Vizyoner Dergisi

Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2026, Cilt: 17, Sayı: 51, 864-880.
Süleyman Demirel University Visionary Journal, Year: 2026, Volume: 17, No: 51, 864-880.

ISSN: 1308-9552
https://ror.org/04fjtte88

ARAŞTIRMA MAKALESİ / RESEARCH ARTICLE

BORSA İSTANBUL'DA İLK HALKA ARZ SAYISI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

A STUDY ON DETERMINING THE FACTORS AFFECTING THE NUMBER OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN BORSA İSTANBUL

Dr. Öğr. Üyesi Bekir KAYA[1]

ÖZ

Makroekonomik değişkenlerdeki değişmeler finansal piyasalar tarafından yakından takip edilmektedir. Halka açık ya da halka kapalı, piyasanın tüm unsurlarına yakından etkileyen bu durumun, halka açılan şirket sayısı üzerinde de bir etkisi olduğu düşünülmektedir. Seçilmiş makroekonomik değişkenlerin, halka arz sayısı ile bir ilişkisi olup olmadığının belirlenmesi ve ilişkinin yönünün ortaya konulması, bu sayede halka arzı düşünen şirketlere, halka arza katılmayı düşünen yatırımcılara, halka arz sürecinde rol alan piyasa yapıcılarına yol gösterici tespitlerde bulunmak, bu çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır. Aylık verilerin kullanıldığı çalışmada analiz dönemi Ekim 2007 ve Aralık 2024 arasını kapsamaktadır. ARDL sınır testi yaklaşımının kullanıldığı çalışmada değişkenlerin durağanlık seviyeleri belirlenmiş ve kurulan modeller ile seçilmiş makroekonomik değişken ile halka arz sayısı arasındaki ilişki modellenmiştir. Ulaşılan sonuçlara göre, Borsa İstanbul'daki halka arz sayısı ile sanayi üretim endeksi ve yurtiçi kredi hacmi değişkenleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, İlk Halka Arz, ARDL.

JEL Sınıflandırma Kodları: E02, E44, G10.

ABSTRACT

Changes in macroeconomic variables are closely monitored by financial markets. This situation, which closely affects all elements of the market, whether publicly traded or privately held, is thought to also have an impact on the number of initial public offerings (IPOs). The main objective of the study is to determine whether there is a relationship between selected macroeconomic variables and the number of IPOs, and to reveal the direction of this relationship. This would provide guidance to companies considering IPOs, investors considering participating in IPOs, and market makers involved in the IPO process. Using monthly data, the analysis period covers October 2007 to December 2024. The ARDL bounds test approach is used to determine the stationarity levels of the variables, and the relationship between the selected macroeconomic variable and the number of IPOs is modeled using the established models. According to the results, a positive relationship is found between the number of IPOs on the Borsa İstanbul and the industrial production index and domestic credit volume variables.

Keywords: Borsa İstanbul, Initial Public Offerings, ARDL.

JEL Classification Codes: E02, E44, G10.

[1] Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Polatlı Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Türkiye, bekir.kaya@hbv.edu.tr

Makale Geliş Tarihi / Received : 09.11.2025
Makale Kabul Tarihi / Accepted : 20.04.2026
https://doi.org/10.21076/vizyoner.1820398

Copyright © [2026] The Author(s)

Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2026, Cilt: 17, Sayı: 51, 864-880.
Süleyman Demirel University Visionary Journal, Year: 2026, Volume: 17, No: 51, 864-880.
ISSN: 1308-9552
https://ror.org/04fjtte88

GENİŞLETİLMİŞ ÖZET

Amaç ve Kapsam:

Şirketler finansman ihtiyacını yabancı kaynak ya da öz kaynak finansmanı yoluyla sağlayabilmektedir. Öz kaynak finansmanı şirketin elde ettiği karın ortaklara dağıtılmayarak şirkette bırakılması yani otofinansman yoluyla sağlanabileceği gibi, şirket hisselerinin Borsa üzerinden halka arz edilmesi yoluyla da gerçekleştirilebilmektedir. Borçlanma yoluyla ya da öz kaynak yoluyla finansmanın şirkete sağladığı avantajlar yanında dezavantajlar da bulunmaktadır. Özellikle borçlanma düzeyindeki artış, şirketin finansal riskini artıracağından, güçlü sermaye yapısı oluşturma gayesinde olan şirketlerin öz kaynak finansmanına yöneldiği görülmektedir. Borsa yoluyla şirket hisselerini halka arz eden şirketlerin, kurumsallaşma düzeyinin artırılması, şirkete yatırım yapan kesimler yoluyla ulusal ve uluslararası sermaye piyasaları nezdinde tanınırlığının artırılması, vergi avantajı sağlanması gibi faydalar sağladığı da görülmektedir. Bu doğrultuda, Borsa İstanbul'daki halka arz faaliyetlerindeki son dönemdeki artış dikkat çekicidir. Borsa İstanbul'daki halka arz sayıları ve satışa sunulan toplam tutar 2013 yılından 2020 yılına kadar olan sekiz yıllık periyotta ortalama 5,9 halka arz ve 1.268.213 TL şeklinde gerçekleşirken, 2021 yılı ile 2025 yılı arasındaki beş yıllık dönemin ortalaması alındığında bu düzey yıllık 39,4 halka arz ve 44.523.711 TL düzeyine ulaşmaktadır. Bu kapsamda, bu çalışmanın temel amacı, belirli makroekonomik faktörlerin Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen halka arz sayısı üzerinde bir etkisi olup olmadığını belirlemektir. Bu sayede yatırımcıları, şirketlerin ve politika yapıcılarının borsadaki halka arzlara ilişkin karar alırken hangi değişkenleri takip etmesinin faydalı olacağı ortaya konulmuş olacaktır. Çalışmanın veri seti, Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayılarından oluşmakta olup, belirli makroekonomik değişkenler arasında BIST 100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranları (Türk Lirası cinsinden) ve yurt içi kredi hacmi yer almaktadır. Çalışmada aylık veriler kullanılmakta ve Ekim 2007 ile Aralık 2024 arasındaki 207 aylık dönem analiz edilmektedir.

Yöntem:

Çalışmada değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisini belirlemek için ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Sınır testi yaklaşımının kullanılmasının gerekçesi, seriler farklı derecelerde durağan olsa bile uygulanabilir olması ve küçük örneklem büyüklüklerine sahip çalışmalara uygulanabilir olmasıdır. Zaman serisi analizlerinde, serilerin durağan olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, serilerin durağanlığını test etmek için birim kök testleri kullanılabilmektedir. Logaritmik olarak dönüştürülmüş serilerin durağanlık düzeylerini belirlemek için Phillips-Perron ve Augmented Dickey-Fuller birim kök testleri uygulanmıştır. Durağanlık seviyelerini belirlenen seriler bu varsayıma uygun şekilde analiz sürecine alınmıştır. Çalışmada seçilen makroekonomik değişkenlerin bir arada dikkate alındığı bir model yanında, her bir makroekonomik değişkenin ayrı ayrı ele alındığı modeller ile de sınamalar yapılmıştır. ARDL sınır testi yaklaşımında, hesaplanan f-istatistiği kritik değerlerle karşılaştırılarak bir eş bütünleşme ilişkisinin varlığı belirlenebilmektedir. Hesaplanan f-istatistiği üst kritik değerin üzerindeyse, değişkenler arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığı kabul edilir; alt kritik değerin altındaysa, değişkenler arasında uzun vadeli bir ilişkinin olmadığı kabul edilir. Hesaplanan f-istatistiği alt ve üst kritik değerlerin arasında ise, modele ilişkin bir çıkarımda bulunmak mümkün olamamaktadır.

Bulgular:

Değişkenlerin durağanlık düzeyleri belirlendikten sonra kurulan ARDL modeli, sınır testi sonuçlarına göre, ilk halka arz sayısı ile BİST100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranı ve yurt içi kredi hacmi değişkenleri arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre uzun dönemde değişkenlerin birlikte hareket etmektedir. BİST100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranı ve yurtiçi kredi hacminin, ilk halka arz sayısını ne yönde etkilediğine ilişkin durumu belirlemek amacıyla kurulan modellerin katsayıları incelendiğinde; sanayi üretim endeksi ve yurt içi kredi hacminin, ilk halka arz sayısını pozitif etkilediği, fakat BİST100 endeki ve ticari kredi faiz oranının ilk halka arz sayısı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç ve Tartışma:

Sonuçlar, seçilen makroekonomik değişkenler ile Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı arasında uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Halka arz sayısı ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif yönlü ilişki bulunması, Ünal ve Karaarslan (2024) ve Ameer (2012) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla örtüşmektedir. Yurt içi kredi hacmi değişkeni ile borsada işlem gören şirket sayısı arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmasına rağmen sonuçlar beklentilerden farklılaşmaktadır. Beklenti değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki olması yönündeyken, analiz sonuçları uzun dönemde pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu durum, ülkede uygulanan faiz oranı ve kredi politikalarının ters etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Bunun, Türkiye'de 2021-2023 yılları arasında uygulanan düşük faiz oranları, likidite genişlemesi ve enflasyonla mücadele programından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda, halka arz sayısını etkileyebileceği değerlendirilen diğer değişkenlerin de model kapsamına alınmasının faydalı sonuçlar ortaya koyabileceği değerlendirilmektedir.

Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2026, Cilt: 17, Sayı: 51, 864-880.
Süleyman Demirel University Visionary Journal, Year: 2026, Volume: 17, No: 51, 864-880.
ISSN: 1308-9552
https://ror.org/04fjtte88

EXTENDED SUMMARY

Purpose and Scope:

Companies can meet their financing needs through debt or equity financing. Equity financing can be achieved through self-financing, where the company retains its profits instead of distributing them to shareholders, or through the initial public offering (IPO) of company shares on the stock exchange. While financing through debt or equity offers advantages, it also has disadvantages. In particular, increased debt levels increase the company's financial risk, so companies aiming to build a strong capital structure tend to opt for equity financing. Companies that offer their shares to the public through the stock exchange benefit from increased institutionalization, enhanced recognition in national and international capital markets through investors, and tax advantages. In this context, the recent increase in initial public offerings on the Borsa İstanbul is noteworthy. The number of initial public offerings (IPOs) and the total amount offered on the Borsa İstanbul averages 5.9 IPOs and 1,268,213 TL annually over the eight-year period from 2013 to 2020, while the average for the five-year period between 2021 and 2025 reaches 39.4 IPOs and 44,523,711 TL annually. In this context, the main objective of the study is to determine whether certain macroeconomic factors have an impact on the number of initial public offerings (IPOs) on the Borsa İstanbul. This would reveal which variables investors, companies, and policymakers should consider when making decisions about initial public offerings on the stock exchange. The dataset for the study consists of the number of companies traded on the Borsa İstanbul, and specific macroeconomic variables include the BIST 100 index, the industrial production index, commercial loan interest rates (in Turkish Lira), and domestic credit volume. Monthly data is used in the study, and a 207-month period between October 2007 and December 2024 is analyzed.

Design/methodology/approach:

In the study, the ARDL bounds test approach is used to determine the cointegration relationship between the variables. The rationale for using the bounds test approach is that it is applicable even if the series are stationary to varying degrees, and it is applicable to studies with small sample sizes. In time series analysis, it is necessary to determine whether the series are stationary or not. Therefore, unit root tests can be used to test the stationarity of the series. Phillips-Perron and Augmented Dickey-Fuller unit root tests are applied to determine the stationarity levels of logarithmically transformed series. The series whose stationarity levels are determined are included in the analysis process in accordance with this assumption. In addition to a model that considered all selected macroeconomic variables together, tests are also conducted using models that considered each macroeconomic variable separately. In the ARDL bounds test approach, the existence of a cointegration relationship can be determined by comparing the calculated f-statistic with the critical values. If the calculated f-statistic is above the upper critical value, a long-term relationship between the variables is assumed to exist; if it is below the lower critical value, it is assumed that there is no long-term relationship between the variables. If the calculated f-statistic is between the lower and upper critical values, it is not possible to draw any conclusions about the model.

Findings:

After determining the stationarity levels of the variables, the ARDL model established shows a cointegration relationship between the number of initial public offerings (IPOs) and the variables BIST100 index, industrial production index, commercial loan interest rate, and domestic credit volume, according to the bounds test results. Accordingly, these variables move together in the long term. When examining the coefficients of the models established to determine how the BIST100 index, industrial production index, commercial loan interest rate, and domestic credit volume affect the number of IPOs, it is concluded that the industrial production index and domestic credit volume positively affect the number of IPOs, but the effects of the BIST100 index and commercial loan interest rate on the number of IPOs are not statistically significant.

Conclusion and Discussion:

The results show a long-term cointegration relationship between the selected macroeconomic variables and the number of companies traded on the İstanbul Stock Exchange. The positive relationship between the number of initial public offerings (IPOs) and the industrial production index is consistent with the results of studies by Ünal and Karaarslan (2024) and Ameer (2012). Although a cointegration relationship is found between the domestic credit volume variable and the number of companies traded on the stock exchange, the results differ from expectations. While the expectation is for a negative relationship between the variables, the analysis results show a positive relationship in the long term. This indicates that the interest rate and credit policies implemented in the country have adverse effects. This is thought to stem from the low interest rates, liquidity expansion, and inflation control program implemented in Türkiye between 2021 and 2023. It is considered that including other variables that may affect the number of IPOs in future studies could yield beneficial results.

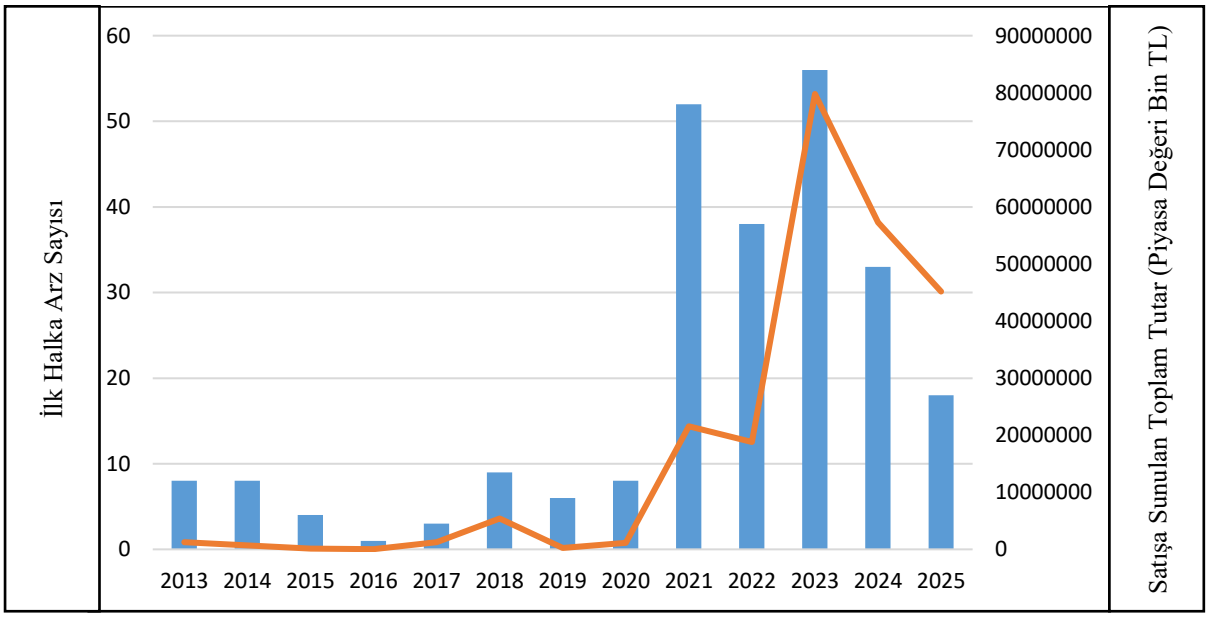
Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2026, Cilt: 17, Sayı: 51, 864-880.
Süleyman Demirel University Visionary Journal, Year: 2026, Volume: 17, No: 51, 864-880.
ISSN: 1308-9552
https://ror.org/04fjtte88

1. GİRİŞ

Halka arz, genel bir çağrı akabinde sermaye piyasası araçlarının satışını ifade etmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, Madde 3). Bu sayede şirketler ihtiyaç duyduğu finansmanı borçlanma dışında bir alternatif yöntem ile sağlama imkânına sahip olabilmektedir. Halka arzın faizsiz finansmana erişim imkânı sağlanması, halka açık şirketlere getirilen şirketi ilgilendiren hususlarla ilgili bildirimde bulunma ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun belirlemiş olduğu raporları sunma yoluyla kurumsallaşma düzeyinin artırılması, şirkete yatırım yapan kesimler yoluyla ulusal ve uluslararası sermaye piyasaları nezdinde tanınırlığının artırılması, vergi avantajı sağlanması gibi… faydaları (Daştan ve Küçükçolak, 2025, s. 535) bu finansmana erişim talebinin artması nedenleri arasında sıralanabilmektedir.

Gerek finansman imkânlarından yararlanma gerekse diğer faydaları sağlama arzusunda olan şirketlerin son dönemde Borsa İstanbul nezdinde halka arz faaliyetlerinde artış eğilimi dikkat çekicidir. Şekil 1'de 2013 ile 2025 yılları[2] arasında Borsa İstanbul'da ilk halka arz sayıları ve satışa sunulan toplam tutarın piyasa değerine ilişkin istatistiki bilgiler yer almaktadır. Borsa İstanbul'daki halka arz sayıları ve satışa sunulan toplam tutar 2013 yılından 2020 yılına kadar olan sekiz yıllık periyotta ortalama 5,9 halka arz ve 1.268.213.000 TL şeklinde gerçekleşirken, 2021 yılı ile 2025 yılı arasındaki beş yıllık dönemin ortalaması alındığında bu düzey yıllık 39,4 halka arz ve 44.523.711.000 TL düzeyine ulaşmaktadır. Bu durum son dönemde Borsa İstanbul'daki halka arz düzeyindeki artışı net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Şekil 1. Borsa İstanbul'daki Halka Arz İstatistikleri (2013-2025)

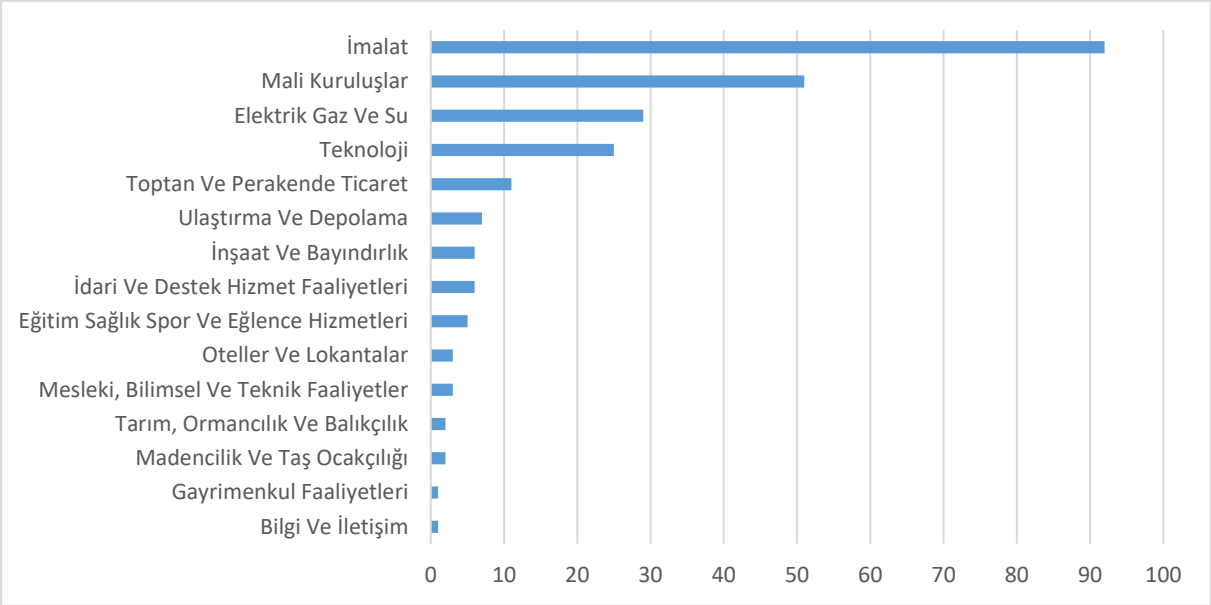


Kaynak: (Sermaye Piyasası Kurulu, 2026).

Söz konusu dönemde ilk halka arzların sektörel dağılımına ilişkin bilgiler Şekil 2'de gösterilmektedir.

[2] SPK tarafından yayımlanan halka arz istatistikleri 2013 yılı itibariyle kamuya açık olduğundan veri aralığı bu şekilde oluşturulmuştur.

Şekil 2. Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların Sektörel Dağılımı (2013-2025)



Kaynak: (Sermaye Piyasası Kurulu, 2026).

Şekil 2'de yer alan bilgiler incelendiğinde, halka arz faaliyetlerinin en yüksek olduğu sektörün, imalat sektörü olduğu görülmektedir. İmalat sektörünü sırasıyla mali kuruluşlar, elektrik gaz ve su ile teknoloji sektörleri izlemektedir. Halka arz faaliyetlerinin en düşük olduğu sektörler ise, bilgi ve iletişim ile gayrimenkul faaliyetleri olarak görülmektedir.

Yapılan çalışmalarda halka arz faaliyetlerindeki bu tür değişikliklerin, zaman içinde değişen ekonomik koşullarla birlikte hareket ettiği gözlemlenmiştir (Tran ve Jeon, 2011, s. 3187). Son dönemde halka arz faaliyetleri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkinin incelenmesi, araştırmacıların odak noktası haline gelmiştir (Riyath vd., 2025, s. 2). Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde Borsa İstanbul nezdinde yapılan çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda yapılan çalışmaların artması, Borsa İstanbul'daki şirketlerin, yatırımcıların davranışlarını anlamlandırmak noktasında fayda sağlayacaktır. Yapılan çalışma ile temel makroekonomik göstergelerden ziyade, daha çok finansal piyasaları ve şirketleri etkilediği düşünülen göstergeleri kullanarak ve daha geniş bir veri setini dikkate alarak yapılan çalışmanın bu yönüyle literatüre katkı sağlayan, benzersiz bir nitelik taşıdığı düşünülmektedir. Bu doğrultuda çalışmanın devam eden bölümlerinde ilk olarak literatür incelemesine yer verilmektedir. Akabinde çalışmanın veri seti ve verilerin analizinde kullanılan yönteme ilişkin açıklamalar yapılmaktadır. Devamında analiz sonuçlarında bulgulara yer verilen çalışmanın son bölümünde sonuç kısmına yer verilmektedir.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Literatürde ilk halka arz faaliyetleri ile ilgili yapılan çalışmaların iki hususta yoğunlaştığı görülmektedir. Bunlardan ilki, ilk halka arzda düşük fiyatlandırma ile ilişkili olan unsurların belirlenmesi için yapılan çalışmalardır. Boulton (2024), Duong vd. (2022), Bastı vd. (2015), Autore vd. (2014), Chang vd. (2008), Wu ve Kwok (2003) ve Ljungqvist (1997) tarafından yapılan çalışmalarda ilk halka arzda düşük fiyatlandırma üzerinde etkili olan faktörlerin belirlenmeye çalışıldığı görülmektedir. İkinci grupta yer alan çalışmalar ise, ilk halka arz faaliyetleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalardır.

Meluzín vd. (2014) tarafından yapılan çalışmada, gayrisafi yurtiçi hâsıla büyüme oranı, referans faiz oranı, sanayi üretim endeksi, borsa endeksi getirileri ve özel sermaye yatırımları hacminin Polonya'da 2004 ile 2012 arasındaki dönem boyunca halka arz sayısına etkisi incelenmiştir. Yıllık verilerin kullanıldığı çalışmada, gayrisafi yurtiçi hâsıla büyümesinin yeni halka arz sayısında önemli bir etkiye sahip olduğu, diğer faktörlerin Polonya'daki halka arz sayıları için açıklayıcı bir güce sahip olmadığı bulunmuştur.

Nayak (2016) tarafından Hindistan'da ilk halka arzlar üzerinde, faiz oranı, borsa endeksi ve mal transferlerinin etkisi incelenmiştir. 1993/94 ile 2015/16 yılları arasındaki verilerin kullanıldığı çalışmada, hisse senedi fiyat endeksi ve mal transferleri gibi faktörlerin faiz oranına kıyasla daha önemli faktörler olduğu fakat ilk halka arzlar üzerindeki etkisinin düşük olduğu tespit edilmiştir.

Aidrous ve Glavina (2020) tarafından yapılan çalışmada, yerel makroekonomik parametrelerin (referans faiz oranı, ham petrol üretimi, borsa endeksi, doğrudan yabancı yatırım, kredi büyümesi ve GSYİH) 1996 ile 2016 dönemi boyunca Körfez İşbirliği Konseyi bölgesindeki gelişmekte olan piyasalarda halka arz sayısı ve hacmi üzerinde bir etkisi olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Yıllık verilerin kullanıldığı çalışmada, halka arz piyasası üzerinde en büyük etkinin GSYİH'deki değişimden kaynaklandığı ortaya konulmuştur.

Islam ve Ahona (2021) tarafından yapılan çalışmada, Bangladeş'te 2007/08 ile 2017/18 yılları arasında halka arz sayısı, toplam ve ortalama halka arz gelirleri üzerindeki, gayrisafi yurtiçi hâsıla, enflasyon, faiz oranı, borsa endeksi ve döviz transferleri gibi makroekonomik faktörlerin etkisi incelenmiştir. Yıllık verilerin kullanıldığı çalışmada, makroekonomik değişkenlerin halka arz sayısı için açıklayıcı güce sahip olduğu hipotezi, ampirik kanıtlarla desteklenememiştir. Fakat hisse senedi piyasası endeksi ve faiz oranının halka arz sayısı ile anlamlı pozitif ilişkiye sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca hisse senedi piyasası endeksinin halka arz gelirleriyle anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu da tespit edilmiştir.

Hwang (2023) tarafından yapılan çalışmada, Birleşik Krallık'ta ilk halka arzları etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Hem birincil, hem de ikincil verilerin kullanıldığı çalışmada, piyasa koşulları ile ilk halka arz başarısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı bulunamamıştır.

Kumar ve Kumar (2024) Hindistan'da makroekonomik faktörlerin halka arz üzerindeki etkisini incelemiştir. Halka arz üzerinde etkisi incelenen makroekonomik değişkenler; gayrisafi yurt içi hâsıla, işsizlik oranı, enflasyon oranı ve faiz oranıdır. Elde edilen bulgular, gayrisafi yurt içi hâsıla, enflasyon oranı ve faiz oranının halka arz satın alma kararlarını önemli ölçüde etkilediğini ancak işsizlik oranının yatırımcıların halka arz alım kararları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Gnanaprakash vd. (2025) tarafından yapılan çalışmada, 1999-2020 dönemi boyunca Hindistan piyasasındaki halka arzlar ile dış faktörler (volatilite, borsa getirisi, sanayi üretimi ve faiz oranları) arasındaki ilişkiyi inceleyerek makroekonomik değişimlerin ilk halka arz sayılarını nasıl etkilediği ortaya konulmuştur. Aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, tüm değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu, sanayi üretimi ile faiz oranının halka arz sayısı ile Granger nedensellik ilişkisi içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gökpınar ve Sayılgan (2025) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'daki halka arzlarda uzun vadede fiyat performansını etkileyen makroekonomik faktörler analiz edilmiştir. Değişkenlerin her altı ayda bir yüzdesel değişimlerinin analize dâhil edildiği çalışmada, bağımlı değişkeni hisse getirisi oluştururken, bağımsız değişkenleri faiz oranı, döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, gayrisafi yurtiçi hâsıla, altın fiyatları ve tüketici güven endeksi oluşturmaktadır. Elde edilen bulgulara göre, hisse getirileri ile tüketici güven endeksi, gayri safi yurtiçi hâsıla ve altın fiyatları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Vurur (2025) tarafından Borsa İstanbul'da halka arz endeksini etkileyen makroekonomik faktörlerin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmada, kullanılan değişkenleri dolar kuru, altın fiyatı, faiz oranı ve tüketici güven endeksi oluşturmaktadır. Elde edilen sonuçlar, değişkenlerin halka arz endeksindeki hareketleri önceden belirleme noktasında önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

Yapılan çalışmalarda makroekonomik değişkenlerin halka arz sayısı üzerindeki etkisine ilişkin genel bir kanıya ulaşmak pek mümkün görünmemektedir. Öte yandan gerek uluslararası alanda, gerekse Borsa İstanbul ölçeğinde son dönemde çalışmaların yoğunlaşması konunun güncelliğini koruduğunu da göstermektedir. Bu bağlamda yapılan çalışmada, gayri safi yurtiçi hâsıla, enflasyon oranı, işsizlik oranı gibi temel makroekonomik göstergelerden ziyade daha mikro düzeyde finansal piyasaları, borsada işlem gören şirketleri etkileyebileceği düşünülen değişkenler (borsa endeksi, sanayi üretim endeksi, faiz oranı ve yurtiçi kredi hacmi) kullanılmaktadır. Değişkenlerin seçiminde özellikle veri sıklığının da tercih sebebi olduğunu söylemek gerekmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda genellikle yıllık verilerin kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada aylık veriler kullanılarak gözlem sayısı artırılmış ve çalışmaya bir derinlik katılmaya çalışmıştır. Bu yönüyle yapılan çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmanın amacı öncelikle, halka arz sayısı ile borsa endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranları ve yurtiçi kredi hacmi değişkenleri arasında uzun dönemde bir eş bütünleşme ilişkisinin olup olmadığının belirlenmesidir. Akabinde uzun dönemli ve kısa dönemli ilişkinin yönünün ve etkisinin belirlenmesidir. Çünkü söz konusu değişkenlerin yönünü ve halka arz sayıları üzerindeki etkisini dikkate alarak şirketlerin, yatırımcıların, halka arz sürecine taraf olanların vereceği kararlara yön tayin etmesi için ulaşılan bulguların yarar sağlayacağı düşünülmektedir.

Halka arz sayısı ile borsa performansı arasında pozitif ilişki olması beklenmektedir. Çünkü borsadaki değer artışı yatırımcıların dikkatini bu yöne çekebilecektir. Bundan yararlanmak isteyen şirketler de hisselerini halka arz ederek daha çok yatırımcıya ulaşma imkânını yakalayabilecek ve bu sayede sermayenin tabana yayılma mümkün olabilecektir. Borsa endeksi yatırımcının yatırım yapma veya yapmama isteğini yansıttığı için, halka arz sayısı da buna göre değişir. İşletmelerin, hisse senedi piyasası daha yüksek getiri ve dolayısıyla işletmeler ve potansiyel yatırımcılar için kar vaat ettiğinde halka arz gerçekleştirme olasılıkları daha yüksektir (Meluzín vd., 2014, s. 12). Medetoğlu ve Saldanlı (2023) tarafından yapılan çalışmada, 2022 yılında halk arz edilen işletmelerin endeks getirileri üzerinde belirgin bir etkisi olduğu ve bu dönemde anormal yüksek getiri tespit edilmiştir. Özyeşil ve Aktürk (2022) tarafından yapılan çalışmada, borsa getirilerinin halka arz hacmi üzerinde anlamlı pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucu ortaya konulmuştur. Rees (1997) tarafından yapılan çalışmada hem halka arz değerinin hem de halka arz sayısının borsa seviyesi ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Breinlinger ve Glogova (2002) tarafından yapılan çalışmada, altı kıta Avrupası ülkesinin konsolide verileri kullanıldığında, hisse senedi getirilerinin halka arz hacimleri üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ünal ve Karaarslan (2024) tarafından yapılan çalışmada ise farklı yönde bir sonuç bulunduğu görülmektedir. Dolar bazlı BİST 100 endeksinin makroekonomik değişken olarak dikkate alındığı çalışmada, halka arz sayısı ile dolar bazlı BİST 100 endeksi arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuç ülkenin döviz kuru hassasiyetine bağlanarak yorumlanmıştır.

Halka arz sayıları ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif ilişki olması beklenmektedir. Çünkü halka arz yoluyla sağlanan finansmanın üretime yönlendirilmesi ile üretim kapasitenin artırılması mümkün olabilmektedir. Ameer (2012) tarafından yapılan çalışmada, endüstriyel üretim ile halka arz sayıları arasında ise pozitif ilişki olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur. Pesyan vd. (2023) tarafından yapılan çalışmada, halka arz sayısının sanayi üretiminin büyümesinin nedeni olduğu tespiti yapılmıştır. Ünal ve Karaarslan (2024) tarafından yapılan çalışmada, halka arz sayısı ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Halka arz sayısı ile faiz oranı arasında negatif ilişki olması beklenmektedir. Çünkü faiz oranlarının artması ile şirketlerin sermaye maliyetleri yükselme eğilimine gireceği ve şirketlerin karları düşeceğinden, bu durum şirketlerin halka arza olan ilginin azalmasına neden olabilecektir. Daha yüksek bir faiz oranı, şirketlerin potansiyel gelirlerini daha yüksek faiz oranı nedeniyle önemli ölçüde azaltacağı için, şirketler halka arzdan kaçınabilir (Nayak, 2016, s. 311). Angelini ve Foglia (2018) tarafından yapılan çalışmada, faiz oranının ilk halka arz sayısını açıklayıcı güce sahip olduğu hipotezinin ampirik kanıtlarla desteklenmiştir. Kovandová ve Zinecker (2015) tarafından yapılan çalışmada, referans faiz oranının ilk halka arz sayılarını etkilediğine dair ampirik destek bulunmuştur. Ameer (2012) tarafından yapılan çalışmada, faiz oranı ile halka arz sayıları arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ünal ve Karaarslan (2024) tarafından yapılan çalışmada ise, halka arz sayısı ile faiz oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediği görülmektedir.

Halka arz sayısı ile yurtiçi kredi hacmi arasında negatif ilişki olması beklenmektedir. Çünkü iki alternatif finansman yöntemi söz konusu olduğunda birindeki artış, diğerinin azalmasını beraberinde getirecektir. Bu doğrultuda, yurtiçi kredi hacminin arttığı dönemlerde, halka arz sayısının azalması, yurtiçi kredi hacminin azaldığı dönemlerde ise, halka arz sayısının artması beklenmektedir. Ünal ve Karaarslan (2024) tarafından yapılan çalışmada, halka arz sayısı ile toplam ticari krediler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

3. VERİ SETİ

Borsa İstanbul'daki ilk halka arz sayıları ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmada yapılan analizlerde kullanılan veri seti Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. Analizde Kullanılan Veri Seti

Kısaltma	Veri Adı	Değişken Türü	Veri Kaynağı
SS	İlk halka arz sayısı logaritması	Bağımlı değişken	SPK Aylık İstatistiki Bülten
BİST100	BİST 100 Endeksi logaritması	Bağımsız değişkenler	TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
SUE	Sanayi Üretim Endeksi logaritması		
TKFO	Ticari kredi faiz oranları logaritması (TL üzerinden açılan)		
YKH	Yurtiçi kredi hacmi logaritması		

Literatürde yer verilen çalışmalarda bu makroekonomik göstergelerin dışındaki göstergelerin de dikkate alındığı görülmekle birlikte, veri sıklığının uygun olmamasından dolayı diğer makroekonomik değişkenlere çalışmada yer verilememiştir. Bu husus çalışmanın bir kısıtını oluşturmaktadır. Ayrıca problem formülasyonunun yönetilebilir olması için mikro ekonomik yönler (işletme içi unsurlar) açıkça veri seti kapsamı dışında tutulmuştur. Bu da çalışmanın diğer bir kısıtını oluşturmaktadır. Aylık verilerin kullanıldığı çalışmada analiz edilen dönem, Ekim 2007 ile Aralık 2024 arasındaki 207 aylık dönemdir. Başlangıç dönemi olarak Ekim 2007 seçilmesinin gerekçesini analiz kapsamında dikkate alınan bazı makroekonomik değişkenlere bu dönemden önce ulaşılamaması oluşturmaktadır. Bu husus da çalışmanın diğer bir kısıtını oluşturmaktadır.

Çalışmada kullanılan temel regresyon denklemi (1) aşağıda sunulmaktadır.

$$SS_t = \beta_0 + \beta_1 B\dot{I}ST100_t + \beta_2 SUE_t + \beta_3 TKFO_t + \beta_4 YKH_t + \varepsilon_i \quad (1)$$

(1) nolu denklemde $\beta_1$ve $\beta_2$katsayılarının işaretinin pozitif, $\beta_3$ve $\beta_4$katsayılarının işaretinin negatif olması beklenmektedir. Buna göre borsa endeksindeki ve sanayi üretim endeksindeki artışın ilk halka arz sayısını artırması, ticari kredi faiz oranlarındaki ve yurtiçi kredi hacmindeki artışı ise ilk halka arz sayısını azaltması beklenmektedir.

4. YÖNTEM

Zaman serileri kullanılarak yapılan çalışmalarda, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin belirlenmesinde eş bütünleşme analizleri sıklıkla kullanılmaktadır. Eş bütünleşme analizleri esasında verilerin durağanlaştırılması kavramıyla yakından ilişkilidir. Çünkü değişkenler arasında sahte regresyon problemi ile karşılaşılmasın diye, değişkenler durağanlaştırılarak modellere dâhil edilmektedir. Serilerin durağan hale gelmesi için uygulanan fark alma işlemi ile sahte regresyon probleminin önüne geçilmekle birlikte, bu durum önemli boyutta bilgi kaybına neden olabilmektedir (Parmaksız, 2024, s. 1285). Başka bir ifadeyle, bu durum serinin taşıdığı hem kısa dönemli etkileri hem de uzun dönemli ilişkileri ortadan kaldırmaktadır. Eş bütünleşme testleri, işte bu noktadaki sıkıntıları ortadan kaldıran ve avantaj sağlayan bir yöntemdir (Sarıkovanlık vd. 2019, s. 129).

Değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin tespitinde başta Engle ve Granger (1987) tarafından önerilen iki aşamalı yöntem ile birlikte, Johansen (1988) eş bütünleşme analizi ve ARDL yöntemi çoğunlukla kullanılmaktadır (Akmercan ve Zortuk, 2023, s. 53). Engle ve Granger (1987), iki değişken arasındaki uzun dönemli ilişkiyi araştırırken, modeldeki değişkenlerin aynı dereceden tümleşik olduğunu varsaymaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010, s. 486). Bu yöntemde, I(1) düzeyinde durağan hale gelen değişkenlerin denge durumundan sapmaların bir ifadesi olan hata terimlerini durağanlaştıracak bir kombinasyon bulunmaktadır. Akabinde, elde edilen bu sonuçla birlikte hata düzeltme modeli kurulmakta ve bu modelin tahminine çalışılmaktadır (Akmercan ve Zortuk, 2023, s. 53).

Eş bütünleşme ilişkisi incelenirken modelde ikiden fazla değişken bulunması halinde, bu değişkenler arasında birden fazla denge ilişkisi bulunabilmektedir. Bu doğrultuda Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından geliştirilen vektör otoregresif model kullanılabilmektedir (Akmercan ve Zortuk, 2023, s. 54). Johansen yaklaşımında eş bütünleşme ilişkisini ortaya çıkarmak için iz testi ve maksimum öz değer testinden faydalanarak hesaplanan istatistikler, kritik değerlerle karşılaştırılmakta ve eş bütünleşme ilişkisi olup olmadığına karar verilmektedir (Akel, 2015, s. 84).

Gerek Engle ve Granger (1987) eş bütünleşme testinde gerekse Johansen (1988) eş bütünleşme testinde değişkenlerin tamamının I(1) olması koşulu aranmaktadır. Fakat bu varsayımın sağlanması her zaman mümkün

olmamaktadır. Bu doğrultuda Pesaran vd. (2001), bağımsız değişkenlerin hem I(0) hem de I(1) olmaları durumunda aralarında eş bütünleşme ilişkisinin Pesaran ve Shin (1999) tarafından kullanılan ARDL modeline dayanarak sınanabileceği ve sınır testi yaklaşımı kullanılabileceği önerilmektedir (Akmercan ve Zortuk, 2023, s. 53).

Çalışmadaki değişkenlerin hem I(0) hem de I(1) düzeyinde durağanlaşmasından dolayı, değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisini tespit etmek için Pesaran ve Shin (1999) ve Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Sınır testi yaklaşımının kullanılmasına, seriler farklı dereceden durağan olsa bile uygulanabilmesi ve küçük örneklem boyutuna sahip araştırmalara uygulanabilmesi gerekçe oluşturmaktadır (Narayan ve Narayan, 2004; Pesaran vd. 2001).

Zaman serisi analizlerinde durağanlık koşulu aranmaktadır. Çünkü zaman serileri durağan değilse serinin davranışı sadece ele alınan dönem için incelenebilir. Diğer zaman dilimlerine genelleme yapılamaz (Gujarati ve Porter, 2009, s. 741) Serilerin durağanlık sınaması birim kök testleri ile yapılabilmektedir. Logaritmik dönüşüme tabi tutulan serilerin durağanlık seviyelerini belirlemek için Phillips-Perron ve Augmented Dickey-Fuller birim kök testleri uygulanmıştır. Durağan hale gelen seriler dikkate alınarak kurulan modellerde ARDL sınır testi yaklaşımına göre eş bütünleşme ilişkisi belirlenmiştir. ARDL sınır testi yaklaşımında, hesaplanan f-istatistiği kritik değerler ile karşılaştırılarak eş bütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilebilmektedir. Hesaplanan f-istatistiği üst kritik değerin üzerinde olması halinde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı kabul edilmekte, alt kritik değerin altında olması halinde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığı kabul edilmektedir. Aralarında eş bütünleşme ilişkisi tespit edilen modellere ilişkin uzun dönemli ve kısa dönemli katsayılar dikkate alınarak modeldeki değişkenlerin birbiriyle ilişkisinin yönüne ilişkin bulgulara ulaşılabilmektedir.

5. BULGULAR

Çalışmada kullanılan veri setine ilişkin özet istatistikler Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2. Özet İstatistikler

	SS	BİST100	SUE	TKFO	YKH
Ortalama	1,54	1.778,83	76,39	%19	2.840.792.113,96
Ortanca	1	848,38	75,54	%15	1.490.870.255
Minimum	-	239,94	41,91	%8	225.933.117
Maksimum	8	10.647,91	112,46	%67	15.338.446.687
Gözlem Sayısı	207	207	207	207	207

Tablo 2'deki özet istatistiklerden de görüleceği üzere, aylık verilerin kullanıldığı çalışmada gözlem sayısı 207'dir. Aylık ortalama şirket sayısı yaklaşık 1,5 olup, ortalama Borsa İstanbul 100 endeksi 1.779 puan, ortalama sanayi üretim endeksi 76,3, aylık ticari kredi faiz oranları ortalama %19 ve ortalama yurtiçi kredi hacmi 2,8 milyar TL düzeyindedir.

Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi için yapılan Phillips-Perron ve Augmented Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Birim Kök Testi Sonuçları

	Phillips-Perron			
	Test-İstatistiği (Düzey)		Test-İstatistiği (Birinci Fark)	
Değişken	**Sabitli**	**Trend ve Sabitli**	**Sabitli**	**Trend ve Sabitli**
SS	-5,988553***	-5,958104***	-15,40804***	-15,31279***
BİST100	1,433701	-1,063269	-13,21198***	-13,47693***
SUE	-0,469473	-4,116922***	-17,72056***	-17,66149***
TKFO	-1,102513	-2,338103	-7,884609***	-7,968631***
YKH	1,638831	-0,106464	-10,80678***	-10,95664***

	Augmented Dickey-Fuller			
	Test-İstatistiği (Düzey)		Test-İstatistiği (Birinci Fark)	
Değişken	**Sabitli**	**Trend ve Sabitli**	**Sabitli**	**Trend ve Sabitli**
SS	-	-	-	-
BİST100	1,575694	-1,01111	-13,19991***	-13,48470***
SUE	-0,875994	-4,286654***	-15,93744***	-10,34550***
TKFO	-1,477063	-2,722361	-7,860755***	-7,933793***
YKH	1,906064	0,148477	-10,32786***	-10,56605***
		Kritik Değerler		
1%	-3,462095	-4,003226	-3,462253	-4,003902
5%	-2,875398	-3,431789	-2,875468	-3,432115
10%	-2,574234	-3,139601	-2,574271	-3,139793

Not: ***%1 düzeyinde, **%5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3'teki Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre; şirket sayısı değişkeni düzeyde ve birinci farkında durağan iken, BİST 100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranı ve yurtiçi kredi hacmi değişkenleri ise birinci farkında durağan hale gelmektedir. Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi için yapılan bir diğer test olan Augmented Dickey-Fuller birim kök testi sonuçlarına göre; şirket sayısı değişkeninin durağanlık düzeyi yetersiz gözlem sayısından dolayı tespit edilememiştir. Bazı dönemlerde ilk halka arz verisinin olmamasının buna sebep olabileceği düşünülmektedir. BİST 100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranı ve yurtiçi kredi hacmi değişkenleri ise birinci farkında durağan hale gelmektedir.

Durağan serilerle oluşturulan ARDL modellerine ilişkin sınır testi sonuçları, modellerin uzun dönem katsayıları ve kısa dönem katsayılarına ilişkin sonuçlar Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4. ARDL Modellerinin Sonuçları

	Bağımlı Değişken SS	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
		ARDL (2,1,0,1,0)	**ARDL (1,1)**	**ARDL (2,0)**	**ARDL (2,1)**	**ARDL (1,0)**
	Bağımsız Değişkenler	**BİST100 SUE TKFO YKH**	**BİST100**	**SUE**	**TKFO**	**YKH**
ARDL Sınır Testi	F-ist.	14,5891	82,2210	46,4265	8,2899	23,2350
	k	4	1	1	1	1
	Otokorelasyon Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,3715 (0,6933)	2,1165 (0,1323)	0,0231 (0,9772)	1,8682 (0,1664)	0,5500 (0,5796)
	Normal Dağılım Testi, Jarque-Bera (Olasılık)	0,3596 (0,8354)	0,1031 (0,9497)	0,3698 (0,8311)	0,8049 (0,6686)	0,7788 (0,6774)
	Değişen Varyans Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,7503 (0,6610)	0,9252 (0,4359)	0,0805 (0,9701)	0,9788 (0,4284)	1,0301 (0,3625)
	Fonksiyonel Form Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,0249 (0,9803)	0,0417 (0,8390)	0,0800 (0,7791)	0,2479 (0,6210)	0,0038 (0,9508)

	Bağımsız Değişkenler	**BİST100 SUE TKFO YKH**	**BİST100**	**SUE**	**TKFO**	**YKH**
Uzun Dönem Katsayılar	Katsayı (t-ist.)	0,3790 (0,5371) 4,9038 (2,3590**) 0,5543 (1,8010) 2,1200 (0,8638)	0,6912 (0,6497)	5,3026 (2,4820**)	2,4582 (0,0975)	12,8546 (2,5600**)
	Otokorelasyon Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,3716 (0,6933)	0,4792 (0,4922)	0,0231 (0,9772)	1,8682 (0,1664)	0,5500 (0,5796)
	Normal Dağılım Testi, Jarque-Bera (Olasılık)	0,3596 (0,8354)	0,1031 (0,9497)	0,3698 (0,8311)	0,8049 (0,6686)	0,7788 (0,6774)
	Değişen Varyans Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,7503 (0,6610)	0,9252 (0,4359)	0,0805 (0,9701)	0,9788 (0,4284)	1,0301 (0,3625)
	Fonksiyonel Form Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,0786 (0,7814)	0,0417 (0,8390)	0,3141 (0,5790)	0,1356 (0,7144)	2,2247 (0,1405)
	Bağımsız Değişkenler	**SABİT TREND ΔSS ΔBİST100 ΔTKFO ECT(-1)**	**SABİT ΔBİST100 ect(-1)**	**SABİT ΔSS ect(-1)**	**SABİT ΔSS ΔTKFO ect(-1)**	**SABİT ect(-1)**
Kısa Dönem Katsayılar	Katsayı (t-ist.)	0,4284 (0,7340) -0,0019 (-0,5707) -0,4771 (-3,8804***) -2,9870 (1,8300) -2,0300 (-1,4565) -1,1213 (-2,7677**)	0,1231 (0,8321) -2,9448 (-1,7987) -1,4778 (-5,3277***)	0,1062 (0,7040) -0,4671 (-4,0409***) -1,2649 (-4,0376***)	0,0448 (0,4908) 0,0237 (0,1415) -1,3827 (-1,7091) -1,0064 (-4,1401***)	-0,0031 (-0,0359) -0,7846 (-5,3252***)
	Otokorelasyon Testi, F-istatistik (Olasılık)	0,4962 (0,6161)	2,3271 (0,1139)	1,7223 (0,2009)	0,2634 (0,7701)	0,6080 (0,5486)
	Normal Dağılım Testi, Jarque-Bera (Olasılık)	0,8251 (0,6619)	1,0594 (0,5887)	1,5246 (0,4665)	0,4737 (0,7809)	0,8780 (0,6446)
	Değişen Varyans Testi, F-istatistik (Olasılık)	2,0291 (0,1139)	0,9475 (0,3977)	1,0886 (0,3521)	0,5383 (0,6594)	0,0241 (0,8771)
	Fonksiyonel Form Testi, F-istatistik (Olasılık)	0.9632 (0,3375)	0,4471 (0,5084)	2,0325 (0,1668)	1,9273 (0,1746)	0,0152 (0,9023)

Not: ***%1 düzeyinde, **%5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'teki test sonuçlarına göre, tüm modellerin f-istatistiği %1 anlamlılık düzeyinde Narayan (2005) ve Pesaran vd. (2001) tarafından sağlanan üst kritik değerleri aştığından, modellerde yer alan değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu söylenebilmektedir.

İlk halka arz sayısının bağımlı değişken, BİST 100 endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranları ve yurtiçi kredi hacmi değişkenlerinin ise bağımsız değişken olduğu Model 1'in katsayıları incelendiğinde, uzun dönemde sanayi üretim endeksinin ilk halka arz sayısını pozitif ve istatistiksel anlamlı şekilde etkilediği, diğer değişkenlerin ilk halka arz sayısı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Kısa dönemde ise ilk halka arz sayısı üzerinde, bağımsız değişkenlerin etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Modelin hata teriminin katsayısı -1,12 olup %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

İlk halka arz sayısının bağımlı değişken, BİST 100 endeksinin ise bağımsız değişken olduğu Model 2'nin katsayıları incelendiğinde, uzun dönemde ve kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, modelin hata teriminin katsayısı -1,47 olup %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

İlk halka arz sayısının bağımlı değişken, sanayi üretim endeksinin bağımsız değişken olduğu Model 3'ün katsayıları incelendiğinde, uzun dönemde sanayi üretim endeksi değişkenin katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Modelin hata teriminin katsayısı -1,26 olup %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

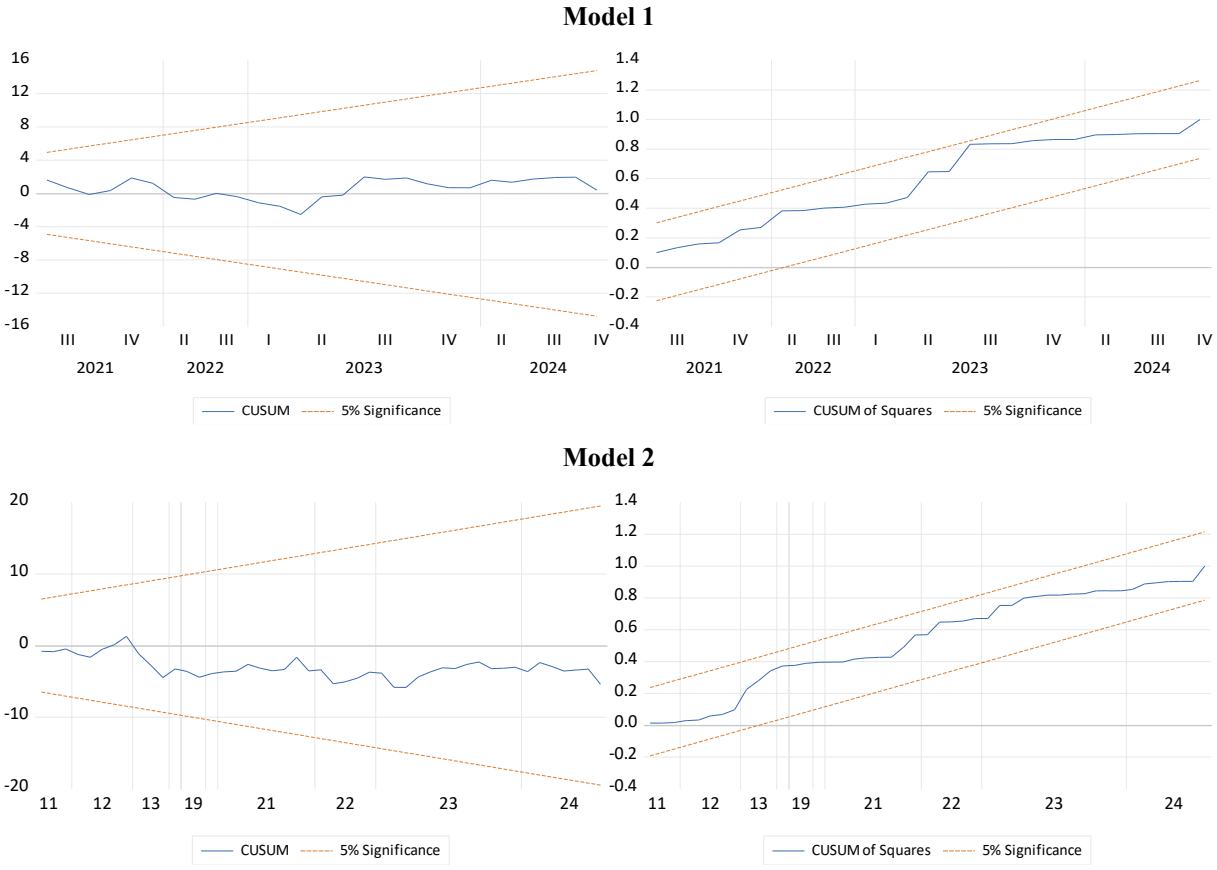
İlk halka arz sayısının bağımlı değişken, ticari kredi faiz oranlarının bağımsız değişken olduğu Model 4'ün katsayıları incelendiğinde, uzun dönemde ve kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, modelin hata teriminin katsayısı -1,00 olup %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

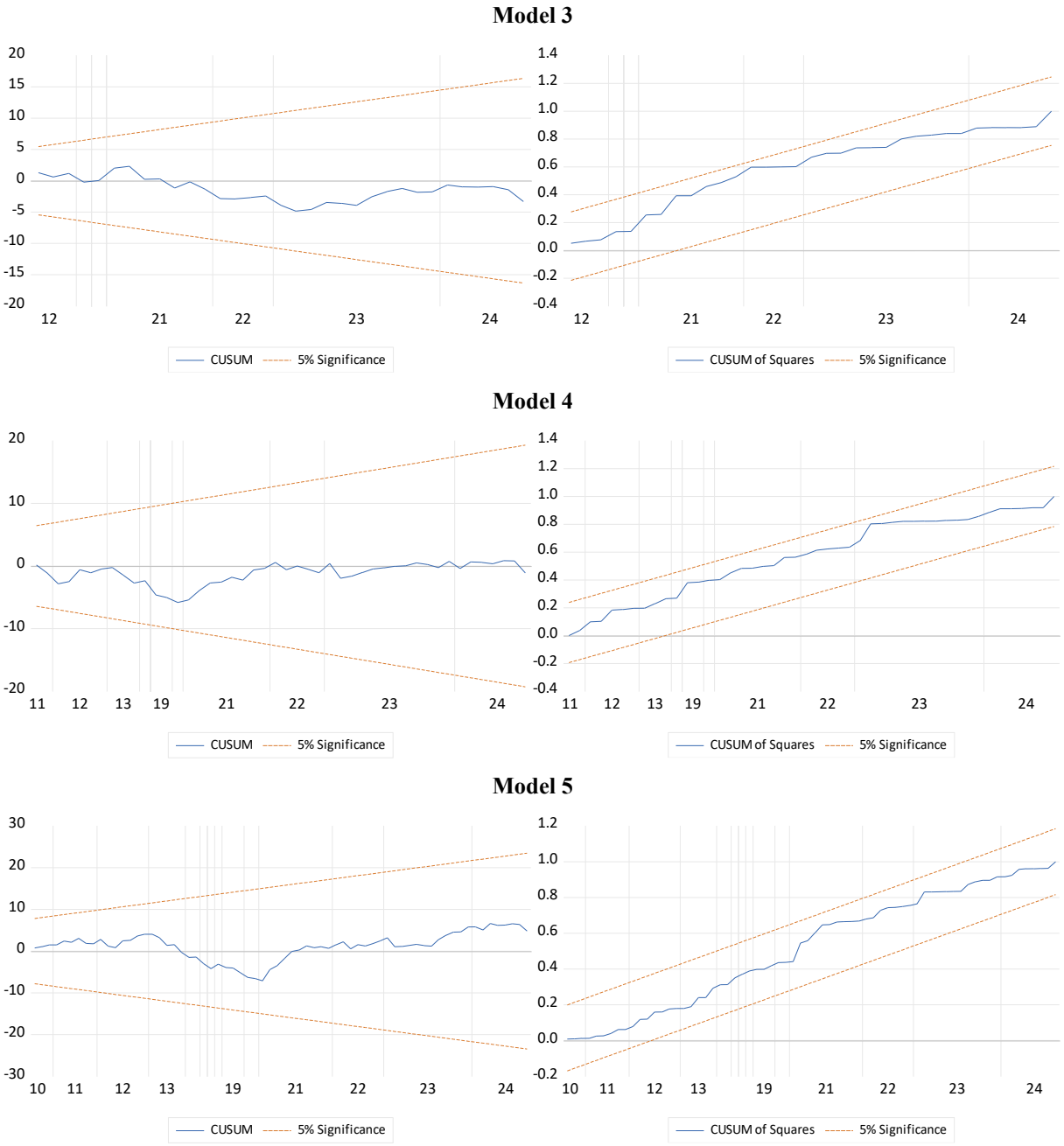
İlk halka arz sayısının bağımlı değişken, yurtiçi kredi hacminin bağımsız değişken olduğu Model 5'in katsayıları incelendiğinde, uzun dönemde yurtiçi kredi hacmi değişkenin katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Modelin hata teriminin katsayısı -0,78 olup %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Ayrıca modellere ilişkin tanısal test istatistiklerine göre modellerde, otokorelasyon, değişen varyans, normal dağılım ve fonksiyonel form problemi bulunmadığı görülmektedir.

Öte yandan modeldeki katsayıların istikrarlılık düzeyini belirlemek için uygulanan test sonuçları Şekil 3'te gösterilmektedir.

Şekil 3. Kümülatif Toplam ve Karelerin Kümülatif Toplamı Testleri





Şekil 3'teki sonuçlar incelendiğinde, modellerde yapısal kırılmanın olmadığı ifade edilebilmektedir.

6. SONUÇ

Borsa İstanbul'da son dönemlerde ilk halka arz sayısındaki artış, bu gelişmenin arkasında makroekonomik değişkenlerin bir etkisi olup olmadığı sorusunu akıllara getirmektedir. Seçilmiş makroekonomik değişkenlerin, halka arz sayısı ile bir ilişkisi olup olmadığının belirlenmesi ve ilişkinin yönünün ortaya konulması, bu sayede halka arzı düşünen şirketlere, halka arza katılmayı düşünen yatırımcılara, halka arz sürecinde rol alan piyasa yapıcılarına yol gösterici tespitlerde bulunmak, bu çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır. Çünkü literatürde güncel olan ve geniş biçimde yer bulan bu konuda, Borsa İstanbul nezdinde yapılan çalışmalar oldukça sınırlıdır. Bu çalışmanın diğer çalışmalardan farklılaşan yanını, kullanılan veri döneminin bugüne daha yakın bir dönem

olması oluşturmaktadır. Aynı zamanda farklı değişkenler kullanılarak yapılmış olması da çalışmayı özgün kılmaktadır.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin belirlenmesi için eş bütünleşme testleri yapılabilmektedir. Değişkenlerin farklı düzeylerden durağan olması nedeniyle, kullanılan veri setine uygun eş bütünleşme testi olarak seçilen ARDL yönteminin kullanıldığı çalışmada; borsa endeksi, sanayi üretim endeksi, ticari kredi faiz oranı ve yurtiçi kredi hacmi bağımsız değişkenlerinin, ilk halka arz sayısı bağımlı değişkeni ile eş bütünleşme ilişkisi içinde olduğu belirlenmiştir. Her bir bağımsız değişkenin ayrı ayrı modellendiği durumda da sonuç değişmemiş. Her bir bağımsız değişken nezdinde ilk halka arz sayısı ile uzun dönemde ilişkinin varlığı doğrulanmıştır.

Eş bütünleşme ilişkisi tespit edilen değişkenlerin uzun dönem ve kısa dönem ilişkinin yönüne ilişkin sonuçlar değerlendirildiğinde; sanayi üretim endeksindeki artışın uzun dönemde halka arz sayısını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Beklenen bir durum olan bu hususa ilişkin Ünal ve Karaarslan (2024) ve Ameer (2012) çalışmalarında da benzer sonuçlara ulaşıldığı düşünüldüğünde, Borsa İstanbul nezdindeki sonuçların literatür ile uyumlu olduğu söylenebilmektedir.

Yurtiçi kredi hacmi değişkeni ile borsada işlem görmeye başlayan şirket sayısı arasında eş bütünleşme ilişkisi tespit edilmekle beraber, uzun dönemde yurtiçi kredi hacminin ilk halka arz sayısı ile pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur. Bu sonuç beklenti ile farklılaşmaktadır. Farklılaşan bu durumun, 2021-2023 arasındaki dönemde Türkiye'de uygulanan düşük faiz ve likidite genişlemesi ile enflasyonla mücadele programı kaynaklı olabileceği düşünülmektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Borsa İstanbul ölçeğinde, sanayi üretim endeksi halka arz edilen şirketlere ilişkin bir öncü gösterge olarak kullanılabilmektedir. Sanayi üretim endeksindeki artışın, daha fazla şirketin halka arz edileceği ve beraberinde bunun bir yatırım fırsatı olarak değerlendirilebileceği söylenebilmektedir. Söz konusu bu durumun özellikle yatırım kararı verecek taraflar için önemli görülebileceği söylenebilmektedir. Çünkü halka arz edilen şirketlerin sağladığı finansman kaynağı ile büyüyerek daha karlı yatırım fırsatlarını yakalayabilmesi mümkün olabilecektir. Bu sayede elde edilen karla şirketin değerlenmesi mümkün olurken, yatırımcılar açısından da değer artışı sağlanması söz konusu olabilecektir. Tabi bu durumun şirketle ilgili diğer gelişmelerin de beklendiği şekilde gerçekleşmesine bağlı olduğunu da ifade etmek gerekmektedir. Ayrıca uygulanan kredi politikalarının da sürece olumlu etkileri olabileceği görülmektedir. Fakat bu durumun yani uzun dönemde yurtiçi kredi hacminin ilk halka arz sayısı ile pozitif ilişkili olmasının, ülkede uygulanan faiz politikaları ile yakından ilgili olduğunu da ifade etmek gerekmektedir. Bu tespitin genel bir durum olduğunu söylemek için daha çok çalışma ile sonuçların doğruluğunun teyit edilmesi gerekmektedir. Çalışmada kullanılan verilerden kaynaklı sınırlamalar bulunmaktadır. Bu sebepten ötürü elde edilen bulgular, halka arz piyasası üzerindeki makroekonomik etkilerin tam bir resmini ortaya çıkaramamaktadır. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda, halka arz sayısını etkileyebileceği değerlendirilen diğer değişkenlerin de model kapsamına alınmasının faydalı sonuçlar ortaya koyabileceği değerlendirilmektedir.

YAZARIN BEYANI

Katkı Oranı Beyanı: Yazar, çalışmanın tümüne tek başına katkı sağlamıştır.

Destek ve Teşekkür Beyanı: Çalışmada herhangi bir kurum ya da kuruluştan destek alınmamıştır.

Çatışma Beyanı: Çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması söz konusu değildir.

Etik Beyanı: Etik kurul belgesi gerektiren bir çalışma değildir.

DECLARATION OF THE AUTHOR

Declaration of Contribution Rate: The author contributes the study on his own

Declaration of Support and Thanksgiving: No support is taken from any institution or organization.

Declaration of Conflict: There is no potential conflict of interest in the study.

Declaration of Ethics: The study does not necessitate an approval of ethical committee.

KAYNAKÇA

Ameer, R. (2012). Macroeconomic factors and initial public offerings (IPOs) in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, *8*(1), 41-67.

Aidrous, I. ve Glavina, S. (2020). Impact of macroeconomic factors on the initial public offerings in the Gulf Cooperation Countries. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 128, 2316-2325. https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200312.320

Akel, V. (2015). Kırılgan beşli ülkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 11*(24), 75-96. https://doi.org/10.17130/ijmeb.2015.11.24.719

Akmercan, T. ve Zortuk, M. (2023). *Kantil ARDL yöntemi: Seçilmiş N-11 ülkeleri için bir uygulama* (1. Baskı). Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Angelini, E. ve Foglia, M. (2018). The relationship between IPO and macroeconomics factors: An empirical analysis from UK market. *Annuals of Economics and Finance*, *19*(1), 319-336.

Autore, D. M., Boulton, T. J., Smart, S. B. ve Zutter, C. J. (2014). The impact of institutional quality on initial public offerings. *Journal of Economics and Business*, 73, 65-96. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.01.002

Bastı, E., Kuzey, C. ve Delen, D. (2015). Analyzing initial public offerings' short-term performance using decision trees and SVMs. *Decision Support Systems*, 73, 15-27. https://doi.org/10.1016/j.dss.2015.02.011

Boulton, T. J. (2024). Does sustainable development matter for initial public offering underpricing? *Business Strategy and the Environment*, *33*(8), 8361–8387. https://doi.org/10.1002/bse.3915

Breinlinger, L. ve Glogova, E. (2002). *Determinants of initial public offerings: A European time-series cross-section analysis*. Financil Stability Report, 3, 87-106.

Chang, X., Gygax, A.F., Oon, E. ve Zhang, H.F. (2008), Audit quality, auditor compensation and initial public offering underpricing. *Accounting & Finance*, 48, 391-416. https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00275.x

Daştan, K. ve Küçükçolak, R. A. (2025). Halka arzın işletmelerdeki finansal ve faaliyet performansına etkisi. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 17*(1), 532-551. https://doi.org/10.20491/isarder.2025.1988

Duong, H. N., Goyal, A., Kallinterakis, V. ve Veeraraghavan, M. (2022). Democracy and the pricing of initial public offerings around the world. *Journal of Financial Economics*, *145*(1), 322-341. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.07.010

Engle, R. F. ve Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276. https://doi.org/10.2307/1913236

Gnanaprakash, M., Kannan, K. ve Shivashankar, PS. (2025). The relationship between IPO and macroeconomics factors; An emprical analysis from Indian Market. *European Economic Letters*, 15(2), 4202-4213. https://doi.org/10.52783/eel.v15i2.3262

Gökpınar, F. G. ve Sayılgan, G. (2025). An analysis of macroeconomic factors affecting long-run price performance in initial public offerings on Borsa İstanbul. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 21(2), 779-797. https://doi.org/10.17130/ijmeb.1501169

Gujarati, D. M. ve Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth Edition). McGraw-Hill Irwin.

Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254. https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90041-3

Johansen, S. ve Jesulies, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration-with applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210. https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1990.mp52002003.x

Hwang, J. (2023). Factors influencing initial public offerings (IPOs) in the UK Market. *International Journal of Finance and Accounting*. 12(1), 20-27. https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20231201.03

Islam Md. S. ve Ahona, A. K. (2021). Macroeconomic factors and their influences on initial public offerings (IPO) in Bangladesh. *BUFT Journal of Business & Economics (BJBE)*, 2, 229-239.

Kovandová, S. ve Zinecker, M. (2015). Macroeconomic determinants of IPO activity in Poland between 1993-2013. *Trends Economics and Management*, *9*(23), 24-31.

Kumar, V. ve Kumar, P. (2024). Impact of macroeconomic factors on initial public offer: An analytical study of investor's decision. *International Journal for Multidisciplinary Research (IJFMR)*. 6(1), 1-8. https://doi.org/10.36948/ijfmr.2024.v06i01.13290

Ljungqvist, A. P. (1997). Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, *41*(7), 1309-1320. https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00035-9

Medetoğlu, B. ve Saldanlı, A. (2023). Investigating the impact of IPOs on the BIST Technology (XUTEK) Index using the event study method. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *21*(4), 215-236. https://doi.org/10.18026/cbayarsos.1295414

Meluzín, T., Zinecker, M. ve Łapińska, J. (2014). Determinants of initial public offerings: The case of Poland. *Revista De Mėtodos Cuantitativos Para La Economía Y La Empresa*, 18, 5-17.

Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for China: Evidence from cointegration tests, *Applied Economics*, *37*(17), 1979-1990. https://doi.org/10.1080/00036840500278103

Narayan, S. ve Narayan, P. K. (2004). Determinants of demand for Fiji's Exports: An empirical investigation. The Developing Economies, *42*(1), 95–112. https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2004.tb01017.x

Nayak, T. K. (2016). Study on macroeconomic factor's impact on initial public offerings (IPO) in India. *Journal of Advances and Scholarly Researches in Allied Education, XI*(22), 309-314.

Özyeşil, M. ve Aktürk, E. B. (2022). Macro-economic determinants of the IPO waves: An assessment of G-7 countries. *F100 Research*, *11*(763), 1-23. https://doi.org/10.12688/f1000research.122849.2

Parmaksız, S. (2024). Makroekonomik değişkenler ile enerji piyasaları arasındaki ilişkinin keşfi: Türkiye örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 15(44), 1272-1298. https://doi.org/10.21076/vizyoner.1450934

Pesaran, M. H. ve Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed-lag modelling approach to cointegration analysis. S. Strøm (Ed.), *Econometrics and economic theory in the 20th Century The Ragnar Frisch Centennial Symposium* içinde (s. 371-413), Cambridge University Press.

Pesaran, M.H., Shin, Y. ve Smith, R.J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, *16*(3), 289–326. https://doi.org/10.1002/jae.616

Pesyan, V. N., Rezazadeh, A., Ahmedinejhad, H. ve Ahmadvand, S. (2023). Investigating the causal relationship between stocks initial public offerings and macroeconomic variables. *Journal of Asset Management and Financing*, *11*(2), 35-52. https://doi.org/10.22108/amf.2023.136359.1779

Rees, W. P. (1997). The arrival rate of initial public offers in the UK. *European Financial Management*, *3*(1), 45-62. https://doi.org/10.1111/1468-036X.00030

Riyath, M.I.M., Dayaratne, D.A.I ve Jahfer, A. (2025). Macroeconomic variables and initial public offerings in Sri Lanka: A principal component analysis approach. *LBS Journal of Management & Research, 23*(1), 1-26. https://doi.org/10.1108/LBSJMR-06-2023-0023

Sarıkovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H. H. ve Kantar, L. (2019). *Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları Kavram-Uygulama-Analiz*. Seçkin Yayınevi.

Sermaye Piyasası Kanunu. (2012, 30 Aralık). https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230.htm

Sermaye Piyasası Kurulu. (2026). SPK İhraç Verileri. https://spk.gov.tr/ihrac-verileri/ adresinden 24 Şubat 2026 tarihinde alınmıştır.

Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2010). *Ekonemetrik Zaman Serileri Analizi Eviews Uygulamalı* (3. Baskı). Nobel Yayın Dağıtım.

Tran, A. L. ve Jeon, B. N. (2011) The dynamic impact of macroeconomic factors on initial public offerings: Evidence from time-series analysis. *Applied Economics*, *43*(23), 3187-3201. https://doi.org/10.1080/00036840903493267

Ünal, S., ve Karaarslan, S. (2024). Türkiye'de halka arzlar ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişki. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, *13*(26), 30-35. https://doi.org/10.55589/bsbd.1557037

Vurur, S. (2025). Halka arz endeksini etkileyen makroekonomik faktörler. *İstanbul Nişantaşı Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(Özel Sayı), 124-138. https://doi.org/10.52122/nisantasisbd.1809645

Wu, C. ve Kwok, C. C. Y. (2003). The pricing of global and domestic initial public offerings by US companies. *Journal of Banking & Finance*, *27*(6), 1167-1184. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00248-0