatürde genel olarak halka arz fiyatlamalarının test edilmesi için halka arz sonrası hisse getiri performanslarına odaklanılmıştır. Yurtiçi ve yurtdışı literatürde halka arz sonrasında yatırımcıların kısa vadede getiri sağladığı belirlenirken bu durum halka arz fiyatlamalarının ucuz olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Literatür halka arz fiyatlamalarının pahalı olmamasını halka arz sonrası getiriye göre ölçmüş ve genelde getiriler pozitif olduğu için halka arzda fiyatlamaların adil değerden ya da ucuz seviyeden gerçekleştiği iddia edilmiştir. İşbu çalışmada ise literatürün aksine haber odaklı hareket eden ve daha volatil olan hisse fiyatlamaları yerine mali tablolar üzerinden fiyatlamaların adil ya da ucuz olup olmadığı test edilmiştir. Şirketler yatırımcılar için bekledikleri hedefleri yerine getirirlerse aslında halka arz fiyatlamalarının da adil ya da ucuz seviyeden gerçekleştiğinden bahsedilebilir. Eğer şirketler hedeflerini yerine getirememişlerse bu durum ilk halka arzda pahalı bir fiyatın oluştuğu şeklinde yorumlanabilir. Bu yaklaşım literatürdeki ilk yaklaşıma göre daha makro ve mikro ekonomi odaklıdır. Literatür birçok faktörden etkilenebilecek, manipülatif olabilecek ve sürdürülebilir olmayabilecek borsa getirisi ile ucuz ya da pahalılığı ölçerken işbu makaledeki ölçüm yaklaşımı borsalardaki spekülasyon hareketleri ne olursa olsun firmanın hedeflerine olan basiretli yaklaşımı ile ilgilidir. Literatüre bu anlamda farklı bir katkı sunulması bu çalışmada hedeflenmiştir. Çalışma, uzun vadeli beklentilere göre fiyatlamayı ölçtüğü için uzun vadede getirileri dikkate almaktadır. Uzun vadeli beklentiler Türk halka arz piyasasında genelde beklentiler ile örtüştüğü için uzun vadede yatırımcıların kazanması beklenmektedir. Bu durum literatürde (Ritter, 1991), (Chalk & Peavy, 1987) ve (Jewartowski & Lizińska, 2012) çalışmalarında ulaşıldıkları sonuçlar ile paraleldir. Buna karşın çalışma sonuçları uzun vadede halka arzlardan negatif getiriye ulaşan (Stoll & Curley, 1970) ve (Ibbotson, 1975) çalışmalarındaki sonuçlar ile uyumsuzdur.

144 halka arzın 204 varsayım raporu ve her bir rapordaki yıllık tahminler şirket, sektör ve aracı kurum bazlı çıkarılmıştır. Genel olarak 204 tahminin 76’sının negatif saptığı ve negatif sapma ortalamasının düşük olduğu ve toplam tahminlerde ortalama %31’lik pozitif sapmanın gerçekleştiği görülmüştür. Aracı kurum başarısını ölçmek adına 3 yaklaşım belirlenmiş olup ilk yaklaşıma göre İnfö Yatırım, A1 Capital, Vakıf Yatırım, Halka Yatırım ve Metro Yatırım en başarılı kurumlar olurken Ünlü Yatırım, Alnus Yatırım, Tera Yatırım, Piramit Menkul ve Ahlatçı Yatırım bu yaklaşımda en az başarılı örnekleme girmişlerdir. İkinci yaklaşımda ise

negatif sapma adedi toplam tahmin adedine oranlayarak aracı kurumların başarısı belirlenmiştir. Bu yaklaşımda Metro Yatırım, Global Menkul, Kalkınma ve Yatırım Bankası, Piramit Menkul ve Teb Yatırım en başarılı tahminleri yapmıştır. Ancak bu yaklaşımda sadece 1 halka arz yapan kurumlar tek varsayım raporunda doğru tahminleme ile tüm sektörün önüne çıkmaktadır. Bu yaklaşımı daha makul hala getirmek için tahmin sayısı 6'nın altındakiler elenmiştir. İlgili eleme sonrası son yaklaşımda ise en başarılı tahminleme yapan 5 kurum sırasıyla Metro Yatırım, Deniz Yatırım, İş Yatırım, Vakıf Yatırım ve İinfo Yatırım olarak öne çıkarken Tera Yatırım, Yapı Kredi Yatırım, Garanti Yatırım, QNB Yatırım ve Gedik Yatırım negatif sapma oranı en yüksek kurumlar olarak ortaya çıkmışlardır.

Türk hisse senedi piyasasının fiyat tespit raporlarındaki beklentilerin gerçekleşme oranlarının yüksek olduğu ve son 4 yılda halka arz furiasında yaşanan süreçte aracı kurum analistlerinin değerlemelerde rasyonel zeminden ayrılmadığı ve hem fiyatlama yaklaşımlarının hem de değerlendirme yaklaşımlarının iyimserlikten uzak ve rasyonel zemine yakın olduğu kanaatine varılmıştır. Türk hisse senedi piyasasını yönlendiren aracı kurum ve analistlerin verimli bir ekosistemin parçası olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hisse fiyatlamaları kimi durumlarda spekülative hareketler içerse de en temelde EBITDA ve faaliyet karı beklentilerine göre oluşmaktadır. Bu durumda analist beklentileri önem arz etmektedir. Analist beklentilerinin gerçekleşmelerine bakıldığında verimli bir piyasa yapısı dikkat çekicidir. Faaliyet karı beklentilerinin hedef değere yakın gerçekleşmelerinde bu dönemde yaşanan ve belli oranda tahminlere yansıyan enflasyon gerçekleşmeleri ve SPK'nın beklentileri kırma güdüsünün de etkin olduğu düşünülmektedir.

Makalenin iki temel sorusu olan piyasanın verimli bir çalışma yapısına sahip olup olmadığı ve tahminlemede en başarılı aracı kurumlar tespit edilmiştir. Ayrıca aracı kurumların tahminlerinin saptığı sektörlerde halka arz izahnamesinde şirketlerden EBITDA ya da kar taahhüdü alınması aracı kurum ve düzenleyici kurum için bundan sonraki halka arzlar adına önemli bir öneri olabilir. Halka arz fiyat tespit raporunda EBITDA ya da kar tahminleri için taahhüt veren şirketler halka arzdan iki yıl sonra en azından iki yıllık tahminlerini gerçekleştiremezler ise yatırımcılar için bir tazminat ödeyebilirler. Bu veri setinin gelişmesi durumunda gelecekte bu şirketler için işbu makaledeki çalışmanın yapılması daha farklı sonuçlar üretebilir. Halka arzda taahhüt sayısının artması sonrası negatife sapmalı işlem adedinde önemli bir gerileme beklenebilir. Yatırımcıların sadece bu araştırma sonuçlarına göre aracı kurum tercih etmemesi gerekmektedir. Aracı kurum tercihinde halka arz performansı bir kriter olarak öne çıksa da farklı değişkenlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Kaynaklar

- Akbulak, S., & Akbulak, Y. (2005). *Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık A.Ş.*, İstanbul, Beta Basım A.Ş.
- Aktepe, C., & Gökkaya, A. (2023). Türkiye'nin Dış Ticaret Açığı ve Nükleer Enerji Seçeneği, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 15(4), 2978-2995.
- Alanka, D. (2024). Nitel Bir Araştırma Yöntemi Olarak İçerik Analizi: Teorik Bir Çerçeve, *Kronotop İletişim Dergisi*, 1(1), 62-82.
- Altan, M., & Hotamış, N. (2008). Türkiye'de İlk Halka Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000-2006), *KMU İİBF Dergisi*, 14, 150-185.
- Baltacı, A. (2019). Nitel Araştırma Süreci: Nitel Bir Araştırma Nasıl Yapılır, *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(2), 368-388.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal Of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chalk, A. J., & Peavy, J. W. (1987). Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and the Price Effect, *Financial Analysts Journal*, Eylül-Ekim, 65-69.
- Coşkun, S. (2024). Gıda Perakende Sektöründeki Firmaların Katkı Sağladıkları SKH'ler ve Öncelikli Konuların Belirlenmesi: Finansal Olmayan Raporlar Üzerine Sektörel Bir Araştırma, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16(4), 2523-2535.

- Çelik, M. (2016). Firmaların İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performanslarının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Örneği, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12(27), 267-282.
- Demirtaş, F., Barut, A., Bardakçı, H., & Alpsülün, M. (2023). İlk Halka Arzların Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Performansları ile İşlem Hacimleri Arasındaki İlişki: Panel Asimetrik Nedensellik Analizi, *Anasay*, 23, 51-69.
- Finn, F. J., & Higham, R. (1988). The Performance of Unseasoned New Equity Issues: Common Stock Exchange Listing in Australia, *Journal of Banking and Finance*, Vol.12, September, 333-351.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, (2), 235-275.
- Jang, W.-Y. (2007). Media Exposure or Media Hype: Evidence from Initial Public Offering Stocks in Taiwan, *Journal of Media Economics*, 20(4), 259-287.
- Jewartowski, T., & Lizińska, J. (2012). Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs, *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(2), 59-75.
- Kaya, T. (2012). The Short Term Performance of Initial Public Offerings in İstanbul Stock Exchange: 2010 -2011 Application, *Journal of Business, Economics & Finance*, 1(1), 64-76.
- Kıymaz, H. (1996). Halka İlk Kez Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları, *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 4.
- McDonald, J. G., & Fisher, A. K. (1972). New Issue Stock Price Behaviour, *Quarterly Journal of Economics*, (111), 1111-1133.
- Morris, S. (1996). Speculative Investor Behavior and Learning, *Journal of Finance*, Vol.27: 102
- Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing Changed Over Time?, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/06/Why-Has-IPO-Underpricing-Changed-Over-Time-2004.pdf> (Erişim Tarihi: 24 Mart 2025).
- Otlı, F., & Ölmez, S. (2011). Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İmkb'de Bir Uygulama, *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2), 14-44.
- Özer, M. (2014). 2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibariyle Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar ve Çözümleri, <https://spk.gov.tr/data/61e48fc71b41c60d1404d68a/5a7ae7c9a658af75b9f375d5f71790a5.pdf>, (Erişim Tarihi: 24 Mart 2025).
- Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Smith, H. (1975). *Strategies of Social Research*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Stoll, H. R., & Curley, A. J. (1970). Small Business and the New Issues Market For Equities, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (5), 309-322.
- 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.
- 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*, 12(4), 3965-3980.

Ekler

Tablo 9: 2021-2024 Arası 144 Halka Arz Verisi

Hisse Kod	SEKTÖR	DEĞERLEME TARİHİ	ARACI KURUM	Halka Arz Tarihi	Değerleme Yapılan Bilanço Dönemi
BINBN	Ulaşım	20.09.2024	Bizim Menkul Değerler	3.10.2024	30.06.2024
DURKN	Gıda	28.08.2024	Deniz Yatırım	11.09.2024	30.06.2024
CEMZY	Gıda	22.08.2024	Bulls Yatırım	29.08.2024	31.03.2024
OZATD	Gemi İnşası (Tersanecilik)	2.07.2024	Vakıf Yatırım	27.08.2024	31.03.2024
GUNDG	Gıda	24.06.2024	ALB Yatırım	15.08.2024	31.03.2024
TCKRC	Metal İmalat	26.06.2024	İnfo Yatırım	14.08.2024	31.03.2024
BAHKM	Kimya	19.07.2024	Tera Yatırım	5.08.2024	31.03.2024
DCTTR	Ticaret	22.05.2024	Halk Yatırım	25.07.2024	31.03.2024
SEGMN	Gıda	24.05.2024	Gedik Yatırım	26.06.2024	31.03.2024
EFORC	Gıda	3.06.2024	Halk Yatırım	26.06.2024	31.03.2024
HOROZ	Lojistik	26.04.2024	QNB Yatırım	29.05.2024	31.12.2023
YIGIT	Akü	29.04.2024	İntegral Yatırım	29.05.2024	31.12.2023
ALKLC	Gıda	29.04.2024	Deniz Yatırım	29.05.2024	31.12.2023
OZYSR	Tel İmalatı	19.04.2024	QNB Yatırım	23.05.2024	31.12.2023
ONRYT	Savunma Teknolojisi	12.03.2024	Global Menkul	22.05.2024	31.12.2023
HRKET	Lojistik	12.04.2024	TSKB Yatırım	15.05.2024	31.12.2023
KOCMT	Metal İmalat	16.04.2024	A1 Capital	9.05.2024	31.12.2023
ALTNY	Savunma	21.03.2024	TSKB Yatırım	8.05.2024	31.12.2023
KOTON	Tekstil	19.03.2024	İş Yatırım	30.04.2024	31.12.2023
LILAK	Kağıt	28.02.2024	Yapı Kredi Yatırım	30.04.2024	31.12.2023
ENTRA	Yenilenebilir Enerji	23.02.2024	Ak Yatırım	27.03.2024	31.12.2023
ODINE	Teknoloji	22.02.2024	TSKB Yatırım	13.03.2024	31.12.2023
MOGAN	Enerji	1.12.2023	İş Yatırım	28.02.2024	30.09.2023
ARTMS	Tekstil	5.12.2023	İnfo Yatırım	27.02.2024	30.09.2023
OBAMS	Gıda	20.12.2023	Kalkınma ve Yatırım Bankası	22.02.2024	30.09.2023
ALVES	Kablo	9.01.2024	İnfo Yatırım	22.02.2024	30.09.2023
LMKDC	Çimento	15.01.2024	Halk Yatırım	14.02.2024	30.09.2023
PATEK	Teknoloji	11.01.2024	Halk Yatırım	6.02.2024	30.09.2023
MEGMT	Metal	20.09.2023	A1 Capital	7.12.2023	30.06.2023
KBORU	Boru	15.11.2023	Tacirler Yatırım	7.12.2023	30.06.2023
CATES	Enerji	6.09.2023	İnfo Yatırım	30.11.2023	30.06.2023
AGROT	Teknoloji	8.09.2023	Alnus Yatırım	15.11.2023	30.06.2023
EKOS	Teknoloji	13.10.2023	Deniz Yatırım	15.11.2023	30.06.2023
MARBL	Madencilik	10.10.2023	Tacirler Yatırım	2.11.2023	30.06.2023
TABGD	Restorant İşletmeciliği	1.09.2023	İş Yatırım	18.10.2023	30.06.2023
BORLS	Filo Kiralama	25.09.2023	TSKB Yatırım	11.10.2023	30.06.2023
DOFER	Yapı Malzemesi	6.09.2023	Gedik Yatırım	10.10.2023	30.06.2023
MEKAG	Makine	28.09.2023	Kalkınma ve Yatırım Bankası	5.10.2023	30.06.2023
DMRGD	Gıda	1.09.2023	A1 Capital	21.09.2023	30.06.2023
HATSN	Gemi İnşası (Tersanecilik)	14.07.2023	İnfo Yatırım	14.09.2023	30.06.2023
REEDR	Teknoloji	28.07.2023	TSKB Yatırım	13.09.2023	31.03.2023
GIPTA	Kağıt (Kırtasiye Ürünleri)	13.07.2023	Halk Yatırım	6.09.2023	31.03.2023

TARKM	Kimya	7.08.2023	Halk Yatırım	5.09.2023	31.03.2023
EBEBK	Hizmet	27.07.2023	Ünlü Yatırım	29.08.2023	31.03.2023
ENERY	Enerji	30.05.2023	Ahlatçı Yatırım	14.08.2023	31.03.2023
BYDNR	Restorant İşletmeciliği	21.07.2023	Halk Yatırım	15.08.2023	31.03.2023
TATEN	Yenilenebilir Enerji	31.07.2023	İnfo Yatırım	10.08.2023	31.03.2023
IZENR	Enerji	15.07.2023	Garanti Yatırım	8.08.2023	31.03.2023
OFSYM	Gıda	10.07.2023	Garanti Yatırım	10.08.2023	31.03.2023
KLSEK	Yapı Malzemesi	9.06.2023	Ak Yatırım	20.07.2023	31.03.2023
ATAKP	Gıda	7.06.2023	İş Yatırım	19.07.2023	31.03.2023
FORTE	Teknoloji	23.02.2023	İnfo Yatırım	8.06.2023	31.12.2022
PASEU	Lojistik	28.04.2023	Halk Yatırım	6.06.2023	31.12.2022
KTLEV	Tasarruf Finansman	23.02.2023	İnfo Yatırım	6.06.2023	31.12.2022
BIENY	Yapı Malzemesi	15.03.2023	Ak Yatırım	11.05.2023	31.12.2022
BIGCH	Restorant İşletmeciliği	14.03.2023	Deniz Yatırım	3.05.2023	31.12.2022
CWENE	Enerji	14.03.2023	QNB Yatırım	26.04.2023	31.12.2022
GRTRK	Tarım	14.03.2023	İnfo Yatırım	18.04.2023	31.12.2022
EUPWR	Enerji	12.03.2024	Ak Yatırım	12.04.2023	31.12.2022
KOPOL	Tekstil	15.03.2023	Garanti Yatırım	5.04.2023	31.12.2022
CVKMD	Madencilik	8.03.2023	Tera Yatırım	6.04.2023	31.12.2022
EKSUN	Gıda	16.02.2023	Yapı Kredi Yatırım	15.03.2023	30.09.2022
AKFYE	Enerji	23.01.2023	Garanti Yatırım	8.03.2023	30.09.2022
GOKNR	Gıda	5.01.2023	Yapı Kredi Yatırım	1.03.2023	30.09.2022
BVSAN	Makine Vinç	27.12.2022	Tera Yatırım	26.01.2023	30.09.2022
MACKO	İnternet Hizmetleri	13.12.2022	İnfo Yatırım	19.01.2023	30.09.2022
ASTOR	Enerji	18.11.2022	Teb Yatırım	11.01.2023	30.09.2022
SOKE	Gıda	9.11.2022	QNB Yatırım	4.01.2023	30.09.2022
TNZTP	Sağlık	7.12.2022	Piramit Menkul	5.01.2023	30.09.2022
ONCSM	Yenilenebilir Enerji	24.10.2022	İnfo Yatırım	28.12.2022	30.09.2022
SDTTR	Savunma	2.12.2022	İnfo Yatırım	28.12.2022	30.09.2022
AHGAZ	Enerji	2.12.2022	Ahlatçı Yatırım	14.12.2022	30.06.2022
BRKVY	Varlık Yönetim	30.11.2022	Halk Yatırım	8.12.2022	30.06.2022
PLTUR	Taşımacılık	16.09.2022	İnfo Yatırım	8.12.2022	30.06.2022
OZSUB	Gıda	15.09.2022	Gedik Yatırım	22.11.2022	30.06.2022
SNICA	Makine Sanayi	7.10.2022	Gedik Yatırım	15.11.2022	30.06.2022
ALFAS	Enerji	12.10.2022	Deniz Yatırım	9.11.2022	30.06.2022
HKTM	Endüstriyel Otomasyon	18.07.2022	A1 Capital	10.08.2022	31.03.2022
AZTEK	Teknoloji Perakendeciliği	17.06.2022	Deniz Yatırım	10.08.2022	31.03.2022
BARMA	Ambalaj	16.05.2022	İnfo Yatırım	3.08.2022	31.03.2022
OBASE	Teknoloji	17.06.2022	TSKB Yatırım	28.07.2022	31.03.2022
KRPLS	Ambalaj	30.05.2022	Yapı Kredi Yatırım	20.07.2022	31.03.2022
RUBNS	Tekstil	6.06.2022	Ahlatçı Yatırım	29.06.2022	31.03.2022
KCAER	Çelik İmalat	13.05.2022	QNB Yatırım	22.06.2022	31.03.2022
MAKIM	Makine imalat	16.03.2022	Halk Yatırım	9.06.2022	31.12.2021
EUREN	Yapı Malzemesi	28.04.2022	Garanti Yatırım	2.06.2022	31.12.2021
YYLGD	Gıda	28.04.2022	Yapı Kredi Yatırım	11.05.2022	31.12.2021
SUNTK	Tekstil	21.04.2022	QNB Yatırım	11.05.2022	31.12.2021
IMASM	Makine Çelik	31.03.2022	A1 Capital	20.04.2022	31.12.2021
KMPUR	Kimya	6.04.2022	TSKB Yatırım	20.04.2022	31.12.2021

BMSTL	Metal İmalat	29.03.2022	Invest AZ	21.04.2022	31.12.2021
SUWEN	Tekstil	29.03.2022	TSKB Yatırım	13.04.2022	31.12.2021
CONSE	Yenilenebilir Enerji	22.03.2022	Garanti Yatırım	14.04.2022	31.12.2021
LIDER	Filo Kiralama	17.03.2022	Tera Yatırım	29.03.2022	30.09.2021
SMRTG	Yenilenebilir Enerji	4.03.2022	QNB Yatırım	16.03.2022	30.09.2021
ENSRI	Tekstil	1.03.2022	Metro Yatırım	16.03.2022	31.12.2021
GRSEL	Taşımacılık	23.12.2021	İnfo Yatırım	3.03.2022	30.09.2021
GZNMI	Seyehat Hizmetleri	6.01.2022	İnfo Yatırım	1.03.2022	30.09.2021
KLSYN	Mobilya	25.01.2022	Oyak Yatırım	24.02.2022	03.30.2021
HTTBT	Teknoloji	4.02.2022	Ünlü Yatırım	23.02.2022	09.30.2021
HUNER	Yenilenebilir Enerji	24.01.2022	İnfo Yatırım	15.02.2022	09.30.2021
PNLSN	Yapı Malzemesi	1.03.2022	Gedik Yatırım	9.02.2022	09.30.2021
RNPOL	Kimya	3.09.2021	İnfo Yatırım	30.11.2021	09.30.2021
PCILT	Medya ve reklamcılık	2.09.2021	Global Menkul	24.11.2021	09.30.2021
KONKA	Kağıt	12.10.2021	Halk Yatırım	18.11.2021	06.30.2021
MOBTL	Teknoloji Tedariği	19.10.2021	İnfo Yatırım	18.11.2021	06.30.2021
MIATK	Bilişim ve güvenlik	1.11.2021	Metro Yatırım	15.11.2021	06.30.2021
ISSEN	Ambalaj	25.10.2021	Garanti Yatırım	10.11.2021	06.30.2021
ELITE	Gıda	15.10.2021	Halk Yatırım	8.11.2021	06.30.2021
ARASE	Enerji Dağıtım	8.10.2021	Halk Yatırım	4.11.2021	06.30.2021
IHAAS	Medya ajansı	15.10.2021	Tera Yatırım	26.10.2021	06.30.2021
ANGEN	Tıbbi sarf malzemeleri	17.09.2021	Ak Yatırım	14.10.2021	06.30.2021
MAGEN	Yenilenebilir Enerji	18.08.2021	Metro Yatırım	22.09.2021	06.30.2021
KIMMR	Parakendecilik	23.08.2021	Tacirler Yatırım	16.09.2021	06.30.2021
TEZOL	Kağıt imalatı	17.08.2021	Deniz Yatırım	8.09.2021	06.30.2021
YEOTK	Enerji mühendisliği	25.06.2021	Global Menkul	27.08.2021	06.30.2021
ORCAY	Gıda	26.07.2021	Tera Yatırım	26.08.2021	06.30.2021
EGEPO	Hastanecilik	5.08.2021	Tacirler Yatırım	25.08.2021	03.30.2021
BRLSM	Yapı Mühendisliği	2.07.2021	QNB Yatırım	11.08.2021	03.30.2021
GESAN	Elektrik mühendisliği	8.07.2021	Oyak Yatırım	11.08.2021	03.30.2021
GENIL	Sağlık	20.05.2021	Oyak Yatırım	28.07.2021	03.30.2021
MANAS	Endüstriyel teknoloji	28.06.2021	Tera Yatırım	13.07.2021	31.12.2020
KARYE	Yenilenebilir Enerji	22.06.2021	A1 Capital	9.07.2021	31.03.2021
ESCAR	Filo Kiralama	15.08.2021	İnfo Yatırım	7.07.2021	31.03.2021
VBTYZ	Teknoloji Donanım	8.06.2021	A1 Capital	6.07.2021	31.12.2020
KTSKR	Gıda	4.06.2021	Tacirler Yatırım	1.07.2021	31.12.2020
EDATA	Bilişim ve güvenlik	28.04.2021	A1 Capital	29.06.2021	31.12.2020
MEDTR	Tıbbi sarf malzemeleri	15.04.2021	Gedik Yatırım	23.06.2021	31.12.2020
SELVA	Gıda	16.04.2021	Ahlatçı Yatırım	17.06.2021	31.12.2020
BMSCH	Metal İmalat	19.03.2021	Invest AZ	31.05.2021	31.12.2020
ATATP	Yazılım ve Teknoloji	7.05.2021	İş Yatırım	27.05.2021	31.12.2020
BOBET	Betoncu	11.05.2021	Vakıf Yatırım	26.05.2021	31.12.2020
MERCN	Kimya	25.03.2021	A1 Capital	20.05.2021	31.12.2020
KLKIM	Yapı Malzemesi	16.04.2021	Ak Yatırım	6.05.2021	31.12.2020
PENTA	Teknoloji Perakendeciliği	20.04.2021	İş Yatırım	6.05.2021	31.12.2020
CANTE	Enerji Üretimi	11.03.2021	Vakıf Yatırım	21.04.2021	31.12.2020
AYDEM	Yenilenebilir Enerji	25.03.2021	Yapı Kredi Yatırım	19.04.2021	31.12.2020
BIOEN	Yenilenebilir Enerji	1.04.2021	Deniz Yatırım	19.04.2021	31.12.2020

GWIND	Yenilenebilir Enerji	5.04.2021	Garanti Yatırım	15.04.2021	31.12.2020
NTGAZ	Doğalgaz Lojistik	24.02.2021	Vakıf Yatırım	25.03.2021	31.12.2020
TRILC	İlaç Dağıtım	8.02.2021	Oyak Yatırım	25.02.2021	31.12.2020
MTRKS	Yazılım	8.03.2021	Garanti Yatırım	30.03.2021	31.12.2020
QUAGR	Yapı Malzemesi	4.03.2021	İnfo Yatırım	5.04.2021	31.12.2020
TUREX	Taşımacılık	9.03.2021	Oyak Yatırım	1.04.2021	31.12.2020

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporları

Tablo 10: 2021-2024 Arası Fiyat Tespit Raporlarında Beklenen EBITDA ve Gerçekleşmeler

Hisse Kod	AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ (mTL)	EBITDA (İlk Yıl Tahmin mTL)	EBITDA (İkinci Yıl Tahmin mTL)	GERÇEKLEŞME (T1 mn)	GERÇEKLEŞME (T2 mn)
BINBN	1.124,9	8,0	27,0	3,4	BEKLENİYOR
DURKN	1.798,4	6,9	8,5	5,7	BEKLENİYOR
CEMZY	2.901,6	982,1	1.783,0	286,3	BEKLENİYOR
OZATD	3.285,5	21,8	29,8	14,8	BEKLENİYOR
GUNDG	786,5	171,5	338,4	92,6	BEKLENİYOR
TCKRC	2.112,9	378,4	745,0	299,2	BEKLENİYOR
BAHKM	673,8	150,6	634,2	86,5	BEKLENİYOR
DCTTR	945,8	11,3	14,0	0,0	BEKLENİYOR
SEGMN	2.174,7	483,0		175,4	BEKLENİYOR
EFORC	4.423,4	835,3	1.692,9	549,3	BEKLENİYOR
HOROZ	3.551,9	1.062,8	2.217,0	1.301,0	BEKLENİYOR
YIGIT	3.655,7	1.175,7	2.314,1	204,5	BEKLENİYOR
ALKLC	1.957,8	471,8	914,0	416,0	BEKLENİYOR
OZYSR	3.661,2	16,6	24,8	9,2	BEKLENİYOR
ONRYT	1.090,5	7,3	12,0	5,1	BEKLENİYOR
HRKET	6.733,2	24.783,8	42.522,0	11.708,0	BEKLENİYOR
KOCMT	7.275,9	974,4	1.786,9	483,7	BEKLENİYOR
ALTNV	2.520,8	14,9	24,4	9,8	BEKLENİYOR
KOTON	12.287,8	6.236,0		4.659,0	BEKLENİYOR
LILAK	8.535,3	64,5	101,8	54,5	BEKLENİYOR
ENTRA	28.008,2	93,3	123,5	54,0	BEKLENİYOR
ODINE	1.346,7	6,9	13,0	3,8	BEKLENİYOR
MOGAN	65.560,6	6.429,9		6.736,5	BEKLENİYOR
ARTMS	900,4	205,0	277,5	212,6	195,0
OBAMS	6.611,5	78,0	46,5	92,6	16,6
ALVES	1.286,4	368,7	435,2	274,9	521,8
LMKDC	1.158,3	1.079,7	804,2	1.247,5	1.044,4
PATEK	639,8	211,0	510,0	0,0	0,0
MEGMT	5.055,8	637,2	26,6	895,6	27,4
KBORU	960,8	282,6	581,9	486,9	604,0
CATES	7.666,2	60,0	33,0	54,3	
AGROT	3.620,4	164,1	292,4	155,7	0,0
EKOS	1.049,5	10,6	13,4	11,5	0,7

MARBL	1.735,6	196,0	231,0	254,5	237,2
TABGD	7.665,4	3.590,0	4.827,8	3.606,0	4.261,0
BORLS	3.280,9	1.243,3	1.699,8	1.089,0	1.683,0
DOFER	899,4	107,3	152,0	89,0	19,5
MEKAG	836,0	116,8	177,3	179,6	96,7
DMRGD	623,0	96,5	139,5	105,3	252,6
HATSN	1.336,6	426,0	456,8	473,7	770,6
REEDR	2.267,4	910,0	1.325,9	1.235,5	629,0
GIPTA	1.229,0	367,9	289,5	228,0	370,4
TARKM	1.145,6	367,3	250,4	360,0	115,2
EBEBK	3.070,8	1.257,0	1.577,3	1.463,0	2.108,0
ENERY	3.719,5	1.887,0	2.021,3	1.610,0	1.727,0
BYDNR	792,5	331,4	378,3	396,2	359,3
TATEN	2.927,5	602,8	909,9	951,6	710,6
IZENR	3.086,0	25,6	27,3	31,6	2,6
OFSYM	2.999,1	920,6	1.086,5	1.021,9	1.063,5
KLSEK	6.480,2	1.216,2	1.794,5	677,3	-31,3
ATAKP	1.760,0	733,0	765,8	683,0	682,0
FORTE	401,7	123,9	119,0	178,1	16,4
PASEU	276,2	295,0	718,5	85,0	174,0
KTLEV	1.001,2	468,0	626,3	787,0	1.191,0
BIENY	5.067,5	1.630,0	2.619,8	1.170,0	94,0
BIGCH	552,0	536,3	696,8	552,5	456,9
CWENE	4.436,2	131,6	108,9	79,2	98,5
GRTRK	1.240,9	385,7	316,1	400,7	433,5
EUPWR	1.845,4	1.445,0	1.646,3	1.946,5	1.597,9
KOPOL	3.424,4	39,0	30,9	29,0	20,0
CVKMD	1.072,0	532,9	584,5	596,2	774,1
EKSUN	1.804,6	479,0	494,0	478,5	567,0
AKFYE	18.666,9	116,4	111,3	115,4	95,0
GOKNR	3.615,3	571,0	798,0		1.086,6
BVSAN	1.364,3	96,5	148,7	77,4	366,9
MACKO	171,5	96,6	108,1	108,1	173,4
ASTOR	5.733,5	1.719,5	2.546,0	2.164,0	5.796,0
SOKE	1.358,2	292,4	354,7	292,6	508,4
TNZTP	847,4	139,0	198,0	150,3	329,6
ONCSM	125,7	50,3	65,0	44,1	-6,5
SDTTR	549,0	150,9	223,3	129,2	374,2
AHGAZ	7.135,4	786,0	1.213,0	821,0	1.471,0
BRKVY	605,0	187,0	264,0	161,0	275,0
PLTUR	1.809,8	470,3	775,9	503,2	526,5
OZSUB	556,0	130,0	201,3	156,4	188,2
SNICA	1.380,6	396,5	863,4	361,6	505,3
ALFAS	971,9	290,2	678,0	397,7	1.435,8
HKTM	178,5	55,3	77,2	25,5	76,1
AZTEK	744,8	217,0	292,0	383,0	1.147,0
BARMA	831,4	348,3	537,1	362,5	403,2
OBASE	164,1	48,6	82,7	18,0	45,4

KRPLS	434,0	167,0	236,0	133,0	144,0
RUBNS	727,7	268,5	285,1	183,0	477,6
KCAER	2.905,1	92,0	93,5	95,0	75,4
MAKIM	139,2	77,7	121,7	97,1	248,6
EUREN	377,3	21,6	25,4	20,7	19,3
YYLGD	2.825,3	824,7	810,3	1.315,6	1.757,7
SUNTK	1.824,0	36,6	37,7	32,1	41,8
IMASM	661,6	58,5	84,4	154,7	97,3
KMPUR	2.208,4	40,4	48,7	43,7	67,0
BMSTL	604,4	12,5	9,1	9,3	3,8
SUWEN	263,8	215,7	313,0	304,2	631,0
CONSE	823,2	279,2	421,7	165,7	285,6
LIDER	942,2	382,8	634,5	470,5	531,9
SMRTG	671,6	21,1	29,2	21,5	78,2
ENSRI	288,2	62,0	67,4	79,9	85,1
GRSEL	444,3	118,3	147,5	292,8	1.095,6
GZNMI	116,5	39,1	61,7	42,3	24,7
KLSYN	829,4	78,0	104,0	81,0	167,0
HTTBT	242,8	9,1	12,0	8,1	10,1
HUNER	1.906,8	17,2	21,0	15,6	15,5
PNLSN	398,1	110,0	168,0	184,5	260,9
RNPOL	421,0	44,9	54,0	57,6	44,8
PCILT	465,3	25,7	45,6	51,1	162,3
KONKA	988,6	81,0	104,2	226,6	612,7
MOBTL	2.451,2	171,0	222,7	208,6	311,60
MIATK	132,5	46,7	57,9	62,0	318,7
ISSEN	1.019,0	296,9	333,6	394,1	483,7
ELITE	300,5	133,7	168,6	199,4	351,3
ARASE	4.587,3	997,0	1.117,0	661,0	1.405,0
IHAAS	84,2	22,5	34,3	3,3	12,7
ANGEN	326,0	321,0	315,0	350,0	244,0
MAGEN	2.495,4	17,0	16,7	57,3	33,0
KIMMR	659,9	108,0	137,0	140,0	176,0
TEZOL	795,4	256,0	362,0	576,7	462,1
YEOTK	463,9	64,9	81,0	90,7	261,9
ORCAY	282,3	19,4	30,8	9,2	81,2
EGEPO	287,3	78,0	133,4	39,6	111,0
BRLSM	587,6	108,1	128,3	44,7	127,2
GESAN	852,4	356,3	438,0	382,9	1.198,4
GENIL	988,3	123,2	573,3	172,0	751,5
MANAS	106,1	26,7	47,3	17,7	35,9
KARYE	735,5	10,9	10,8	9,3	8,3
ESCAR	667,9	197,9	237,1	253,5	490,7
VBTYZ	124,6	23,5	30,7	25,1	65,6
KTSKR	831,1	61,6	69,3	44,6	219,6
EDATA	84,6	19,8	11,4	18,6	80,5
MEDTR	241,1	87,1	120,0	101,7	244,5
SELVA	400,0	45,2	69,4	40,2	92,4

BMSCH	115,4	18,9	21,2	33,0	67,8
ATATP	166,5	54,0	86,0	67,3	120,5
BOBET	1.054,0	184,0	214,0	139,0	690,0
MERCN	282,5	54,5	68,5	111,8	240,1
KLKIM	470,4	157,0	190,9	158,9	451,5
PENTA	239,5	33,0	35,0	34,4	33,6
CANTE	2.756,0	301,0	274,9	367,0	2.225,0
AYDEM	12.470,7	1.307,0	2.623,0	905,0	3.472,0
BIOEN	814,8	3,1	6,6	6,0	2,1
GWIND	1.620,6	344,6	297,7	428,1	1.002,8
NTGAZ	401,6	130,6	166,5	95,9	887,2
TRILC	366,2	83,4	107,6	78,5	83,9
MTRKS	61,2	54,0	72,8	36,7	74,5
QUAGR	706,8	265,0	405,0	423,7	1.304,3
TUREX	398,9	163,4	242,8	100,1	187,8

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporları

Tablo 11: Halka Arzlarda Tahminler ve Gerçekleşmelerdeki Sapmalar

Hisse Kod	1.YIL SAPMA (%)	2.YIL SAPMA
BINBN		
DURKN		
CEMZY		
OZATD		
GUNDG		
TCKRC		
BAHKM		
DCTTR		
SEGMN		
EFORC		
HOROZ		
YIGIT		
ALKLC		
OZYSR		
ONRYT		
HRKET		
KOCMT		
ALTNY		
KOTON		
LILAK		
ENTRA		
ODINE		
MOGAN	4,8%	
ARTMS	3,7%	
OBAMS	18,7%	
ALVES	-25,4%	
LMKDC	15,5%	

PATEK	-100,0%	
MEGMT	40,6%	
KBORU	72,3%	
CATES	-9,5%	
AGROT	-5,1%	
EKOS	8,3%	
MARBL	29,8%	
TABGD	0,4%	
BORLS	-12,4%	
DOFER	-17,1%	
MEKAG	53,8%	
DMRGD	9,2%	
HATSN	11,2%	
REEDR	35,8%	
GIPTA	-38,0%	
TARKM	-2,0%	
EBEBK	16,4%	
ENERY	-14,7%	
BYDNR	19,6%	
TATEN	57,9%	
IZENR	23,6%	
OFSYM	11,0%	
KLSEK	-44,3%	
ATAKP	-6,8%	
FORTE	43,7%	
PASEU	-71,2%	
KTLEV	68,2%	
BIENY	-28,2%	
BIGCH	3,0%	
CWENE	-39,8%	
GRTRK	3,9%	
EUPWR	34,7%	
KOPOL	-25,6%	
CVKMD	11,9%	
EKSUN	-0,1%	14,8%
AKFYE	-0,9%	-14,6%
GOKNR		36,2%
BVSAN	-19,8%	146,7%
MACKO	11,9%	60,4%
ASTOR	25,8%	127,7%
SOKE	0,0%	43,4%
TNZTP	8,1%	66,5%
ONCSM	-12,3%	-110,0%
SDTTR	-14,4%	67,6%
AHGZ	4,5%	21,3%
BRKVY	-13,9%	4,2%
PLTUR	7,0%	-32,1%
OZSUB	20,3%	-6,5%

SNICA	-8,8%	-41,5%
ALFAS	37,1%	111,8%
HKTM	-53,9%	-1,5%
AZTEK	76,5%	292,8%
BARMA	4,1%	-24,9%
OBASE	-63,0%	-45,1%
KRPLS	-20,4%	-39,0%
RUBNS	-31,8%	67,5%
KCAER	3,3%	-19,4%
MAKIM	25,0%	104,3%
EUREN	-4,3%	-24,0%
YYLGD	59,5%	116,9%
SUNTK	-12,3%	10,7%
IMASM	164,4%	15,2%
KMPUR	8,1%	37,7%
BMSTL	-25,8%	-57,9%
SUWEN	41,0%	101,6%
CONSE	-40,6%	-32,3%
LIDER	22,9%	-16,2%
SMRTG	1,8%	167,7%
ENSRI	28,9%	26,2%
GRSEL	147,5%	642,8%
GZNMI	8,3%	-60,0%
KLSYN	3,8%	60,6%
HTTBT	-11,1%	-15,3%
HUNER	-9,3%	-26,3%
PNLSN	67,7%	55,3%
RNPOL	28,3%	-17,0%
PCILT	98,9%	255,6%
KONKA	179,8%	488,0%
MOBTL	22,0%	39,9%
MIATK	32,7%	450,6%
ISSEN	32,8%	45,0%
ELITE	49,1%	108,4%
ARASE	-33,7%	25,8%
IHAAS	-85,3%	-63,1%
ANGEN	9,0%	-22,5%
MAGEN	237,8%	97,5%
KIMMR	29,6%	28,5%
TEZOL	125,3%	27,7%
YEOTK	39,8%	223,3%
ORCAY	-52,8%	163,3%
EGEPO	-49,3%	-16,8%
BRLSM	-58,6%	-0,8%
GESAN	7,5%	173,6%
GENIL	39,6%	31,1%
MANAS	-34,0%	-24,1%
KARYE	-14,8%	-22,5%

ESCAR	28,1%	107,0%
VBTYZ	6,8%	113,5%
KTSKR	-27,6%	216,9%
EDATA	-6,4%	604,4%
MEDTR	16,8%	103,7%
SELVA	-11,1%	33,2%
BMSCH	74,9%	220,5%
ATATP	24,6%	40,1%
BOBET	-24,5%	222,4%
MERCN	105,3%	250,3%
KLKIM	1,2%	136,5%
PENTA	4,2%	-4,0%
CANTE	21,9%	709,4%
AYDEM	-30,8%	32,4%
BIOEN	97,3%	-68,5%
GWIND	24,2%	236,9%
NTGAZ	-26,6%	432,9%
TRILC	-5,9%	-22,1%
MTRKS	-32,1%	2,3%
QUAGR	59,9%	222,0%
TUREX	-38,8%	-22,7%

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporları ve Bağımsız Denetim Raporları