



## Research Article/Araştırma Makalesi

### Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma

#### A Comparative Study of Public Offerings on Borsa Istanbul with CRITIC and EDAS Methods

Abdullah KILIÇARSLAN<sup>1</sup>, Hüseyin ERGUN<sup>2</sup>

#### Öz

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da 2022 yılında gerçekleştirilen ilk halka arzlar üzerine çok kriterli karar verme yöntemleri olan CRITIC ve EDAS'ı kullanarak bir karşılaştırmalı analiz yapmaktır. Araştırma, halka arzı gerçekleştirilen 40 şirketin finansal performansını incelemekte ve finansal performans, satış/fiyat oranı ve borsa performansı arasındaki ilişkileri analiz etmektedir. Ayrıca, halka arz olan şirketlerin "Katılım Finans İlkeleri" açısından değerlendirilmeleri yapılmaktadır. Araştırmada kullanılan finansal performans kriterleri likidite, mali yapı, faaliyet ve kârlılık olarak belirlenmiştir. Bu kriterler, şirketlerin finansal sağlamlığını, faaliyetlerinin etkinliğini ve kârlılığını ölçmek amacıyla kullanılmıştır. Çalışmanın yöntemi, CRITIC ve EDAS yöntemleridir. Bu yöntemler, çok kriterli karar verme problemlerinde kullanılan etkili ve güvenilir yöntemlerdir. CRITIC yöntemi, kriterler arasındaki ağırlıkları belirlemek için kullanılırken, EDAS yöntemi ise alternatiflerin sıralanmasında kullanılmaktadır. Araştırmanın bulguları, halka arz olan şirketlerin finansal performansı, satış/fiyat oranı ve borsa performansı arasında önemli ilişkiler olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, katılım finans ilkelerine uygunluğun da şirket değerlendirmelerinde önemli bir faktör olduğu belirlenmiştir. Bu çalışma, Borsa İstanbul'daki halka arzlar üzerine yapılan araştırmalara katkı sağlamak amacıyla gerçekleştirilmiştir. CRITIC ve EDAS yöntemlerinin kullanılması, finansal performans değerlendirmelerinde daha objektif ve kararlı sonuçlar elde edilmesine olanak sağlamaktadır.

**Jel Kodları:** G11, G17, Z23

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Performans Değerlendirmesi, Çok Kriterli Karar Verme, İlk Halka Arzlar

<sup>1</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Aksaray Üniversitesi, Eski Meslek Yüksekokulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, [abdullah.kilicarslan@aksaray.edu.tr](mailto:abdullah.kilicarslan@aksaray.edu.tr), ORCID: 0000-0002-7251-9990

<sup>2</sup> Dr. Öğr. Üyesi, KTO Karatay Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, İslam İktisadı ve Finans Bölümü, [huseyin.ergun@karatay.edu.tr](mailto:huseyin.ergun@karatay.edu.tr), ORCID: 0000-0002-2271-0041



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscaoconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

#### **Abstract**

This research aims to conduct a comparative analysis using the multiple criteria decision-making methods of CRITIC and EDAS on the initial public offerings (IPOs) in Borsa İstanbul. The study examines the financial performance of 40 companies that underwent IPOs in 2022 and analyzes the relationships between financial performance, sales/price ratio, and stock market performance. Furthermore, the evaluation of the IPO companies is conducted based on the "Participation Finance Principles". The financial performance criteria used in the study encompass liquidity, financial structure, activity, and profitability. These criteria serve to measure the financial soundness, operational efficiency, and profitability of the companies. The methodology employed in this research consists of the CRITIC and EDAS methods, which are effective and reliable techniques in addressing multiple criteria decision-making problems. While the CRITIC method is used to determine the weights among the criteria, the EDAS method is utilized for ranking the alternatives. The findings of the study reveal significant relationships between the financial performance of IPO companies, sales/price ratio, and stock market performance. Moreover, adherence to the principles of participation finance is identified as a crucial factor in the evaluation of the companies. This study contributes to the existing research on IPOs in Borsa İstanbul. The utilization of CRITIC and EDAS methods enables more objective and consistent results in financial performance evaluations.

**Jel Codes:** G11, G17, Z23

**Keywords:** Financial Performance Evaluation, MCDM, Initial Public Offerings



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

## 1. Giriş

Türkiye'de sermaye piyasaları bağlamında borsa geleneğinin temel taşları, Osmanlı Devleti'nin Kırım Savaşı'nın maliyetlerini finanse etmek için Avrupa devletlerinden tahvil olarak borçlanması ve bu tahvillerin İstanbul'da tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmasıdır. Bu ticaretin kontrol altına alınması ve denetlenebilmesi amacıyla 1873 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası kurulmuş, bu yapı daha sonra tezgah üstü piyasalardan gelişerek Galata Borsası olarak adlandırılmıştır (Fertekligil, 2000). Büyüyen ve gelişen Dersaadet Tahvilat Borsası, Avrupa'da yeni geliştirilen finansman yöntemlerini ülkeye getirerek Osmanlı'nın finansal ve ekonomik gelişimine katkıda bulunmuştur (Beşirli, 2009).

Dersaadet Tahvilat borsası, 1906 yılında çıkartılan bir nizamname ile Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüştürülmüş olup, Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararname kapsamında, 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur (Pamuk, 2004). İMKB, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOBAS) ve İstanbul Altın Borsası ile Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) markası altında 2013 yılında birleşmiştir (Borsa İstanbul, 2023).

İMKB'nin ilk dönemlerinde yatırımcıların sığ bakış açısı, düşük piyasa farkındalığı, portföy yatırım vadelerinin kısa olması, işlem hacminin düşüklüğü ve sağlanan teşviklere rağmen Borsa derinliğinin sağlanamaması, yapısal reform uygulamalarının arzu edilen sonuçları ortaya koymasını engellemiştir. Bu bağlamda Borsa İstanbul (BİST) Türk Finans sisteminin aktif bir bileşeni olarak sermaye piyasası, mevcut fon kaynaklarını verimli alanlara yönlendirme fonksiyonu etkinliğini gösterememiş ve sermayenin tabana yayılması sınırlı bir çerçevede gerçekleşmiştir (Balaban & Kunter, 1997).

Türkiye'de yatırımcıların sermaye piyasalarına duydukları güven ve genel olarak finansal sistemde alternatif getiri sağlayacak enstrümanlara yönelik beklenti ve istekler, hisse senetlerine yönelik ilgiyi canlı tutmakta ve Borsa İstanbul'da halka arz olan şirketlere yönelik ilgi bazı dönemlerde artmaktadır. Halka arzlar, başta halka arz fiyatlamalarının rasyonelliği olmak üzere düzenleyici kuruluşların faaliyetlerinin etkinliğine, halka arz dönemlerine, yatırımcıların talebine, halka arz sürecinde önemli rol oynayan aracı kurum ve diğer aktörlerin yaklaşımlarına bağlı olarak gelişimini sürdürmektedir.

İdeal bir İslami finans ekosistemi içerisinde (İkbal & Mirakhor, 2013), hisse senetlerinde birikimlerini değerlendirme arzusu taşıyan yatırımcıların beklentilerini karşılamak ve bu alanda gerek bireylere gerekse şirketlere ilgili alanda farkındalık oluşturmak amacıyla Türkiye'de 2011 yılında katılım endeksi oluşturulmuştur (TKBB, 2011).

Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) Danışma Kurulu tarafından oluşturulan "Pay Senedi İhracı ve Alım-Satımı Standardı" ile "Katılım Finans İlkelerine Uygun Faaliyet Gösteren Şirketlerin Belirlenmesinde Esas Alınacak Rehber" kapsamına uygun şirketlerin bağımsız denetime tabi verileri (6 aylık) referans alınarak Borsa İstanbul tarafından Katılım endeksleri (Katılım-100, Katılım-30, Katılım-50, Katılım-Temettü ve Katılım-Sürdürülebilirlik) hesaplanmaya başlanmıştır. Borsada işlem gören şirketlerin yatırımcı ilişkileri bölümleri tarafından BİST'e gönderilen formlar üzerinden ilgili katılım endeksleri ve bu endekslerde yer alacak şirketler belirlenmektedir. 2022 yılından itibaren KAP BIY sistemi üzerinden "BİST



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Endeks Hesaplama Hizmetleri Birimi" koordinatörlüğünde ve kontrolünde şirketlerin yatırımcı ilişkileri birimleri tarafından doldurulmakta olan ilgili formlar üzerinden, minimum veri hatasıyla, ilgili endeksler kapsamındaki şirketler güncellenmektedir.

BİST'te işlem gören şirketlerin finansal performansları, konvansiyonel yatırımcılar açısından alternatif kazanç ve sürdürülebilir yatırım bağlamında önem taşıdığı gibi İslami yatırım hassasiyeti taşıyan yatırımcılar açısından da önem taşımaktadır. Şirketlerin borsada işlem görmesiyle birlikte ilk halka arzları kapsamında halka arz fiyatlama uygunluğu ve bu bağlamda şirketlerin finansal performansları, yatırım kararlarının rasyonelliği ve doğru yatırım açısından dikkate alınması gereken önemli faktörlerdendir.

BİST'te işlem gören şirketlerin şirket bazında, endeks grupları bazında veya sektörel bazda finansal performans analizinin birbirinden farklı tekniklerle gerçekleştirildiği çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Cam vd., 2015; Saygılı vd., 2021; Baydaş, 2022; Bulut & Şimşek, 2022; Naeem vd., 2022).

Literatürde, şirketlerin veya bireylerin finansal başarı düzeylerini doğru bir şekilde ölçmek için finansal oranlar kullanılmaktadır. Şirketlerin finansal başarıları çok sayıda faktör kullanılarak değerlendirilebilir ve bu da aynı anda birkaç kriterle dayalı karar vermeyi zorlaştırabilir. Hisse senedi yatırımında karar verme sürecinde göz önünde bulundurulması gereken bilgilerin çeşitliliği ve çelişen kriterler nedeniyle karar alma giderek daha karmaşık hale gelmektedir. N faktörlü değişkenin karar mekanizmalarına etkisinin söz konusu olduğu günümüz sermaye piyasalarında şirketlerin finansal performansı, şirketler açısından optimal maliyetle kâr ve değer maksimizasyonu ve dolayısıyla alternatif yatırım aracı olarak paydaşların (hissedar ve yatırımcı) servetini artırmada öngörülebilir bir aracı haline gelmiştir. Bu bağlamda, finansal performansın çoklu değişkenlerin bir arada değerlendirilerek ölçülebilmesinde Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri (ÇKKV) yöntemleri kullanılmaktadır.

Bu çalışmada, ÇKKV yöntemlerinden CRITIC ve EDAS yöntemleri kullanılarak 2022 yılında Borsa İstanbul'da ilk halka arzı gerçekleştiren 40 şirketin finansal performansları incelenmiş, finansal performans, satışlar/fiyat oranı ve borsa performans oranları arasındaki ilişkiler analiz edilmiş ve halka arzı gerçekleştiren şirketlerin "Katılım Finans İlkeleri" açısından değerlendirmeleri yapılmıştır. Literatürde yer alan çalışmalarda, hisse senedi getirilerini ortaya koyan güçlü bir istatistiksel gösterge olarak geleneksel değerlendirme oranlarına kıyasla daha anlamlı veriler üreten Satışlar/Fiyat oranından bahsedilmektedir (Çelik & Karabulut, 2007; Vruwink vd., 2007). Finansal performans sıralamaları ile Satışlar/Fiyat oranı arasındaki ilişkinin ortaya konulması, karar alıcılara farklı bir perspektiften performans analizi imkânı sunacaktır. Çalışmanın, şirketlerin halka arz fiyat gerçekleşme performanslarının analizi, halka arz edilen şirketlerin İslami yatırım uyum değerlerinin tespit edilmesi ve en nihayetinde finansal performans açısından sermaye piyasası ekosistemi paydaşlarına (yatırımcı, ihraççı ve düzenleyici) faydalı olacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca çalışmanın, ÇKKV yöntemleriyle elde edilen performans sıralamaları ile şirketlerin Satışlar/Fiyat oranı mukayesesinin yapılmış olması bakımından literatüre katkı yapabileceği düşünülmektedir. Çalışmada, "Katılım Finans İlkeleri" uyum değerleri açısından BİST tarafından otokontrol sisteminin uygulanmaya başlanması ve halka arz yoğunluğunun yaşanması nedeniyle 2022 yılı baz alınmıştır.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

## 2. Literatüre Bakış

Çalışmanın amacı doğrultusunda literatürdeki çalışmalar, BİST'in halka arz performansı ve bu kapsamda ilk halka arz getirileri ve ÇKKV ile finansal performansın ölçülmesi olmak üzere iki başlığa ayrılmıştır.

### 2.1. BİST'in Halka Arz Performansı

Halka arz kapsamında yer alan şirketlerin halka arz fiyatlarının şirket verileri ve sektör gerçekleriyle örtüşecek düzeyde rasyonel olarak hesaplanması, halka arzların başarısı açısından önemlidir.

Borsa kotasyonuna girme bağlamında şirketlerin ilk halka arzları, finansal stratejileri üzerinde etkili olduğu ve başta hissedarları olmak üzere tüm paydaşları açısından şirketin gelişimini ortaya koyduğu için çeşitli yöntemler üzerinden performansları değerlendirmeye tabi tutulmaktadır (Yalçın & Ünlü, 2018).

İlk halka arzı gerçekleştiren şirketlerde şirket yaşının ve şirket büyüklüğünün finansal performans üzerinde etkili olduğunu ortaya koyan çalışmaların yanında (Mikkelson vd., 1997) ilişki bulunmadığını ortaya koyan çalışmalar da (Kenneth vd., 2004) mevcuttur.

Halka açıldıktan sonra firmaların performansını ölçmek için çok sayıda akademik makale yayınlanmıştır. Bu çalışmalardan bir kısmında halka arzın firmaların finansal performansı üzerinde olumlu etkisi ortaya konulurken bazı çalışmalarda (Pagano vd., 1998; Khurshed vd., 2005; Alanazi vd., 2011) olumsuz etkisine dikkat çekilmiştir.

İlk halka arzlar kapsamında yer alan çalışmalardan bir kısmına aşağıda yer verilmiştir.

Reese (1998) yatırımcı ilgisinin halka arz üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, yatırımcı talebinin ilk halka arz fiyatı üzerinde etkili olduğunu, halka arz fiyat teklifinin yatırımcı beklenti ve ilgi düzeyine göre farklılaşabildiğini, bu bağlamda da halka arz fiyatlaması ile yatırımcı ilgisi arasında güçlü bir korelasyonun bulunduğunu değerlendirmiştir.

Kıymaz (2000), 1990-1996 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 163 şirket verisi üzerinden ilk halka arz getiri ve performans analizini gerçekleştirdiği çalışmasında, Türkiye'de halka arzların ilk işlem gününde şirketlerin ortalama %13,1 daha düşük fiyatlandırıldığını tespit etmiştir. İlk halka arz aşamasında düşük fiyatlamasının, sanayi firmaları için %11,7, finans firmaları için %15 ve diğerleri için %17,6 olduğu ve genel olarak bankacılık grubu haricinde, tüm alt sektörlerde istatistiksel olarak anlamlı yönde düşük fiyatlama yapılmış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yüksel & Yüksel (2006), Borsa İstanbul'da işlem gören 181 şirketin 1990-2002 dönem verileri üzerinden ilk halka arz getirisi, hisse elde tutma ve işlem hacmi arasındaki ilişkileri analiz ettikleri çalışmalarında hisseyi elde tutmayla ilk halka arz düşük fiyatlandırma arasında, düşük fiyatlı halka arzlar ile ilk getiri büyüklüğü ve işlem hacmi arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını değerlendirmişlerdir. Çalışmada yatırımcıların primli halka arzlara olumsuz reaksiyon verdiği ve düşük fiyatlama ile işlem hacmi arasında uzun vadede bir ilişki bulunmadığı belirtilmiştir.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Düşük halka arz fiyatlamasının salt şirkete özgü verilerle izah edilemeyeceğini ifade eden Chambers & Dimson (2009), halka arz yöntemleri başta olmak üzere, sermaye piyasaları ekosisteminde paydaşlar içerisinde yer alan yatırımcılar, ihraççı şirketler ve sponsorlar arasındaki güven düzeyinin de esas olarak düşük fiyatlandırmaya yol açabileceğini veya düşük fiyatlandırmayı azaltabileceğini ileri sürmüş ve bu temellendirmelerinin gerekçelerini de İngiltere'de 1917-1986 yılları arası gerçekleşen halka arz fiyatlandırma rasyolarına dayandırmışlardır. İngiltere özelinde ilk halka arzlarda 1917-1945 arası dönem için düşük fiyatlandırma oranı %3,8 iken 1946-1986 döneminde bu oranın %9,15 olarak gerçekleştiği belirtilmiştir.

Alanazi vd. (2011), Suudi Arabistan'da halka arzı gerçekleştiren 16 şirketin 2003-2009 verilerini kullanarak finansal performans analizi gerçekleştirdikleri çalışmalarında, şirketlerin halka arz sonrası finansal performanslarının düştüğü, finansal performans düşüşünün halka arzla doğrudan ilişkili olduğu ve piyasa dalgalanmalarından kaynaklandığı, finansal performanstaki düşüşün asıl sahipler ile yeni ortaklar arasındaki çatışmadan kaynaklanmadığı ve ilgili şirketlerin istikrarlı büyüme gerçekleştirdikleri tespiti yapılmıştır.

Kyani & Amjad (2011) çalışmalarında, Karacî Menkul Kıymet Borsasında (KMB) Ocak 2000-Temmuz 2010 döneminde halka arzı gerçekleştiren 59 şirket verisi üzerinden halka arz öncesi ve sonrası yatırımcı ilgisiyle düşük fiyatlama arasındaki ilişkinin analizini gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada KMB'de halka arzlarda düşük fiyatlama oranının %39 olduğu tespiti yapılmıştır. İlk halka arz getirisi ile yatırımcının halka arz öncesi ilgisi arasında pozitif yönlü anlamlı ilişki bulunduğu belirtilmiştir. Yatırımcı ilgisinin yoğun olduğu ilk halka arzlarda anormal getiriler elde edildiği tespit edilmiştir. İlk bir ay için düşük fiyatlı (iskontolu) olarak halka arzı gerçekleştiren şirketlerin işlem hacimlerinin yüksek fiyatlı (primli) halka arz edilen şirketlere göre yüksek olduğu tespiti yapılmıştır. İlk halka arzlarda halka arz fiyatlarının iskontolu olarak belirlenmesinde şirketin aktif büyüklüğünün, halka açıklık oranının, yatırımcı ilgi düzeyinin ve piyasa belirsizliğinin etkili olduğu değerlendirilmiştir.

Lestari (2013), 2009-2011 dönemi aralığında Endonezya Menkul Kıymetler Borsasına kote olan 36 şirketin net kâr marjı, özkaynak ve aktif getirilerinin halka arz fiyatı üzerindeki etkisini ölçümlendiği finansal performans analizi çalışmasında, yüksek net kâr marjına, aktif getirisine ve öz sermayeye sahip şirketlerin finansal performansının yüksek olduğu tespitini yapmış olup, bu üç değişkenin halka arz fiyatlandırması üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu değerlendirmiştir.

Çakır & Akkoç (2015), Ocak 2008-Temmuz 2013 dönem aralığında BİST'te kote olan 121 şirket verisi üzerinden ilk halka arz getirilerini inceledikleri çalışmalarında, ilk gün getiri oranının %1,16 olduğunu, 21 günlük bazda ise bu oranın %5,89 olarak gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Çalışmada, ilk halka arz getirilerinin düşük fiyatlandırıldığı, fakat son yıllarda düşük fiyatlandırma uygulamalarında düşüş yaşandığı, yani fiyatlamaların rasyonel bir şekilde yapıldığı belirtilmiştir.

Espenlaub vd. (2016) 2000-2008 dönem aralığında 32 ülkede gerçekleşen 7.627 halka arz verisini kullanarak, yürürlükteki düzenleyici sistemin halka arza edilen şirketlerin kotasyonda kalmaları üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmada, yatırımcıyı koruyan düzenleyici



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

sistemlerde şirketlerin kotasyonda kalma sürelerinin uzun ve sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mhagma & Topak (2019), faaliyet kâr marjı, özsermaye ve aktif kârlılık oranları üzerinden halka arz ve finansal performans ilişkisini panel veri analiziyle analiz ettikleri çalışmalarında, 2003-2011 döneminde ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin verilerini kullanmışlardır. Çalışmada finansal performansın şirketlerin halka açık statü öncesine göre halka arz dönemi veya sonrasında düştüğü değerlendirilmiştir.

Mazumder & Saha (2021) çalışmalarında, 2020 yılı özelinde Covid-19 ile ilgili korku ile kısa vadeli halka arz performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. 2020 yılındaki halka arzların ortalama piyasaya uyarlanmış ilk getirisinin son kırk yılın getirisinden yüksek olduğu, bununla birlikte getirinin pandemi korkusu arttıkça azaldığı değerlendirilmiştir. Bu bağlamda halka arz getirilerinin Covid-19 pandemisine duyarlı olduğu belirtilmiştir.

Özyeşil (2022), 2021 yılında BİST'te kote olan şirketlerden ilk halka arzı gerçekleştiren 32 şirketin halka arz performansını değerlendirdiği çalışmada, ilk halka arz getirilerinde fiyat anomalisi bulunmadığını tespit etmiş ve kısa vadede halka arzlarda hisse senedi olarak anormal bir getiri elde edilemeyeceğini değerlendirmiştir.

Kumaran (2022) çalışmada ÇKKV yöntemlerinden VIKOR ve CRITIC yöntemlerini kullanarak Suudi Arabistan Tadawul Borsası'nda işlem gören şirketlerin halka arz öncesi ve sonrası performanslarını analiz etmiştir. Çalışmada Saudi Airlines Catering Co., Saudi Co. for Hardware ve Saudi Ground Services şirketlerinin ilk halka arz öncesi ve sonrasında en iyi performansa sahip olan şirketler olduğu tespiti yapılmıştır.

Tanyeri vd. (2022) çalışmalarında, gelişmekte olan piyasalarda düzenleyici ve ekonomik çevrenin ilk halka arz finansman maliyetleri üzerindeki etkilerini, 1990-2022 yıllarını aralığını kapsayacak şekilde, Borsa İstanbul'da işlem gören 456 şirketin verileri üzerinden incelemişlerdir. Çalışmada, Borsa İstanbul'daki ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırma oranının %15'ler düzeyinde olduğu, son 10 yıllık süreçte bu oranın %5'ler düzeyine gerilediği tespiti yapılmıştır. Türkiye'nin ekonomik koşulları ve düzenleyici ekosistemiyle şirketlerin mikro verilerinin ilk halka arzlar ve halka arz anlaşmaları üzerinde etkili olduğu değerlendirilmiş olup, küçük şirket halka arzlarında büyük şirketlere nazaran düşük fiyatlandırma oranının daha yüksek olduğu belirtilmiştir.

Alvarez-Otero (2023) çalışmada, 1995-2013 döneminde Avrupa Birliği üyesi 18 ülkede halka arzı gerçekleştiren şirketlerin kısa, orta ve uzun vadeli performansı üzerinde kurumsal ve makroekonomik faktörlerin etkisini incelemiştir. Jeoekonomik faktörlerin halka arz kârlılığını etkileyip etkilemediği, mevzuat açısından ilgili ülkeler arasında anlamlı farklılık bulunup bulunmadığı ve kurumsal değişkenlerin şirket performansı üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmaya konu ülkelerin Avrupalı olmasına rağmen ekonomik gelişim düzeyleri, yatırımcıyı koruma dereceleri, yolsuzluğun kontrolü, finansal eğitim ve mevzuatlarının ülkeye özgü olarak geliştirildiği veya başka bir ülkeden miras alındığı belirtilmiştir. Çalışmada, düzenleme türünün halka arzların hem ilk getirileri hem de halka arzdaki sonraki 1, 3 ve 5 yıllık periyotlarda, uzun vadeli performansları üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğu tespiti yapılmıştır. Halka arz ilk getirisi ve uzun vadeli performansın ortak hukuk sistemine



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

sahip ülkelerde İskandinav Medeni Hukuk sistemine sahip ülkelere göre daha düşük olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Yolsuzluğun daha yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin halka arz getirilerinin daha düşük olduğu, daha kötü performans veya uzun vadeli getirilere sahip olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, algılanan yönetim etkinliği daha yüksek olan ülkelerin ilk halka arzlarında daha düşük bir ilk fiyat indirimine sahip olduğu ve uzun vadede daha iyi performans sergiledikleri belirlenmiştir.

Dhanda & Singh (2023), Hindistan'da Nisan 2010-Aralık 2021 dönemleri arasında halka arz edilen 785 şirketin halka arz piyasa zamanlamasının finansal olan ve olmayan şirketler açısından hisse performans ve getirisi üzerindeki etkisini analiz ettikleri çalışmalarında, halka arzda zamanlamanın finansal olmayan şirketler için düşük kazanç performansı açısından önemli olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmada ihraççı şirketler açısından kazançlarla senkronize olmayan bir piyasa performansının sürdürülebilir olamayacağı değerlendirilmiştir.

Elma (2023), 2020/1-2022/2 dönem aralığını kapsayan 10 çeyrek dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren 49 şirketin finansal performansını TOPSIS, ARAS, COPRAS, ELECTRE III ve MOORA yöntemlerini kullanarak incelemiştir. İlgili yöntemler kapsamında elde edilen finansal performans sıralamalarının farklılaşabildiğinin değerlendirildiği çalışmada, hisse senedi getirileri ile güçlü ve anlamlı ilişki ürettiği değerlendirilen MOORA yöntemi sonuçları yatırımcılara önerilmiştir.

Ferri vd. (2023) Avrupa bölgesinde bulunan 100 şirketin 2027-2021 verileri üzerinden sürdürülebilirlik açıklamaları ile halka arzlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında sosyal, çevresel ve yönetim faktörlerini referans alarak sürdürülebilirlik raporlarını yayınlayan şirketlerin yatırımcılar tarafından daha az riskli olarak algılandığı tespitini yapmışlardır. Çalışmada ayrıca sürdürülebilirlik raporlarının halka arz öncesi yayımlanmasının %8 düzeyinde düşük fiyatlamayı azaltabileceği değerlendirilmiştir.

İlbasmış (2023), BİST'te gerçekleşen halka arzlarında, 2020 ve 2021 yıllarını kapsayan dönem olan Covid-19 döneminde önemli ölçüde düşük fiyatlamaya olduğunu ve düşük fiyatlamaya ile Covid-19 arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Covid-19 pandemisi sırasında halka arz şirketlerinin kısa vadeli piyasaya göre ayarlanmış anormal getirilerinin, pandemi öncesine göre çok daha büyük olduğu ampirik çalışmayla ortaya konulmuştur. Çalışmada ayrıca Covid-19 döneminde halka arzın düşük fiyatlandırılması ve düşük fiyatlandırma ile ilgili faktörlerin, Covid-19 öncesi dönemden önemli ölçüde farklı olduğu ve Covid-19 döneminde halka açılan şirketlerin, Covid-19'dan önce halka açılan şirketlere göre daha fazla belirsizlikle karşı karşıya bulunduğunu belirtilmiştir.

## 2.2. ÇKKV Yöntemleriyle Finansal Performansın Ölçülmesine Yönelik Çalışmalar

Literatürde, ÇKKV yöntemleriyle şirketlerin finansal performans analizinin gerçekleştirildiği geniş yelpazede çeşitli çalışmalar bulunmaktadır (Lin vd., 2011; Alimohammadlou & Bonyani, 2017; Hoe vd., 2020; Tepeli & Özkoç, 2020).

Çalışmada kullanılan CRITIC ve EDAS yöntemleri referans alınarak gerçekleştirilen çalışmalar ile İslami finans kapsamında Katılım Endeksi çerçevesinde yapılan çalışmalardan bir kısmına aşağıda yer verilmiştir.





Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Yalçın & Ünlü (2018), VIKOR VE CRITIC yöntemleri üzerinden Türkiye'de 2011 yılında gerçekleşen 16 şirketin verilerini kullanarak finansal performans analizi yapmışlardır. Çalışmada yatırımcıların yatırım kararlarına CRITIC tabanlı VIKOR yöntemiyle elde edilen sonuçların rehberlik edebileceği değerlendirilmiş olup, ERİCOM ve LOKMAN şirketlerinin en iyi performansı ürettiği belirtilmiştir.

Akbulut (2019), CRITIC ve EDAS yöntemlerini kullanarak 2009-2018 dönem verileri üzerinden İş Bankası'nın finansal performans analizini gerçekleştirmiştir. Çalışmada en önemli kriterin mevduatın krediye dönüş oranı olarak tespit edildiği ve bankanın en iyi performans değerini 2009 yılında yakaladığı, en düşük performans değerini ise 2018 yılında gerçekleştirdiği değerlendirilmiştir.

Kıracı & Bakır (2019), CRITIC ve EDAS yöntemlerini kullanarak 2005-2012 dönem verileri üzerinden 13 havayolu şirketinin finansal performansını inceledikleri çalışmalarında, havayolu şirketlerinin 2008 finansal krizinden etkilendiğini ve etkinin en yoğun hissedildiği yılın 2010 yılı olduğunu tespit etmişlerdir.

Orhan & Işiker (2019), Borsa İstanbul'da işlem gören ve İslam hukuku açısından cevaz verilen şirketlerin ne derecede İslami hükümlere uygunluk taşıdığını ortaya koyabilmek amacıyla, 20 şirketin 2017-2019 dönem verilerini kullandıkları çalışmalarında, Ziraat Katılım Endeks kriterlerini referans alarak bir sıralama metodolojisi geliştirmişlerdir. Çalışmanın motivasyonunun İslami duyarlık ile etik kaygısı taşıyan yatırımcıların yatırım kararlarının basitleştirilmesine katkı sağlamak olarak belirtildiği çalışmada, BIMAS ve PETUN gibi şirketlerin ilgili kriter uyumu açısından başarılı olarak tespit edildiği değerlendirilmiştir.

Yalçın & Karakaş (2019), bir enerji şirketinin 2010-2018 dönem verileri üzerinden CRITIC ve EDAS yöntemleri aracılığıyla kurumsal sürdürülebilirlik performans analizi gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada, CRITIC tabanlı EDAS yönteminin performans değerlemesinde kullanılabilecek uygun bir hibrit yöntem olduğu değerlendirilmiştir.

Yıldız (2020), BİST endekslerinden BIST-100, BIST-30, Endüstri, Finans, Hizmet ve Bankacılık endeksleriyle Katılım-30 ve Katılım-50 endekslerinin performansını, ilgili endekslere ait 2015-2017 dönemlerine ait veriler üzerinden TOPSIS yöntemiyle sıralamıştır. Çalışmada elde edilen ampirik sonuçların katılım endeksleri için risk faktörünün geleneksel emsallerine göre daha düşük olduğunu teyit ettiği belirtilmiştir. Güçlü'nün (2019) çalışmasında da benzer şekilde sistematik risk düşük seviyede tespit edilmiştir. Çalışmada, hem inanç hassasiyetiyle yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar açısından hem de düşük risk toleransına sahip yatırımcılar açısından Katılım endekslerinin cezbedici olabileceği değerlendirilmiş olup, getiri açısından endeksler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilemediği değerlendirilmiştir. Çalışmada ayrıca Katılım endeksleri bağlamında tespit edilen üç önemli probleme işaret edilmiştir. Bu problemlerden ilki, Katılım endekslerine yönelik tanıtım faaliyetlerinin yetersizliğinin ilgili endeksler hususunda yatırımcılarda farkındalık oluşturmadığı ve bu yüzden de yatırımcı ilgisinin ilgili ürünlere çekilemediğidir. Katılım endeks metodolojisi kapsamında yer alan temel kriterlerden uygun olmayan varlıklar oranı (<%30), uygun olmayan borçların oranı (<%30) ve toplam gelirler içerisinde uygun olmayan gelir oranının (<%5) İslami duyarlık taşıyan yatırımcılar açısından şüpheli olarak değerlendirilmesi problemi, ikinci problemdir.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Üçüncü problem ise endeks kapsamına alınma veya çıkarılma kriterlerine ilişkin standart eksikliğidir. Araştırmacının dikkat çektiği bu eksikliklerden özellikle üçüncü problem, Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) ve BİST Endeks Geliştirme Direktörlüğü iş birliğiyle standardize edilmiştir. Türkiye’de yatırımcıların finansal ürün ve hizmetlere yönelik finansal bilgi düzeyi %30’lar seviyesinde bulunmaktadır (FODER, 2021). Dolayısıyla okuryazarlık bilinç düzeyinin geliştirilmesine yönelik eğitim ve tanıtımlar halen arzu edilen seviyeleri yakalayabilmiş değildir. Mevcut finansal ekosistem içerisinde bütünüyle faizden arındırılmış bir sermaye piyasası mevcudiyeti söz konusu olmadığından toplam gelirler içerisinde uygun olmayan gelir oranının peyderpey %5’ten %0 seviyelerine doğru gerilemesi ve uygun olmayan varlık borç oranının da zamanla %0’lar düzeyine gerileyebileceği (Raghibi & Lahsen, 2020) düşünülmektedir. Ayrıca % olarak belirlenen bu sınırların İslam’ın ana kaynaklarında doğrudan bir dayanağının olmadığına da literatürde yer alan çalışmalarda değinilmektedir (Ergene & Ülev, 2022).

Bayram (2021), CIRITC ve EDAS yöntemlerini kullanarak Türkiye'deki katılım bankalarının finansal performansını 2010-2019 dönem verileri üzerinden değerlendirmiştir. Çalışmada, kamu tarafından fonlanan katılım bankalarının sisteme girmesinin özel sektör kökenli katılım bankalarını etkilediği değerlendirilmiş olup, en iyi performansı üreten özel sektör katılım bankasının Al Baraka Türk olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Moitra vd. (2021), CRITIC ve EDAS yöntemlerini kullanarak alan, enerji ve malzeme yoğunluğu gibi kriterler üzerinden Batarya Enerji Depolama Sistemlerinin performans sıralamasını gerçekleştirdikleri çalışmalarında büyük veri analitiği tabanlı hibrit karar destek sistemini önermişlerdir.

Yazgan (2022), CRITIC tabanlı EDAS yöntemiyle büyükşehirlerin 2021 yılı ihracat performansını karşılaştırdığı çalışmasında, ihracat performansı en yüksek illeri sırasıyla İstanbul, Kocaeli ve İzmir olarak tespit ederken, en düşük performansın Ordu, Van ve Erzurum tarafından gerçekleştirildiği sonucunu elde etmiştir.

Encenzo vd. (2023) çalışmalarında Filipinler’de bulunan 244 yükseköğretim kurumunun performansını CRITIC tabanlı EDAS yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmada ulaşılan sonuçlar ile en iyi 300 Filipin yükseköğretim kurumu sonuçları arasında güçlü korelasyon ilişkisi bulunduğu tespiti yapılmıştır.

Menekse vd. (2023), otomotiv endüstrisinde katmanlı imalat alternatiflerini değerlendirmek üzere CRITIC tabanlı EDAS yöntemini kullanmışlardır. Çalışmada Pisagor bulanık kümelerine dayalı bir hibrit model önerilmiştir. Önerilen modelde, çalışma ile elde edilen sonuçların rasyonel olduğu belirtilmiştir.

Yurttadur & Taşçı (2023), 2021 yılı itibarıyla Türkiye'de uygulamaya konu edilen Kur Korumalı Mevduat sisteminin katılım bankaları üzerindeki etkilerini CRITIC-WASPAS yöntemiyle analiz ettikleri çalışmalarında, Mayıs 2021 Katılım Bankaları için en düşük performansın üretildiği dönem iken, Eylül 2022 en iyi performansın elde edildiği dönem olarak tespit edilmiştir.

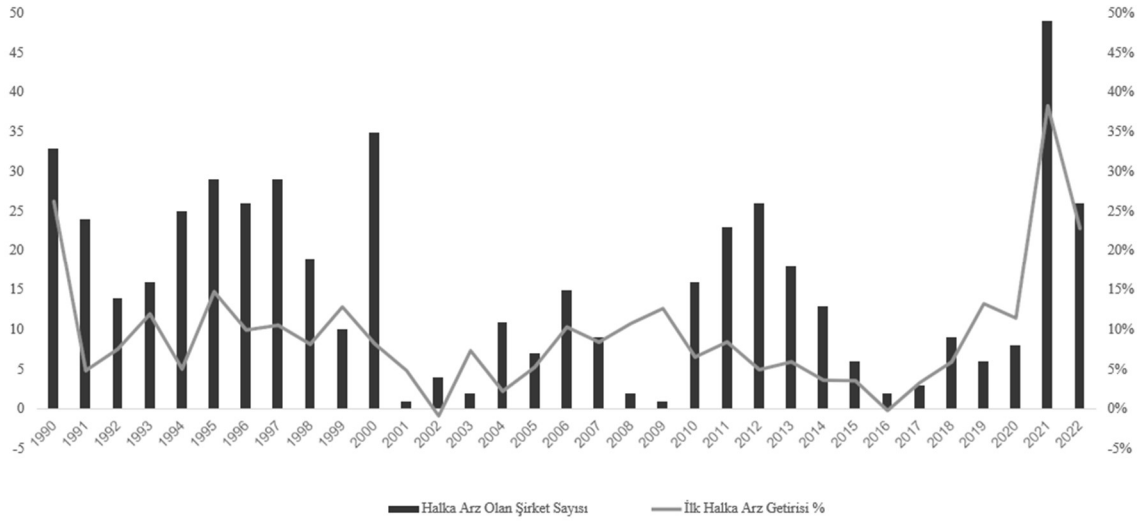
### 3. BİST Halka Arz Göstergeleri

Yıllar bazında ilk halka arzı gerçekleştiren şirket sayısı açısından borsada, 1990 yılında 35 adet, 2000 yılında 36 adet, 2012 yılında 47 adet, 2021 yılında 52 adet ve 2022 yılında ise 40 adet şirket halka açık statüde işlem görmeye başlamıştır (Foreks, 2022). 2000 yılında halka açık şirketlerin piyasa değeri 69,5 milyar dolar, ortalama halka açıklık oranı %23,9 seviyelerinde ve işlem gören toplam şirket sayısı 315'tir. 2000 yılından 2022 yılına gelindiğinde 2022 yılında borsada işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri 6 trilyon 207 milyar TL (331,9 milyar dolar) olarak gerçekleşirken işlem gören şirket sayısı toplamı 483'tür. 2022 yılında ortalama halka açıklık oranı %41,8 seviyelerinde gerçekleşmiştir (TSPB, 2023).

2000 yılında borsada hisse senetleri piyasasında işlem yapan yatırımcı sayısı toplamda 1,1 milyon civarında iken 2022 sonu itibariyle bu sayı 2,6 milyon kişiye ulaşmıştır. Yatırımcı sayısı yıllar bazında dalgalı bir trend izlemiştir (TSPB, 2023).

1990-2022 yılları arasında BİST'te ilk halka arzı gerçekleştiren şirket sayısı ve ilgili yıllar bazında şirketlerin ağırlıklı ortalama ilk getirileri Şekil 1'de yer almaktadır.

**Şekil 1: 1990-2022 Dönem Aralığı Halka Arz Edilen Şirket Sayısı ve İlk Halka Arz Getiri Oranı**



**Kaynak:** Tanyeri vd., 2021.

Şekil 1'de yer alan veriler çerçevesinde 1990-2000 yılları arası halka arz edilen şirket sayısında dalgalı bir trend yaşandığı, ilk halka arz getirilerinin %5-15 aralığında gerçekleştiği söylenebilir. 2000 yılı kriziyle birlikte halka arzı gerçekleştiren şirket sayısının minimum düzeye indiği, 2002 yılında ilk halka arz getirilerinin negatif düzeyleri test ettiği görülmektedir. 2008 krizinin etkisiyle birlikte 2008 ve 2009 yıllarında halka arz edilen şirket sayısında düşüş yaşanmış olup, ilk halka arz getirileri %10'lu seviyelerde gerçekleşmiştir. 2010-2016 yılları arasında halka açılan şirket sayısı dalgalı bir trend izlemiş, ilk halka arz getirileri %10 seviyesinin altında gerçekleşmiştir. 2002 yılından sonra ilk halka arz getirilerinde minimum getiri 2016 yılında görülmüştür. 2016 yılı sonrası ilk halka arz getirileri %10'lu seviyelerin üzerine çıkmış olup, Covid19 pandemisinin etkisini hissettirmeye başladığı 2019 ve 2020 yıllarında bir miktar azalış

kaydetmiş, akabinde 2021 yılında %35'li seviyeleri test etmiş ve 2022 yılında %23'ler düzeyine gerilemiştir.

Türkiye'de sermaye piyasaları bağlamında Borsa İstanbul'un ilk halka arz ortalama getirilerinin dünyanın farklı ülke borsaları karşısındaki durumu aşağıda Tablo 1'de yer almaktadır.

**Tablo 1: Mukayeseli İlk Halka Arz Getirileri\***

Ülke	Şirket Sayısı	Analiz Periyodu	Ortalama İlk Halka Arz Getiri Oranı	Ülke	Şirket Sayısı	Analiz Periyodu	Ortalama İlk Halka Arz Getiri Oranı
Katar	17	2003-2021	257,2%	Güney Kıbrıs	73	1997-2012	20,3%
BAE	35	2003-2021	186,4%	ABD	13.757	1960-2022	17,5%
Saudi Arabistan	126	2003-2021	179,2%	Filipinler	173	1987-2018	17,3%
Çin	4.893	1990-2022	162,2%	Güney Afrika	342	1980-2018	17,2%
Ürdün	53	1999-2008	149,0%	İngiltere	5.309	1959-2020	15,7%
Hindistan	3.202	1990-2020	84,0%	Yeni Zelanda	277	1979-2022	15,5%
Endonezya	697	1990-2020	56,0%	Mauritius	40	1989-2005	15,2%
Güney Kore	2.312	1980-2022	52,0%	Finlandiya	244	1971-2021	14,5%
Yunanistan	373	1976-2013	50,8%	İsrail	348	1990-2006	13,8%
Malezya	571	1980-2019	50,3%	İtalya	413	1985-2018	13,1%
Japonya	4.065	1970-2022	49,0%	<b>Türkiye</b>	<b>529</b>	<b>1990-2022</b>	<b>13,0%</b>
Hong Kong	2.301	1980-2021	40,5%	Nijerya	125	1989-2017	12,8%
Tayland	785	1987-2021	39,8%	Polonya	359	1991-2022	12,4%
Tayvan	1.974	1980-2021	37,6%	Hollanda	245	1983-2021	12,0%
Bulgaristan	9	2004-2007	36,5%	Portekiz	33	1992-2017	11,5%
Moroko	33	2000-2011	33,3%	Belçika	154	1984-2017	11,0%
Vietnam	167	2005-2017	33,3%	Norveç	368	1984-2021	10,3%
Brezilya	310	1979-2019	29,6%	Meksika	149	1987-2017	9,9%
Sri Lanka	134	1987-2018	28,9%	İspanya	204	1986-2021	9,5%
İsveç	442	1980-2021	28,2%	Fransa	904	1983-2021	9,4%
Singapur	722	1973-2021	24,7%	Mısır	74	1990-2017	9,4%
İsviçre	173	1983-2021	24,6%	Danimarka	190	1984-2021	7,6%
İran	279	1991-2004	22,4%	Kanada	811	1971-2021	6,8%
Pakistan	80	2000-2013	22,1%	Şili	88	1982-2019	6,8%
Almanya	840	1978-2020	21,8%	Avusturya	106	1971-2018	6,2%
Tunus	38	2001-2014	21,7%	Arjantin	30	1991-2018	5,7%
İrlanda	38	1991-2013	21,6%	Rusya	64	1999-2013	3,3%
Avustralya	2.377	1976-2021	20,5%				

\* 1999 yılında, farklı ülke çalışmalarından elde edilen ve enflasyona göre düzeltilmiş halka arz ortalama getiri verileri olup, 2023 yılında güncellenmiştir. İlk halka arz ortalama getirileri, halka arz sonrası ilk iş günü olabildiği gibi gecikmeli veri elde edilen ülkeler açısından birkaç haftalık periyottaki getiriler de söz konusudur.

**Kaynak:** (Loughran vd., 1999/2023)



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscaoconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

Tablo 1'de yer alan verilerde görüleceği üzere, Türkiye'de 1990-2022 dönem verileri kapsamında 529 şirketin ortalama halka arz getiri oranı %13 olarak yer almaktadır. Katar ve BAE gibi ülkelerde getirilerin yüksek olmasının temelinde ise ilk halka arzlarla ilişkin günlük marjların (tavan/tabana) yüksek olması ve getiri aralıklarının birkaç haftalık periyodu kapsamıdır. 2022 yılında BİST'e kote olarak işlem gören çalışma kapsamındaki şirketlerin halka arz verileri, Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) verilerinden elde edilerek derlenmiş ve Tablo 2'de sunulmuştur.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).  
Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

**Tablo 2: Şirketlerin Halka Arz Verileri**

Şirket	Halka Arz Şekli	İskonto Oranı	Halka Arz Büyüklüğü	Talebi Karşılamanın Yatırımcı	Halka Arz Fiyatı	İlk Gün Getirisi
EYGYO	*	10,00%	24.750.000	883.639	14,23	9,97%
TERA	**	20,00%	16.500.000	353.837	10	10,00%
AHGAZ	**	15,43%	52.750.000	395.108	66	10,00%
BRKVY	**	24,50%	12.000.000	538.277	14,2	10,00%
PLTUR	*	15,30%	49.500.000	630.866	9,1	10,00%
OZSUB	*	20,00%	20.000.000	399.300	7,69	9,88%
SNICA	**	20,00%	40.000.000	166.700	20,03	10,00%
ALFAS	**	20,00%	6.000.000	348.146	58,5	10,00%
HKTM	**	20,00%	12.000.000	303.681	11	10,00%
AZTEK	**	20,00%	25.000.000	200.092	10,9	10,00%
BARMA	*	21,00%	10.500.000	277.158	36	10,00%
OBASE	*	20,80%	14.000.000	305.665	10,5	10,00%
KRPLS	**	25,00%	66.800.000	104.157	4,68	9,82%
KLRHO	**	12,50%	97.500.000	44.487	7,1	10,00%
RUBNS	**	20,00%	24.500.000	157.488	12,5	10,00%
KCAER	**	21,00%	56.100.000	45.576	27,5	-1,76%
MAKIM	**	22,61%	18.000.000	170.496	8,8	10,00%
PRDGS	*	22,00%	55.000.000	125.497	2,29	9,61%
EUREN	*	18,60%	33.780.000	73.755	16,25	9,97%
SEGYO	*	15,00%	203.388.821	151.717	1,1	10,00%
SUNTK	**	20,00%	28.080.000	33.178	26	-3,50%
YYLGD	**	20,00%	71.000.000	64.862	12,5	4,24%
IMASM	**	18,44%	14.000.000	124.993	15	10,00%
KMPUR	**	20,80%	33.000.000	36.988	29	-2,55%
BMSTL	*	29,20%	10.875.000	209.262	17,5	10,00%
SUWEN	**	20,00%	23.000.000	68.025	18,5	2,86%
CONSE	*	20,00%	115.500.000	173.974	4,5	-2,44%
LIDER	*	20,00%	20.400.000	294.466	18,65	9,99%
SMRTG	**	20,00%	31.840.000	97.428	14	10,00%
ENSRI	*	20,50%	8.500.000	258.045	14	10,00%
GRSEL	*	21,90%	22.000.000	256.544	8,25	9,94%
GZNMİ	**	21,40%	10.000.000	5.391	14	10,00%
KLSYN	**	42,00%	107.854.952	34.037	1,45	9,65%
HTTBT	***	34,98%	35.192.308	48.268	12,25	9,96%
INVES	*	20,97%	37.500.000	122.203	24	1,92%
DAPGM	*	27,20%	30.020.000	45.436	18,5	4,00%
HUNER	*	20,00%	130.000.000	243.100	1,82	9,90%
PNLSN	**	20,00%	21.000.000	42.122	10,2	10,00%
ONCSM	**	19,00%	5.950.000	36.044	17,5	10,00%
SDTTR	**	22,00%	12.250.000	838.560	32	9,09%
Ortalama		21,05%	40.150.777	217.714		8,01%

\*Borsa'da Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama, \*\*Borsa Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama, \*\*\*Borsa'da Satış- Fiyat aralığı ile Talep toplama



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Tablo 2’de yer alan halka arz verilerine göre 40 şirket bazında ortalama iskonto oranı %21,05, halka arz talebi karşılanan ortalama yatırımcı sayısı 217.714 ve ortalama ilk gün getirisi %8,01 olarak gerçekleşmiştir. SUNTK, KMPUR, CONSE ve KCAER şirketleri ilk gün negatif getiri ortaya koyan şirketlerdir. 31 şirketin ilk gün getirisi %9,00-%10,00 arasında iken 4 şirketin getirisi ise %5’in altında gerçekleşmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemlerine göre hisse değeri üzerinden en yüksek oranda halka arz iskontosu %42 ile KLSYN şirketi tarafından yapılırken en düşük iskonto yapan şirket %10 oranıyla EYGYO şirkettir. 24 şirketin (%60) halka arzı borsa dışında gerçekleşirken, borsada ilk halkı gerçekleştiren şirket sayısı 16’dır (%40). Halka arz nominal büyüklüğü açısından ilk sırada yer alan şirket SEGYO iken son sırada yer alan şirket ONCSM şirkettir. EYGYO şirketi 883.639 yatırımcı sayısı ile ilk sırada yer alırken GZNMİ şirketi 5.391 yatırımcı ile son sırada yer almaktadır. Halka arz fiyatı nominal büyüklüğünde ilk sırayı 66 TL birim fiyatlı AHGAZ şirketi alırken son sırada 1,1 TL birim fiyatlı SEGYO şirketi yer almaktadır.

#### 4. Veri ve Yöntem

Bu bölümde çalışmada kullanılan veriler yer almakta olup, ÇKKV yöntemlerinden CRITIC ve EDAS yöntemleri açıklanmaktadır.

##### 4.1. Çalışma Verileri

Literatürde yer alan çalışmalardan hareketle borsa performans oranları (Ologunde vd., 2006; Jaya & Sunder 2012; Uyar & Kılıç, 2012; Gibson, 2013; Mirza & Javad, 2013; Sultan, 2014; Almumani, 2018; Pavone, 2019) ve finansal performans tespitinde yaygın olarak kullanılan oranlar analize dahil edilmiştir (Okka, 2009; Akgüç, 2010; Birgili & Düzer, 2010; Büyüksalvarcı, 2010; Demir & Tuncay, 2012; Ayrıçay & Türk, 2014; Çelik & Arslanlı, 2020; Harinurdin, 2023; Fintables, 2023).

**Tablo 3: Çalışmada Kullanılan Finansal Performans Kriter Bilgileri**

Kriter Grubu	Kriter	Açıklama	Kriter Kodu	Hedeflenen Durum
Likidite	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	L1	Maksimum
	Likidite Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	L2	Maksimum
	Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	L3	Maksimum
Mali Yapı	Finansal Borç Oranı	(K.V. Finansal Borçlar + U.V. Finansal Borçlar) / Toplam Varlıklar	M1	Minimum
	Kaldıraç Oranı	Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	M2	Minimum
Faaliyet	Aktif Devir Hızı	Yıllıklandırılmış Satışlar / Ortalama Varlıklar	F1	Maksimum
	Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti/ Ortalama Stoklar	F2	Maksimum
Kârlılık	Aktif Kârlılık	Yıllıklandırılmış Net Kâr / Ortalama Varlıklar	K1	Maksimum
	Brüt Kâr Marjı	Brüt Kâr / Toplam Satışlar	K2	Maksimum
	Favök Marjı	Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr	K3	Maksimum
	Net Kâr Marjı	Net Dönem Kârı / Toplam Satışlar	K4	Maksimum
	Özkaynak Kârlılığı	Yıllıklandırılmış Net Kâr / Ortalama Özsermaye	K5	Maksimum
	Roic	Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı / Yatırılan Sermaye	K6	Maksimum

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP/www.kap.org.tr) veri tabanı kullanılarak 2022 yılında halka arzı gerçekleşen şirketlerin 2022 yılı bağımsız denetimden geçen finansal tablo verileri hesaplanmıştır. Hesaplanan verilerinin bulunduğu karar matrisi Tablo 4'te yer almaktadır.





Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

**Tablo 4: Karar Matrisi**

	L1	L2	L3	M1	M2	F1	F2	K1	K2	K3	K4	K5	K6
EVGYO	1,180	0,500	0,210	20,120	76,940	0,050	0,050	2,870	46,260	-5,130	61,000	14,920	8,630
TERA	1,350	1,350	0,490	22,640	72,070	1,920	0,000	9,320	7,750	1,220	4,850	33,250	6,950
AHGAZ	1,120	1,110	0,640	3,090	42,210	1,160	235,270	2,990	6,520	6,780	2,580	7,220	17,240
BRKVY	0,000	0,000	0,000	0,000	37,360	0,750	0,000	26,070	0,000	0,000	34,570	32,030	43,820
PLTUR	2,010	1,990	0,420	20,730	40,400	0,810	163,160	20,150	34,270	31,880	24,990	37,710	168,160
OZSUB	1,590	1,560	0,220	11,470	62,780	1,300	3,450	13,160	30,670	23,290	10,110	43,480	99,780
SNICA	1,970	1,520	0,630	28,350	51,510	0,840	2,200	3,910	32,980	27,290	4,640	8,890	61,120
ALFAS	1,670	1,200	0,840	0,860	51,450	1,910	5,950	45,020	21,030	20,460	23,620	101,870	1520,160
HKTM	1,410	0,850	0,290	18,420	54,820	0,770	2,000	3,720	32,210	8,960	4,810	8,650	20,200
AZTEK	2,090	1,510	0,380	22,940	45,870	2,740	8,420	29,870	17,650	15,010	10,880	60,320	95,560
BARMA	2,350	1,850	0,680	30,710	39,070	1,460	6,060	25,770	28,530	24,670	17,610	45,060	56,270
OBASE	2,130	2,130	1,230	8,300	37,420	0,710	538,930	15,770	20,000	10,780	22,280	27,140	112,150
KRPLS	2,270	1,630	0,030	14,930	37,930	1,320	3,960	17,770	33,800	21,100	13,480	33,910	62,650
KLRHO	2,030	1,230	0,660	3,110	31,460	0,250	0,700	31,900	40,330	32,640	127,020	70,160	32,070
RUBNS	1,780	1,190	0,000	6,120	34,740	0,670	2,730	15,280	23,470	24,650	22,810	23,820	25,350
KCAER	1,190	0,760	0,270	27,530	54,980	1,750	6,690	13,960	22,960	16,770	7,980	35,740	77,000
MAKIM	3,980	2,910	0,590	1,900	19,740	1,380	4,400	55,790	42,090	33,320	40,540	69,410	88,590
PRDGS	0,110	0,110	0,090	0,000	1,190	0,440	0,000	40,570	100,000	96,610	92,850	40,900	-5484,540
EUREN	2,480	1,870	0,720	13,460	34,060	1,230	5,780	22,170	21,880	17,540	18,060	36,110	25,430
SEGYO	2,310	2,310	2,030	18,400	18,870	0,050	145,070	56,870	81,100	49,930	1204,020	81,140	2099,130
SUNTK	1,960	1,300	0,690	17,220	41,520	1,760	6,270	27,560	21,210	14,030	15,680	60,620	120,940
YYLGD	1,650	0,780	0,520	53,390	59,010	2,500	5,050	21,190	13,570	11,240	8,490	57,520	95,420
IMASM	1,930	1,130	0,260	5,270	29,780	0,600	2,540	20,680	38,990	19,600	34,470	31,260	20,010
KMPUR	1,460	1,240	0,520	43,640	68,820	1,440	8,400	17,600	15,720	12,270	12,220	60,180	156,000
BMSTL	1,500	0,910	0,360	31,280	42,650	1,350	5,000	14,910	21,670	13,770	11,080	31,150	38,460
SUWEN	1,600	0,610	0,400	26,420	53,970	1,920	1,770	34,520	61,290	32,230	18,000	87,100	262,950
CONSE	0,700	0,400	0,100	41,760	54,660	0,350	3,500	2,960	27,270	31,140	8,390	7,150	9,500
LIDER	1,180	0,870	0,830	37,980	48,940	0,520	1,700	36,660	70,330	65,970	70,340	85,110	72,850
SMRTG	1,340	1,070	0,170	14,250	69,890	1,290	6,440	14,530	16,640	13,450	11,280	50,780	66,030
ENSRI	1,300	0,510	0,160	27,470	46,890	0,510	0,970	15,630	47,760	39,210	30,420	34,660	175,180
GRSEL	1,170	1,170	0,400	10,250	40,700	1,020	417,050	13,470	16,900	17,180	13,200	24,020	24,800
GZNMİ	2,750	2,750	1,570	0,550	35,730	1,010	0,000	73,800	15,460	9,820	73,160	130,980	14,460
KLSYN	0,840	0,440	0,160	10,600	44,130	0,460	2,210	8,860	56,310	31,640	19,120	17,490	37,370
HTTBT	4,440	4,440	3,090	4,190	14,670	0,450	0,000	8,430	54,320	42,240	18,820	10,320	35,560
INVES	38,070	38,070	35,390	0,000	5,350	0,870	0,000	82,650	100,000	99,130	94,940	86,780	873,520
DAPGM	1,120	1,060	0,060	13,910	66,920	0,880	20,650	33,700	54,420	48,040	38,470	106,190	909,220
HUNER	0,360	0,340	0,170	33,300	53,270	0,130	56,470	4,880	30,540	56,180	37,120	11,600	9,800
PNLSN	1,710	1,350	0,650	4,500	48,620	1,330	6,490	19,720	16,890	14,240	14,820	45,150	62,070
ONCSM	2,000	1,150	0,200	8,410	37,890	0,950	1,920	17,170	43,620	31,360	18,140	27,900	33,230
SDTTR	3,270	2,510	1,710	0,810	34,750	1,000	1,880	40,110	51,250	40,090	40,190	64,980	124,480

## 4.2. Çalışma Yöntemi

### 4.2.1. CRITIC Yöntemi

ÇKKV problemlerinde karar verme sürecinin temel bileşenlerinden birisi olarak kriter ağırlıklandırmanın objektif yöntemler kullanılarak gerçekleştirilmesi, tüm karar sürecinin kritik bir aşaması olarak görülmektedir. Özellikle kriterler arasındaki ilişkilerin de ağırlıklandırmada dikkate alınması birbiri ile yüksek derecede ilişki gösteren kriterlerin paradokslarını da ortaya koyması bakımından önemlidir. Neticede objektif olarak geliştirdiği düşünülen bir tekniğin kullanılmasının kriterlerde daha iyi bir uzlaşma sağlaması beklenmektedir (Diakoulaki vd., 1995).

Kriterler Arasındaki Korelasyona Göre Kriter Öneminin Belirlenmesi (CRITIC) yöntemi, literatüre ilaç firmasının performansının değerlendirilmesi bağlamında Diakoulaki vd. (1995)

tarafından kazandırılan objektif bir kriter ağırlıklandırma tekniği olup, yöntemle göre ağırlıklandırmada, kriterler arasındaki korelasyon katsayıları ve standart sapmaları dikkate alınmaktadır. CRITIC yöntemi, şirketlerin performans ölçümünde finansal göstergeleri ağırlıklandırmada sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir (Yalçın & Ünlü, 2018; Akbulut, 2019; Bulgurcu, 2019; Kiracı & Bakır, 2019; Bayram, 2021). Yöntemin aşamaları aşağıda yer almaktadır (Bayram, 2021; Ayan & Abacıoğlu, 2022).

**Aşama 1:** Kriter (m) ve alternatifleri (n) içeren karar matrisi (X) oluşturulur.

$$X = \begin{bmatrix} X_{i1} & \cdots & X_{ij} & \cdots & X_{in} \\ \vdots & \ddots & \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{m1} & \cdots & X_{mj} & \cdots & X_{mn} \end{bmatrix}_{m \times n} \quad (1)$$

**Aşama 2:** Karar matrisi, kriterlerin durumu dikkate alınarak fayda veya maliyet yönlü olarak normalleştirilir.

$$X_{ij} = \frac{r_{ij} - r_i^{\text{minimum}}}{r_i^{\text{maksimum}} - r_i^{\text{minimum}}} \text{ Fayda yönlü normalizasyon} \quad (2)$$

$$X_{ij} = \frac{r_i^{\text{maksimum}} - r_{ij}}{r_i^{\text{maksimum}} - r_i^{\text{minimum}}} \text{ Maliyet yönlü normalizasyon} \quad (3)$$

**Aşama 3:** Performans kriterleri arasındaki ilişki derecesi ( $p_{jk}$ ) hesaplanır.

$$p_{jk} = \frac{(\sum_{i=1}^m (x_{ij} - x_j^-)(x_{ik} - x_k^-))}{\sqrt{\sum_{i=1}^m (x_{ij} - x_j^-)^2 \sum_{i=1}^m (x_{ik} - x_k^-)^2}} \quad (4)$$

$$x_j^- = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n X_{ij} \quad i=1, \dots, m \quad (5)$$

**Aşama 4:** Kriter yönü kapsamında hesaplanan normalize karar matrisindeki kriterlerin standart sapmaları ( $\sigma_j$ ) hesaplanır.

$$\sigma_j = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{j=1}^n (x_{ij} - x_j^-)^2} \quad (6)$$

**Aşama 5:** Kriterler arasındaki ilişkiyle alternatifler arasındaki yoğunluğu ortaya koyan C katsayısı hesaplanır.

$$C_j = \sigma_j \sum_{k=1}^n (1 - p_{jk}) \quad (7)$$

**Aşama 6:** Her bir kriterin önem derecesini temsil eden objektif ağırlık değeri ( $w_j$ ) bulunur.

$$w_j = \frac{C_j}{\sum_{j=1}^n C_j} \quad (8)$$

#### 4.2.2. EDAS Yöntemi

Ortalama Çözümünden Uzaklığa Dayalı Değerlendirme (EDAS) yöntemi, Ghorabae vd. (2017) tarafından geliştirilmiş olup, alternatif özelliklerinin paradoksal ilişki taşıdığı durumlarda pratik çözüm üreten ve her bir alternatifin optimal değere olan uzaklığını hesaplayarak en iyi alternatifin tespitini sağlayan ÇKKV yöntemidir (Alinezhad & Khalili, 2019). Havayolu hizmet kalitesinin, hava trafik problemlerinin ve nitelikli personel seçiminde başarıyla uygulanan EDAS

yöntemi (Kikomba vd., 2016; Ghorabae vd., 2017; Stanujkic vd. 2018) şirketlerin finansal performanslarının değerlendirilmesinde de sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır (Çakalı, 2022). Yöntemin aşamaları aşağıda yer almaktadır (Alinezhad & Khalili, 2019).

**Aşama 1:** Karar Kriter (m) ve alternatifleri (n) içeren karar matrisi (X) oluşturulur.

$$X = \begin{bmatrix} r_{i1} & \cdots & r_{ij} & \cdots & r_{in} \\ \vdots & \ddots & \vdots & \ddots & \vdots \\ r_{m1} & \cdots & r_{mj} & \cdots & r_{mn} \end{bmatrix}_{m \times n} \quad (9)$$

**Aşama 2:** Ortalama çözüm değerleri ( $AV_j$ ) hesaplanır.

$$AV_j = \frac{\sum_{i=1}^m r_{ij}}{m} \quad (10)$$

**Aşama 3:** Kriter yönü dikkate alınarak ortalamadan Pozitif ( $PDA_{ij}$ ) ve Negatif ( $NDA_{ij}$ ) uzaklık değerleri bulunur.

$$PDA_{ij} = b \frac{\max([0, (r_{ij} - AV_j)])}{AV_j} \quad \text{Fayda yönlü} \quad (11)$$

$$PDA_{ij} = b \frac{\max([0, (AV_j - r_{ij})])}{AV_j} \quad \text{Maliyet yönlü} \quad (12)$$

$$NDA_{ij} = b \frac{\max([0, (AV_j - r_{ij})])}{AV_j} \quad \text{Fayda yönlü} \quad (13)$$

$$NDA_{ij} = b \frac{\max([0, (r_{ij} - AV_j)])}{AV_j} \quad \text{Maliyet yönlü} \quad (14)$$

**Aşama 4:** Her bir alternatif için Pozitif ( $SP_i$ ) ve Negatif ( $SN_i$ ) değerlerin toplamı hesaplanır.

$$SP_i = \sum_{j=1}^m PDA_{ij} \times w_j \quad (15)$$

$$SN_i = \sum_{j=1}^m NDA_{ij} \times w_j \quad (16)$$

**Aşama 5:** Ağırlıklı Pozitif (PDA) ve Negatif (NDA) değerler normalleştirilir.

$$NSP_i = \frac{SP_i}{\max_i (SP_i)} \quad (17)$$

$$NSN_i = \frac{SN_i}{\max_i (SN_i)} \quad (18)$$

**Aşama 6:** Her bir alternatif için değerlendirme puanı hesaplanır.

$$(AS_i = \frac{1}{2} (NSP_i + NSN_i)) \quad (19)$$

## 5. Çalışma Bulguları

İlgili döneme ait kriter ağırlıklarını hesaplamak için CRITIC yönteminin aşamaları takip edilmiş ve elde edilen kriter ağırlık derecelerine Tablo 5'te yer verilmiştir.

**Tablo 5: Kriter Ağırlık Değerleri**

	L1	L2	L3	M1	M2	F1	F2	K1	K2	K3	K4	K5	K6
$C_j$	1,141	1,150	1,171	2,632	1,951	3,147	2,621	1,702	2,057	1,878	1,585	2,220	1,523
$W_j$	0,046	0,046	0,047	0,106	0,079	0,127	0,106	0,069	0,083	0,076	0,064	0,090	0,061

Tablo 5'te yer alan kriter ağırlık değerleri incelendiği zaman 2022 yılında halka arzı gerçekleştiren şirketlerin performanslarını göreceli olarak en fazla etkileyen üç kriterin sırasıyla aktif devir hızı(F1), finansal borç oranı(M1) ve stok devir hızı(F2) olduğu tespit edilmiştir. Likidite grubu oranlarının ise en düşük kriter ağırlık değerlerine sahip olduğu görülmektedir. İlgili döneme ait veriler kullanılarak EDAS yönteminin aşamaları takip edilmiş ve elde edilen finansal performans sıralama değerlerine Tablo 6'da yer verilmiştir.

**Tablo 6: 2022 Yılında Borsa İstanbul'da Halka Arz Edilen Şirketlerin Performans Sıralaması**

Alternatif	$SP_i$	$SN_i$	$NSP_i$	$NSN_i$	$AS_i$	Sıra
EYGYO	0,028	0,615	0,007	0,902	0,455	38
TERA	0,106	0,535	0,025	0,915	0,470	34
AHGZ	0,588	0,441	0,141	0,930	0,536	9
BRKVY	0,123	0,508	0,030	0,919	0,475	32
PLTUR	0,442	0,173	0,106	0,973	0,539	7
OZSUB	0,109	0,281	0,026	0,955	0,491	19
SNICA	0,005	0,450	0,001	0,929	0,465	36
ALFAS	1,954	0,240	0,469	0,962	0,716	3
HKTM	0,000	0,523	0,000	0,917	0,459	37
AZTEK	0,292	0,314	0,070	0,950	0,510	14
BARMA	0,063	0,292	0,015	0,954	0,484	24
OBASE	1,372	0,241	0,330	0,962	0,646	4
KRPLS	0,059	0,273	0,014	0,957	0,485	22
KLRHO	0,278	0,285	0,067	0,955	0,511	13
RUBNS	0,083	0,406	0,020	0,936	0,478	30
KCAER	0,107	0,418	0,026	0,934	0,480	29
MAKIM	0,417	0,183	0,100	0,971	0,536	10
PRDGS	0,609	6,306	0,146	0,000	0,073	40
EUREN	0,059	0,288	0,014	0,954	0,484	25
SEGYO	4,114	0,139	0,988	0,978	0,983	1
SUNTK	0,198	0,268	0,048	0,957	0,502	17
YYLGD	0,240	0,568	0,058	0,910	0,484	26
IMASM	0,105	0,354	0,025	0,944	0,485	23
KMPUR	0,182	0,489	0,044	0,922	0,483	27
BMSTL	0,039	0,469	0,009	0,926	0,467	35
SUWEN	0,512	0,296	0,123	0,953	0,538	8
CONSE	0,010	0,722	0,002	0,886	0,444	39
LIDER	0,330	0,378	0,079	0,940	0,510	15
SMRTG	0,063	0,340	0,015	0,946	0,481	28
ENSRI	0,189	0,418	0,045	0,934	0,490	20
GRSEL	0,988	0,314	0,237	0,950	0,594	6
GZNMİ	0,457	0,255	0,110	0,960	0,535	11
KLSYN	0,098	0,445	0,024	0,929	0,476	31
HTTBT	0,347	0,413	0,083	0,935	0,509	16
INVES	4,163	1,187	1,000	0,812	0,906	2
DAPGM	1,182	0,192	0,284	0,970	0,627	5
HUNER	0,115	0,548	0,028	0,913	0,470	33
PNLSN	0,117	0,292	0,028	0,954	0,491	18
ONCSM	0,092	0,312	0,022	0,951	0,486	21
SDTTR	0,369	0,146	0,089	0,977	0,533	12



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscaoconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

Tablo 6, EDAS yönteminin metodolojisi kapsamında 2022 yılı için sıralamaya dayalı finansal performans sıralamalarını göstermektedir. Tablo verilerinden de görüleceği üzere en iyi performansa sahip ilk on içerisinde yer alan şirketler sırasıyla; SEGYO, INVES, ALFAS, OBASE, DAPGM, GRSEL, PLTUR, SUWEN, AHGAZ ve MAKIM'dir. En düşük performansa sahip olan ve son on sıra içerisinde yer alan şirketler ise en düşük performansı üreten şirket başta olmak üzere; PRDGS, CONSE, EYGYO, HKTM, SNICA, BMSTL, TERA, HUNER, BRKVY ve KLSYN'dir. Şirketlerin 2022 yıllık finansal verileri kullanılarak hesaplanan Satışlar/Fiyat oranı Tablo 7'de yer almaktadır.

**Tablo 7: Satışlar/Fiyat Oranı**

Alternatif	Yıllık Satışlar (TL)	Ödenmiş Sermaye (TL)	Hisse Başı Yıllık Net Satış	2022 Borsa Kapanış Fiyatı (TL)	Satışlar/Fiyat Oranı
EYGYO	75.157.762	82.500.000	0,910	17,210	5,3%
TERA	1.366.939.959	52.500.000	26,040	19,480	133,7%
AHGAZ	12.105.547.615	208.000.000	58,200	90,500	64,3%
BRKVY	432.032.000	56.000.000	7,710	35,460	21,8%
PLTUR	1.578.028.874	244.750.000	6,450	15,560	41,4%
OZSUB	834.918.134	60.000.000	13,920	17,700	78,6%
SNICA	1.325.110.542	135.000.000	9,820	30,660	32,0%
ALFAS	2.297.365.521	46.000.000	49,940	288,400	17,3%
HKTM	282.159.287	35.000.000	8,060	72,000	11,2%
AZTEK	2.552.562.044	100.000.000	25,530	29,120	87,7%
BARMA	1.469.595.897	262.500.000	5,600	23,160	24,2%
OBASE	172.083.254	45.500.000	3,780	23,900	15,8%
KRPLS	633.530.024	174.600.000	3,630	10,120	35,9%
KLRHO	2.272.399.000	650.000.000	3,500	27,240	12,8%
RUBNS	742.489.969	74.500.000	9,970	30,620	32,5%
KCAER	9.418.465.603	657.570.000	14,320	21,000	68,2%
MAKIM	291.551.864	56.000.000	5,210	24,460	21,3%
PRDGS	230.962.512	196.000.000	1,180	10,000	11,8%
EUREN	2.367.740.741	760.000.000	3,120	12,250	25,4%
SEGYO	106.873.233	813.555.283	0,130	3,030	4,3%
SUNTK	3.974.507.185	135.600.000	29,310	59,100	49,6%
YYLGD	11.703.562.712	472.600.000	24,760	38,540	64,3%
IMASM	617.166.592	37.000.000	16,680	38,400	43,4%
KMPUR	4.890.048.530	121.550.000	40,230	117,400	34,3%
BMSTL	1.112.868.185	36.525.000	30,470	37,840	80,5%
SUWEN	940.027.301	56.000.000	16,790	75,000	22,4%
CONSE	559.873.121	385.500.000	1,450	9,540	15,2%
LIDER	713.222.285	66.000.000	10,810	93,300	11,6%
SMRTG	2.199.508.538	306.000.000	7,190	87,250	8,2%
ENSRI	189.386.442	36.500.000	5,190	30,860	16,8%
GRSEL	1.704.888.168	102.000.000	16,710	17,290	96,7%
GZNMİ	516.586.057	65.000.000	7,950	17,120	46,4%
KLYSN	526.605.371	431.419.816	1,220	3,830	31,9%
HTTBT	311.102.695	127.500.000	2,440	27,820	8,8%
INVES	4.607.445.985	187.500.000	24,570	86,000	28,6%
DAPGM	4.341.132.623	200.000.000	21,710	72,250	30,0%
HUNER	459.535.535	580.000.000	0,790	11,810	6,7%
PNLSN	1.176.616.894	75.000.000	15,690	40,800	38,5%
ONCSM*	140.534.556	19.900.000	7,060	19,250	36,7%
SDTTR*	502.774.735	50.000.000	10,060	35,200	28,6%

\*Şirketlerin halka arzı 29.12.2022 tarihi olup 2023 yılında borsada işlem görmeye başlamışlardır. İlgili şirketlerin ilk işlem günü kapanış fiyatları referans alınmıştır.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Tablo 7'de görüleceği üzere satış gelirlerinin hisse senedi fiyatlarına göre değerlendirilmesi için kullanılan Satışlar/Fiyat oranının %5 ve üzeri olması durumunda ilgili şirket hisselerine yatırımın rasyonel bir karar olacağı literatürde yer alan çalışmalarda yer almaktadır (Awalacki & Archanna, 2021). Bu bağlamda 40 şirketin tamamının verisinin %5 ve üzerinde olduğu görülmektedir. Satışlar/Fiyat oranı açısından en iyi performansa sahip olan şirketin finansal piyasalarda aracılık hizmeti sunan TERA şirketi olduğu görülmektedir. Hisse başı yıllık net satış performansında ilk sırada AHGAZ, son sırada SEGYO yer almaktadır. Tablo 2 ve Tablo 7 verileri kapsamında, şirketlerin yıl sonu kapanış fiyatları dikkate alındığında, ilk halka arz fiyatına göre (ONCSM ve SDDTR hariç) eksi getiri ile yılı kapatan şirketler AZTEK, CONSE, EUREN ve KCAER şirketleridir. DAPGM şirketi, yıl sonu kapanış fiyatı kapsamında halka arz fiyatının 15,06 katı değer kazanarak yılı tamamlamıştır.

Şirketlerin borsa performans oranları Tablo 8'de yer almaktadır.

**Tablo 8: Borsa Performans Oranları**

Alternatif	Beta	Fiyat/Kazanç (F/K)	Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)	Piyasa Değeri/ Net Satış (PD/Net Satış)
EYGYO	0,610	15,900	4,210	25,360
TERA	0,720	19,780	4,270	0,960
AHGAZ	0,480	60,540	2,100	1,560
BRKVY	0,970	8,220	2,630	0,000
PLTUR	0,890	7,290	2,100	1,820
OZSUB	0,430	10,640	2,860	1,080
SNICA	0,850	54,980	3,200	2,550
ALFAS	0,690	28,550	16,190	6,740
HKTM	0,890	116,880	7,370	5,620
AZTEK	1,090	9,370	3,690	1,020
BARMA	0,840	15,320	4,760	2,700
OBASE	0,990	19,790	3,630	4,410
KRPLS	0,930	14,140	3,500	1,910
KLRHO	0,640	6,020	3,040	7,640
RUBNS	0,910	8,940	1,520	2,040
KCAER	0,910	13,850	3,180	1,100
MAKIM	0,720	10,870	5,630	4,410
PRDGS	1,000	5,810	1,790	5,400
EUREN	0,800	19,050	4,290	3,440
SEGYO	1,010	1,330	0,730	16,140
SUNTK	0,800	8,450	3,400	1,320
YYLGD	0,860	14,260	5,280	1,210
IMASM	0,130	50,350	10,930	17,360
KMPUR	1,020	18,300	7,690	2,240
BMSTL	0,650	13,820	2,830	1,530
SUWEN	0,750	21,100	10,820	3,800
CONSE	0,890	49,640	2,720	4,170
LIDER	0,250	13,590	7,660	9,560
SMRTG	1,090	88,690	28,080	10,000
ENSRI	0,940	15,740	3,800	4,790
GRSEL	0,890	7,190	1,070	0,950
GZNMI	0,750	2,460	1,710	1,800
KLSYN	0,810	13,970	1,950	2,670
HTTBT	0,850	65,380	4,410	12,300
INVES	0,320	7,630	5,480	9,260
DAPGM	0,910	5,180	3,600	1,990
HUNER	1,070	23,660	2,130	8,780
PNLSN	0,750	16,240	4,560	2,410
ONCSM	0,550	81,210	19,910	14,730
SDTTR	0,300	30,400	14,910	12,220





Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Tablo 8 verilerine göre volatilitesi yüksek şirketler (Beta>1) sırasıyla AZTEK, SMRTG, HUNER, KMPUR, SEGYO ve PRDGS'dir. AHGAZ, OZSUB, INVES, SDTTR, LIDER ve IMASM şirketlerinin volatilitesi düşüktür (Beta<0,5). Düşük F/K oranıyla işlem gören şirketlerin fiyatının ucuz olduğu varsayılmakla birlikte F/K oranı diğer değerlendirme oranlarıyla birlikte değerlendirildiğinde anlamlı bir gösterge niteliği taşıyabilir (Aksoy & Tanrıöven, 2014). Örneğin, en düşük F/K oranına sahip olan SEGYO şirketinin yıllık değer kazancı halka arz fiyatının 1,75 katıdır. En yüksek F/K oranına sahip olan HKTM şirketinin ise yıllık değer kazancı halka arz fiyatının 5,55 katıdır. Yüksek PD/DD oranıyla işlem gören şirketler pahalı olarak değerlendirilirken, düşük PD/DD değerine sahip şirketlere yatırım yapan yatırımcıların yüksek getiri elde edebileceği literatürde bulunan çalışmalarda yer almaktadır (Karan, 1996; Aydoğan & Güney, 1997; Ünal & Akbey, 2016). PD/DD en yüksek olan şirketlerden SMRTG'nin yıllık getirisi halka arz fiyatının 5,23 katı iken, ALFAS şirketinin yıllık getirisi halka arz fiyatının -0,5 katıdır. Benzer şekilde düşük PD/DD oranına sahip SEGYO 1,75 katı değer kazanırken, GRSEL 1,1 katı değer kazanmıştır. Bu bağlamda, PD/DD oranının da tıpkı F/K oranı gibi diğer verilerle bir arada değerlendirilmesinin doğru bir yaklaşım olacağı değerlendirilmektedir.

Şirketlerin Katılım Finans İlkelerine (KFI) uyum değerleri ve uyum durumları Tablo 9'da yer almaktadır.

**Tablo 9: Şirketlerin Kfİ Uyum Değerleri ve Durumları**

Şirket	Kfİ Oranı	Uyum Durumu	Açıklama
EYGYO	0,35	Uyumlu	
TERA	-	Uyum Dışı	Kapsam dışı alan
AHGAZ	1,33	Uyumlu	
BRKVY	-	Uyum Dışı	Kapsam dışı alan
PLTUR	0	Uyumlu	
OZSUB	1,47	Uyumlu	
SNICA	2,53	Uyumlu	
ALFAS	2,78	Uyumlu	
HKTM	2,07	Uyumlu	
AZTEK	1,09	Uyum Dışı	Kâr payı imtiyazı bulunmaktadır.
BARMA	0,71	Uyumlu	
OBASE	6,95	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
KRPLS	0,01	Uyumlu	
KLRHO	7,37	Uyum Dışı	Esas sözleşme içeriği
RUBNS	1,09	Uyumlu	
KCAER	2,82	Uyumlu	
MAKIM	0,35	Uyumlu	
PRDGS	0,14	Uyumlu	
EUREN	2,95	Uyum Dışı	Esas sözleşme içeriği
SEGYO	6,68	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
SUNTK	0,48	Uyumlu	
YYLGD	1,8	Uyumlu	
IMASM	1,19	Uyumlu	
KMPUR	3,26	Uyumlu	
BMSTL	2,4	Uyum Dışı	Esas sözleşme içeriği
SUWEN	1,55	Uyumlu	
CONSE	2,71	Uyumlu	
LIDER	20,64	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
SMRTG	0,36	Uyumlu	
ENSRI	5,82	Uyum Dışı	Esas sözleşme içeriği
GRSEL	0,7	Uyum Dışı	Esas sözleşme içeriği
GZNMI	97,96	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
KLSYN	5,92	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
HTTBT	7,88	Uyum Dışı	Eşik değer üzerinde
INVES	2,24	Uyumlu	
DAPGM	1,37	Uyumlu	
HUNER	0	Uyumlu	
PNLSN	1,82	Uyumlu	
ONCSM	0,63	Uyumlu	
SDTTR	5,01	Uyumlu	

**Kaynak:** (KAP Platformu-[www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr))



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Uyum değerleri açısından 2022 yılında halka arz olan şirketlerden 26 tanesi (%65) Kfİ uyum kriterlerine uygunluk değeri taşıırken, 14 şirket (%35) uyum dışıdır. Uyum dışı olan şirketlerden 2 tanesi Kfİ sektörel olarak faaliyet alanı dışında yer alırken, 6 şirket %5 eşik değer üzerinde, 6 şirket ise esas sözleşme kapsamında uyum dışında yer almaktadır.

Tablo 2 ve Tablo 3 verileri ile Tablo 9 verileri bir arada değerlendirildiğinde, %1,37 Kfİ oranına sahip DAPGM yıllık bazda getiri açısından ilk halka arz fiyatına göre 15,06 kat prim kazanmıştır. HKTM, HUNER, AHGAZ ve SMRTG gibi uyum değeri %5 eşik altında bulunan şirketlerin ilk halka arz fiyatına göre getirileri 5 kat seviyelerindedir.

Uyum dışı nitelik taşıyan şirketlerden LIDER ilk halka arz fiyatına göre 4 katı, KLRHO ise 2,84 kat değer kazanmıştır. Genel olarak bakıldığında Kfİ uyumlu şirketlerin getirileri uyum dışı şirketlere göre daha yüksek görünürken KCAER ve CONSE gibi şirketler açısından negatif getiri söz konusudur. Şirketlerin 2022 yılına ait borsa oranları, finansal performans sıralamaları ve Satış/Fiyat oranı arasındaki ilişkiler, sıralamaya dayalı bir korelasyon ölçüsü olan Spearman rho korelasyon katsayısı (Kornbrot, 2005) kullanılarak analiz edilmiş ve analiz sonuçlarına Tablo 10'da yer verilmiştir.

**Tablo 10: 2022 Yılında Borsa İstanbul'da Halka Arz Edilen Şirketlerin Verileri arasındaki İlişki Analizi**

	BETA	F/K	PD/DD	PD/Net Satış	Satış/Fiyat	EDAS	Kfİ
BETA	1	-0,134	-0,317	-0,204	-0,208	0,196	-0,092
F/K	-0,134	1	0,577	0,368	-0,179	0,3	-0,099
PD/DD	-0,317	0,577	1	0,437	-0,156	-0,088	-0,09
PD/Net Satış	-0,204	0,368	0,437	1	-0,754	-0,063	-0,081
Satış/Fiyat	-0,208	-0,179	-0,156	-0,754	1	-0,071	-0,021
EDAS	0,196	0,3	-0,088	-0,063	-0,071	1	-0,185
Kfİ	-0,092	-0,099	-0,09	-0,081	-0,021	-0,185	1

Tablo 10'da yer alan verilerden de görüleceği üzere şirketlerin BETA değerleriyle PD/DD oranları arasında 0,317 düzeyinde negatif yönde zayıf bir ilişki bulunmaktadır. F/K ile PD/DD arasında istatistiksel olarak anlamlı düzeyde orta derecede bir ilişki bulunmaktadır. PD/Net Satış oranıyla PD/DD arasında orta derecede bir ilişki bulunmaktadır. Satış/Fiyat oranı ile tek anlamlı düzeyde ilişki, negatif yönde 0,754 katsayı değeriyle PD/Net satış oranı arasında tespit edilmiştir.

## 6. Sonuç

Bu çalışmada, 2022 yılında halka arzı gerçekleşen 40 şirketin 2022 yılı performansının değerlendirilmesinde CRITIC tabanlı EDAS yöntemi kullanılmıştır. Halka arz edilen şirketlerin borsa performans göstergeleri (Beta değeri, Fiyat/Kazanç oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Piyasa Değeri/Net Satış oranları), Kfİ uyum değerleri ve Satışlar/Fiyat oranı değerleri ile finansal performans sıralama değerleri arasındaki ilişkiler Spearman korelasyon analizi ile incelenerek değerlendirilmiştir.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

Aktif devir hızı, finansal borç oranı ve stok devir hızı göstergelerinin finansal performans sıralama değerlerine etki eden önemli faktörler olduğu tespit edilmiştir. Likidite oranı, cari oran ve nakit orandan oluşan likidite grubu faktörlerinin ise etkisinin düşük kaldığı tespit edilmiştir.

CRITIC tabanlı EDAS yöntemi sıralama sonuçlarında başarılı performansa sahip olan ve ilk on sıralama içerisinde yer alan şirketlerin sırasıyla SEGYO, INVES, ALFAS, OBASE, DAPGM, GRSEL, PLTUR, SUWEN, AHGAZ ve MAKIM oldukları görülmektedir. En düşük performansa sahip olan şirketler ise PRDGS, CONSE, EYGYO, HKTM, SNICA, BMSTL, TERA, HUNER, BRKVY ve KLSYN şirketleridir.

Satışlar/Fiyat oranı bağlamında %4,30 değeriyle en son sırada yer alan SEGYO şirketinin finansal performans sıralamasının ilk sırada yer alması dikkati çekmektedir. 40 şirketin Satışlar/Fiyat oran ortalaması %36,12 iken performans sıralamasında ilk onda yer alan şirketlerin %34,21 ve son on sıra içerisinde yer alan şirketlerin ise %35,01'dir. %133,7 oranıyla en yüksek Satışlar/Fiyat oranına sahip TERA şirketi finansal performans sıralamasında 34. sırada yer almaktadır. Finansal performans sıralamasında son sıra içerisinde yer alan PRDGS şirketinin Satışlar/Fiyat oranı %11,80, 39. sıra içerisinde yer alan CONSE şirketinin %15,20, 6. sırada yer alan GRSEL şirketinin ise %96,70'tir. Literatürdeki çalışmalara göre %5 ve üzeri olması yeterliyken, en yüksek Satışlar/Fiyat oranına sahip şirketin yatırım yapılacak en rasyonel şirket olduğu varsayımı (Awalacki & Archanna, 2021) bu çalışma verileriyle örtüşmemektedir.

Çalışma verilerine göre 40 şirket bazında halka arz fiyatlarında ortalama iskonto oranının %21,05 düzeyinde olduğu görülmektedir. 31 şirketin ilk gün getirisi %9,00-%10,00 arasında iken 4 şirketin getirisi ise %5'in altında gerçekleşmiştir. İskontolu olarak halka arz edilen ve ilk gün getirileri %9-%10 aralığında olan şirketlerin oranı %77,5 iken, yine iskontolu olarak halka arzı gerçekleşen ve yüksek fiyatlandırılma kapsamında ilk gün getirisi ortalama -%2,56 olan şirketlerin oranı ise %22,5'tir. Dolayısıyla, Kıymaz'ın (2000) çalışmasına benzer şekilde çalışma kapsamındaki şirketlerde anlamlı düzeyde düşük fiyatlandırma yapıldığı değerlendirilmektedir.

Yatırımcı talebi, ilk halka arz fiyatlandırma ve ilk gün getirisi açısından EYGYO şirketi verilerinden de görüleceği üzere farklılaşabilmektedir. EYGYO şirketinin %10 fiyat iskontosu, 883 bin yatırımcı ve %9,97 ilk günlük getirisi, Reese'nin (1998) yatırımcı ilgisinin halka arz üzerindeki etkisini incelediği çalışma verileriyle benzer doğrultudadır.

Çalışma sonuçlarına göre ortalama ilk gün getirisi %8,01 düzeyindedir. Çakır & Akkoç (2015), Ocak 2008-Temmuz 2013 dönem aralığı için ilk gün getiri oranını %1,16 olarak tespit etmiştir. Loughran vd. ise çalışmalarında BİST için 1990-2022 dönem aralığı için ortalama %13 olarak tespit etmişlerdir.

Şirketlerin finansal performans sıraları, betaları ve ilk gün getirileri farklılaşabilmektedir. CRITIC tabanlı EDAS yöntem sonuçlarında performans sıralamasında ilk on içerisinde yer alan şirketlerin 2022 yılı ortalama betası %77, ortalama ilk gün getirileri %7,2 iken son on sırada yer alan şirketlerin 2022 yılı ortalama betası %85, ortalama ilk gün getirileri %9,9'dur.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

2022 yılında halka arz olan şirketlerden %65'i Kfİ uyum değerleri içerisinde yer alırken, %35'i ise uyum değerlerine uygun statüde değildir. Kfİ bağlamında uyum değerleri içerisinde yer alan şirketlerin 2022 yıllık ortalama betası %75, ortalama ilk gün getirileri %7,2'dir. Performans sıralamalarında ise ilk on ve son on sıralama içerisinde yer alan 7 şirket bulunmaktadır. Uyum dışı statülü şirketlerin 2022 yıllık ortalama betası %81, ortalama ilk gün getirileri ise %9,5'tir. Performans sıralamalarında ise ilk on içerisinde üç şirket, son on sıralama içerisinde ise 6 şirket bulunmaktadır.

Sonuç itibarıyla, ilgili 40 şirketin 2022 yılı borsa performans değerleri, Kfİ değerleri ve Satış/Fiyat oran değerleriyle finansal performans sıralama değerleri arasında, istatistiksel olarak anlamlı yönde bir ilişki tespit edilememiştir.

Çalışmanın sonuçları halka arz veri dönemi, seçilen kriterler ve metodoloji ile sınırlıdır. Gelecekteki muhtemel çalışmalarda farklı ÇKKV yöntemleri kullanılarak performans değerlendirmeleri yapılabilir, halka arzda uygulanan fiyatlamalar, ilk halka arz getirileri ve finansal performans sıralamaları arasındaki ilişkiler derinlemesine araştırılabilir.

#### Kaynakça

- Akbulut, O.Y. (2019). CRITIC ve EDAS Yöntemleri ile İş Bankası'nın 2009-2018 Yılları Arasındaki Performansının Analizi. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 4(2), 249-263.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim* (8. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aksoy, A. & Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi* (5. Basım). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Alanazi, A., Ahmed S., Liu, B. & Forster, J. (2011). The Financial Performance of Saudi Arabian IPOs. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 4(2), 146-157.
- Alimohammadlou, M. & Bonyani, A. (2017). A Novel Hybrid MCDM Model for Financial Performance Evaluation in Iran's Food Industry. *Accounting and Financial Control*, 1(2), 38-45.
- Alinezhad, A. & Khalili, J. (2019). EDAS Method. *New Methods and Applications in Multiple Attribute Decision Making (MADM)*. International Series in Operations Research & Management Science. Springer, Cham.
- Almumani, M. A. Y. (2018). An Empirical Study on Effect of Profitability Ratios & Market Value Ratios on Market Capitalization of Commercial Banks in Jordan. *International Journal of Business and Social Science*, 9(4), 39-45.
- Alvarez-Otero, S. (2023). A European Empirical Study of Institutional Differences in IPOs Anomalies. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(1), 1-24.
- Awalakki, M. & Archanna, H. H. (2021). Impact of Financial Performance Ratios on Stock Returns - A Study with Reference to National Stock Exchange. *International Journal of Aquatic Science*, 12(3), 2151-2167.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- Ayan, B. & Abacıoğlu, S. (2022). An MCDM Approach to Evaluating Companies Social Media Metrics Based on User-Generated Content. *Business, Economics and Management Research Journal*, 5(3), 266-285.
- Aydoğan, K. & Güney, A. (1997). Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi. *İMKB Dergisi*, 1(1), 90-91.
- Ayrıçay, Y. & Türk, V. E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64), 53-70.
- Balaban, E. & Kunter, K. (1997). A Note on The Efficiency of Financial Markets in A Developing Country. *Applied Economics Letters*, 4(2), 109-112.
- Baydaş, M. (2022). The Effect of Pandemic Conditions on Financial Success Rankings of BIST SME Industrial Companies: A Different Evaluation with The Help of Comparison of Special Capabilities of MOORA, MABAC and FUCA Methods. *Business & Management Studies: An International Journal*, 10(1), 245-260.
- Bayram, E. (2021). Türkiye'deki Katılım Bankalarının CRITIC Temelli EDAS Yöntemiyle Performans Değerlendirmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 13(24), 55-72.
- Beşirli, M. (2009). Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsası'ndan Eshâm ve Tahvilât Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), 185-208.
- Birgili, E. & Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 74-83.
- Bulgurcu, B. (2019). Çok Nitelikli Fayda Teorisi ile CRITIC Yöntem Entegrasyonu: Akıllı Teknoloji Tercih Örneği. *OPUS*, 13(19), 1931-1957.
- Bulut, E. & Şimşek, A. İ. (2022). Evaluation of Financial Performance of Some Technology Companies Traded in Borsa İstanbul by Topsis Method. *Fırat Üniversitesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6(2), 103-130
- Büyüksalvarcı, A. (2010). Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 130-141.
- Cam, A. V., Cam, H., Ulutas, S. & Sayın, O. B. (2015). The Role of Topsis Method on Determining the Financial Performance Ranking of Firms: An Application in The Borsa İstanbul. *International Journal of Economics and Research*, 6(3), 29-38.
- Chambers, D. & Dimson, E. (2009). IPO Underpricing Over the Very Long Run. *The Journal of Finance*, 64(3), 1407-1443.
- Çakalı, K. R. (2022). Performance Evaluation of Deposit Banks with Financial Ratios: Combined Use of Objective and Subjective Criteria Weighting Methods (Combined Entropy-SWARA Based EDAS Method). *Alanya Akademik Bakış*, 6(2), 2351-2377.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- Çakır, H. & Akkoç, S. (2015). Short Time Price Performances of Initial Public Offerings (IPO): A Comparative Sectoral Analysis in Borsa İstanbul. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(4), 159-170.
- Çelik, E. & Arslanlı, K. (2020). Gayrimenkul Yatırım Ortallığı Firmalarının Piyasa Değeri ve Aktif Karlılığını Etkileyen Finansal Oranların Panel Veri Analizi Yöntemiyle Belirlenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (88), 255-274.
- Demir M. & Tuncay, M. (2012). Türk Gıda Sektörünün Faaliyet ve Kârlılık Oranları Açısından Analizi: İMKB Gıda Sektöründe İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Araştırma (2000-2008 Dönemi). *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 367-392.
- Dhanda, S. & Singh, S. (2023). Earnings Performance of Financial and Non-Financial Ipos in India: An Empirical Analysis Based on Market Timing. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, JFRA-05-2022-0176.
- Diakoulaki, D., Mavrotas, G. & Papayannakis, L. (1995). Determining Objective Weights in Multiple Criteria Problems: The Critic Method. *Computers and Operations Research*, 22(7), 763-770.
- Elma, O. E. (2023). A Comparative MCDA Application on The Long-Term Performance of IPOs During the Pandemic on Borsa İstanbul. *Journal of Economics Business and Political Research*, 8(20), 269-293.
- Encenzo, R. M., Asoque, R., Arceno, R., Aclao, J., Ramones, E. Orioque, J., Wenceslao, C., Atibing, M. N. & Ocampo, L. (2023). A Comprehensive Analytical Framework for Evaluating the Similarity Between Organizations' Strategic Directions and The United Nations' Sustainable Development Goals. *Decision Analytics Journal*. 100176.
- Ergene, L. & Ülev, S. (2022). BİST Katılım Endeksinin Fıkhî Tarama Metodolojileri Çerçevesinde Değerlendirilmesi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 1-30.
- Espenlaub, S., Goyal, A. & Mohamed, A. (2016). Impact of Legal Institutions on IPO Survival: A Global Perspective. *Journal of Financial Stability*, 25, 98-112.
- Ferri, S., Tran, A., Colantoni, F. & Savio, R. (2023). Sustainability Disclosure and IPO Performance: Exploring the Impact of ESG Reporting. *Sustainability*, 15(6), 1-15.
- Fertekligil, A. (2000). *Türkiye'de Borsanın Tarihçesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- Fintables. (2023). *ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi)*. <https://fintables.com/akademi/degerleme-analizi-101/roic>
- FODER. (2021). *Türkiye Finansal Okuryazarlık Araştırması II. Dönem Raporu*. Ipsos Sosyal Araştırmalar. [https://www.fo-der.org/wp-content/uploads/2022/11/Finansal-Okuryazarl%C4%B1k-3.Donem-Raporv4\\_05012021-3.pptx](https://www.fo-der.org/wp-content/uploads/2022/11/Finansal-Okuryazarl%C4%B1k-3.Donem-Raporv4_05012021-3.pptx)



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- Foreks. (2022). *Gündem Haberleri*. Borsa İstanbul'da 2022 yılında 40 şirket halka arz edildi. <https://www.foreks.com/haber/detay/63ad37a3c9e77c00014bbf0a/PICNEWS/tr/borsa-istanbul-da-2022-yilinda-41-sirket-halka-arz-edildi> (Erişim Tarihi: 29.12.2022).
- Ghorabae, K., Amiri, M., Zavadskas, E. K., Turskis, Z. & Antucheviciene, J. (2017). Stochastic EDAS Method for Multi-Criteria Decision-Making with Normally Distributed Data. *Journal of Intelligent & Fuzzy Systems*, 33(3), 1627-1638.
- Gibson, C. H. (2013). *Financial Statement Analysis* (13th Edition). South-Western Cengage Learning.
- Harinurdin, E. (2023). The Influence of Financial Ratio and Company Reputation on Company Stock Prices Financial Sector. *Proceedings*, 83(1), 1-12.
- Hoe, L. W., Siew, W., Fai, L. K., Xin, A. L. & Fun, L. P. (2020). An Empirical Evaluation on The Performance of Food Service Industry in Malaysia with Topsis Model. *Journal of Physics: Conference Series*, 1-7.
- İkbal, Z. & Mirakhor, A. (2013). *Ekonomik Gelişim ve İslami Finans*. İstanbul: Borsa İstanbul Yayınları.
- İlbasmış, M. (2023). Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs During the Covid-19 Period: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 662-673.
- Jaya, M. & Sundar, K. (2012). A Study on The Relationship of Market Capitalization and Macro Economic Factors (With Special Reference to Indian Information Technology Industry). *Zenith International Journal of Business Economics & Management Research*, 2(11), 67-80.
- Karabulut, Y. & Çelik, A. E. (2007). İMKB'de İşlem Gören Çimento Sektörü Hisse Senetleri Üzerindeki Satışlar/Fiyat Oranı Etkisi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62(02), 59-74.
- Karan, M. B. (1996). Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat/Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *İşletme-Finans Dergisi*, 11(119), 26-35.
- Khurshed, A., Paleari, S. & Vismara, S. (2005). The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience. *SSRN Electronic Journal*, 1-29.
- Kıymaz, H. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), 213-227.
- Kiracı, K. & Bakır, M. (2019). CRITIC Temelli EDAS Yöntemi ile Havayolu İşletmelerinde Performans Ölçümü Uygulaması. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 157-174.
- Kornbrot, D. (2005). Spearman's Rho. B. S. Everitt & D. C. Howell (Ed.), *Encyclopedia of Statistics in Behavioral Science* (Volume 4) (1887-1888). Chichester: John Wiley & Sons.





Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- 
- Kumaran, S. (2022). Financial Performance Index of IPO Firms Using VIKOR-CRITIC Techniques. *Finance Research Letters*, 47(PA), 102542, Elsevier.
- Kyani, S. & Amjad, S. (2011). Investor Interest, Under-Pricing, and Trading Volume in Pakistan Secondary Market. *Business and Economics Journal (BEJ)*, 39, 1-15.
- Lestari, R. W. (2013). The Influence of Financial Performance on Company's IPO Price. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 1(2), 1-15.
- Lin, C. C., Tuan, C. L., Yang, W. N., & Peng, K. C. (2011). An Application of Entropy Weight and Super-Efficiency Models on Financial Performance of Taiwanese Listed Food Companies. *2011 2nd IEEE International Conference on Emergency Management and Management Sciences*, 784-787.
- Loughran, T., Ritter, J. Y. & Rydqvist, K. (1999). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199. (Updated April 13, 2023) <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-International.pdf>
- Mazumder, S. & Saha, P. (2021). COVID-19: Fear of Pandemic and Short-Term IPO Performance. *Finance Research Letters*, 43, 101977.
- Menekse, A., Ertemel, A. V., Akdağ, H. C. & Gorener, A. (2023). Additive Manufacturing Process Selection for Automotive Industry Using Pythagorean Fuzzy CRITIC EDAS. *Plos One*, 18(3), 1-23.
- Mhagama, F. L. & Topak, M. S. (2019). The Relationship Between Initial Public Offering and Firm Performance: A Research on Borsa İstanbul (BIST). *Istanbul Gelisim University Journal of Social Sciences*, 6(GELISIMUWE 2019 Special Issue), 82-93.
- Mirza, S. A. & Javed, A. (2013). Determinants of Financial Performance of a Firm: Case of Pakistani Stock Market. *Journal of Economics and International Finance*, 5(2), 43-52.
- Moitra, M., Das, T. S. & Biswas, P. (2021). A Decision Support System for Ranking the Different Battery Energy Storage Technologies using CRITIC and EDAS Method. *International Journal of Engineering Research & Technology (IJERT)*, 9(1), 183-188.
- Naeem, N., Cankaya, S. & Bildik, R. (2022). Does ESG Performance Affect the Financial Performance of Environmentally Sensitive Industries? A Comparison Between Emerging and Developed Markets. *Borsa İstanbul Review*, 22(2), 128-140.
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim* (3. Baskı). Konya: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ologunde, A., Elumilade, D. & Saolu, T. (2006). Stock Market Capitalization and Interest Rate in Nigeria: A Time Series Analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, 4, 154-167.
- Orhan, Z. H & Işiker, M. (2019). Developing A Ranking Methodology for Shariah Indices: The Case of Borsa İstanbul. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 13(3), 302-317.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- Özyeşil, M. (2022). Underpricing Anomaly in Initial Public Offerings: A Research on 2021 Initial Public Offerings Performed in Borsa İstanbul. *Business & Management Studies: An International Journal*, 10(1), 149-162.
- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pamuk, Ş. (2004). The Evolution of Financial Institutions in The Ottoman Empire, 1600-1914. *Financial History Review*, 11(1), 7-32.
- Pavone, P. (2019). Market Capitalization and Financial Variables: Evidence from Italian Listed Companies. *International Journal of Academic Research Business and Social Sciences*, 9(3), 1356-1371.
- Raghibi, A. & Lahsen, Q. (2020). Shariah-Compliant Stock Screening: A Financial Perspective. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 37(1), 86-98
- Reese, W. A. (1998). IPO Underpricing, Trading Volume, and Investor Interest. Capital Markets: Market Microstructure. *Working Paper, Tulane University*. 1-41.
- Saygılı, E., Arslan, S. & Birkan, A. Ö. (2022). ESG Practices and Corporate Financial Performance: Evidence from Borsa İstanbul. *Borsa İstanbul Review*, 22(3), 525-533.
- Sultan, A. S. (2014). Financial Statements Analysis-Measurement of Performance and Profitability: Applied Study of Baghdad Soft-Drink Industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4), 49-56.
- Tanyeri, B., Öztürkkal, B. & Tirtiroglu, D. (2022). Turkish IPOs in a Changing Regulatory and Economic Environment. *Borsa İstanbul Review*, 2(2), 332-340.
- Tepeli, Y. & Ozkoc, H. H. (2020). An Evaluation of Alternative Methods for Financial Performance: Evidence from Turkey (Istanbul Stock Exchange). *IJCEAS*, (2), 356-377.
- TSPAKB. (2002). *Türkiye Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gelişmeler- Türkiye'de Yatırımcı Profili -Aracı Kuruluşların 2001 yılı Kurumsal ve Finansal Verileri*. <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/SP-2001-web2013.pdf>
- TSPB. (2023). *Veriler*. <https://tspb.org.tr/tr/veriler/>
- Uyar, A. & Kılıç, Ö. (2012). The Influence of Firm Characteristics on Disclosure of Financial Ratios in Annual Reports of Turkish Firms Listed in the Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 8(2), 137-156.
- Ünal, S. & Akbey, F. (2016). Firma Büyüklüğü ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri Anomalilerinin Birlikte İncelenmesi: Borsa İstanbul Örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 257-282.
- Vruwink, D. R., Quirin, J. J. & O'Bryan, D. (2007). Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors?. *Journal of Business & Economics Research*, 5(12), 31-40.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma. *Fiscaeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

- 
- Yalçın, N. & Ünlü, U. (2018). A Multi-Criteria Performance Analysis of Initial Public Offering (IPO) Firms Using CRITIC and VIKOR methods. *Technological and Economic development of Economy*, 24(2), 534-560.
- Yalçın, N. & Karakaş, E. (2019). Kurumsal Sürdürülebilirlik Performans Analizinde CRITIC-EDAS Yaklaşımı. *Çukurova Üniversitesi Mühendislik-Mimarlık Fakültesi Dergisi*, 34(4), 147-162.
- Yazgan, A. E. (2022). Bütünleşik CRITIC ve EDAS Yöntemleri ile Türkiye'deki Büyükşehirlerin İhracat Performanslarının İncelenmesi. *Fiscaeconomia*, 6(2), 909-929.
- Yılmaz, C. (2019). *Abidin Paşa-Borsa Risalesi: Hava Oyunları*. İstanbul: Vakıfbank Kültür Yayınları.
- Yildiz, S. B. (2020). Performance Analysis of Turkey's Participation and Conventional Indices Using TOPSIS Method. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(7), 1403-1416.
- Yurttadur, M. & Tascı, M. Z. (2023). The Relationship Between Currency-Protected Deposits and Bank Performance: Case of Participation banks. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 10(1), 45-54.
- Yüksel, A. & Yüksel, A. (2006). The Link between IPO Underpricing and Trading Volume: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 11(3), 57-78.

---

**Çıkar Beyanı:** Yazarlar arasında çıkar çatışması yoktur.

**Etik Beyanı:** Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara uyulduğunu yazarlar beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde Fiscaeconomia Dergisinin hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk çalışmanın yazarlarına aittir.

**Yazar Katkısı:** Yazarların katkısı aşağıdaki gibidir;

**Giriş:** 1. ve 2. yazar

**Literatür:** 1. ve 2. yazar

**Metodoloji:** 1. ve 2. yazar

**Sonuç:** 1. ve 2. yazar

1. yazarın katkı oranı: %50. 2. yazarın katkı oranı: %50.

**Conflict of Interest:** The authors declare that they have no competing interests.

**Ethical Approval:** The authors declare that ethical rules are followed in all preparation processes of this study. In the case of a contrary situation, Fiscaeconomia has no responsibility, and all responsibility belongs to the study's authors.

**Author Contributions:** author contributions are below;

**Introduction:** 1. and 2. author

**Literature:** 1. and 2. author

**Methodology:** 1. and 2. author

**Conclusion:** 1. and 2. author

1st author's contribution rate: %50, 2nd author's contribution rate: %50.



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

## **A Comparative Study of Public Offerings on Borsa Istanbul with CRITIC and EDAS Methods**

**Abdullah Kılıçarslan, Hüseyin Ergun**

### **Extended Abstract**

In the context of Turkish capital markets, the cornerstones of the stock market tradition were the borrowing of the Ottoman Empire by buying bonds from European states in order to finance the costs of the Crimean War and the trading of these bonds in the over-the-counter markets in Istanbul. In order to control and supervise this trade, the Dersaadet (Dersaadet) Stock Exchange was established in 1873. This structure subsequently evolved from over-the-counter markets to be referred to as the Galata Stock Exchange (Ferrights, 2000).

The growing and developing Dersaadet (Dersaadet) Bond Exchange brought newly developed financing methods to the country in Europe, contributing to the financial and economic development of the Ottoman Empire (Beşirli, 2009). With a bylaw issued in 1906, Dersaadet (Dersaadet) Bonds Exchange was converted into Esham and the Stock Exchange, and within the scope of the Statutory Decree on Securities Exchanges, the Istanbul Stock Exchange (IMKB) was established on December 26, 1985 (Pamuk, 2004).

In 2013, the IMKB merged with the derivatives exchange (VOBAS) and Istanbul Gold Exchange (BIAS) under the Borsa Istanbul A.Ş. (Borsa Istanbul, 2023).

In the early stages of the IMKB, a shallow perspective of investors, the lack of low market awareness, short portfolio investment terms, low trading volume and an inability to achieve stock market depth despite the incentives provided prevented structural reform practices from revealing desired results. In this context, Borsa Istanbul (BIST) did not display the function of directing the capital market's existing funds to productive areas as an active component of the Turkish Financial system, and the capital's spread to the bottom was within a limited framework (Balaban & Kunter, 1997).

Investor confidence in Turkish capital markets and expectations and desires for instruments that provide alternative returns in the financial system generally keep the interest in stocks alive. In this context, the interest in the companies that are offered to the public on Borsa Istanbul has increased in some periods.

Public offerings continue to develop based on the effectiveness of regulatory bodies, particularly the rationality of public offering prices, as well as due to public offering periods, investor demand, and the approaches of brokerage houses and other actors who play a major role in the public offering process.

In 2011, the participation index was established in Turkey to meet the expectations of investors who desire to invest their accumulation in equity securities within an ideal Islamic finance ecosystem (İkbal & Mirakhor, 2013) and to raise awareness in the field of both individuals and companies in this field (TKBB, 2011).

The Advisory Board of the Association of Participation Banks of Turkey has developed the "Share Certificate Issuance and Trading Standard" and "Guidelines for the Identification of Companies Operating in Compliance with the Participation Finance Principles." Borsa Istanbul



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

began calculating the Participation indexes (Participation-100, Participation-30, Participation-50, Participation-Dividend and Participation-Sustainability) based on the companies in this context under independent audit data (every six months).

The participation indices and the companies to be included in these indices be identified through the forms forwarded to the BIST by the investor relations departments of the companies that are traded in the stock market.

Since 2022, companies within the scope of the related indices are updated with minimum data errors through the relevant forms, which are filled out by the investor relations units of the companies under the coordination and control of the "BIST Index Calculation Services Unit" through the KAP BIY system.

The financial performance of the companies traded on the BIST is important to conventional investors in terms of alternative earnings and sustainable investment, as well as to investors with an Islamic investment sensitivity.

The suitability of public offering for initial public offering, including the trading of companies in the stock exchange and the financial performance of the companies in this context, are important factors in terms of the rationality of the investment decisions and the right investment.

There are many studies in which the financial performance analysis of the companies traded in the BIST on a company-by-company basis, index groups, or sectoral basis is performed using different techniques (Cam et al., 2015; Saygılı et al., 2021; Baydaş, 2022; Bulut & Şimşek, 2022; Naeem et al., 2022).

The studies in the literature show that financial ratios are used to measure the financial success levels of companies or individuals accurately. Companies' financial success can be evaluated on the basis of a number of factors, and this can make multi-criterion decision making difficult. Decision-making is becoming increasingly complex due to the variety of information and conflicting criteria that must be taken into account in the equity investment decision-making process.

In today's capital markets, where the N-factor variable has an impact on decision-making mechanisms, the financial performance of companies has become a predictable tool for maximizing profits and value for companies at optimal cost and thus increasing the wealth of stakeholders (shareholders and investors) as an alternative investment instrument. In this context, Multi-Criteria Decision Making (MCDM) methods are used to assess and measure financial performance by combining multiple variables.

This research aims to conduct a comparative analysis using the multiple criteria decision-making methods of CRITIC and EDAS on the initial public offerings (IPOs) in Borsa İstanbul. The study examines the financial performance of 40 companies that underwent IPOs in 2022 and analyzes the relationships between financial performance, sales/price ratio, and stock market performance. Furthermore, the evaluation of the IPO companies is conducted based on the "Participation Finance Principles."



Kılıçarslan, A. & Ergun, H. (2023).

Borsa İstanbul'daki Halka Arzlar Üzerine CRITIC ve EDAS Yöntemleriyle Karşılaştırmalı Bir Araştırma.  
*Fiscoeconomia*, 7(3), 2025-2062. Doi: 10.25295/fsecon.1304387

---

The financial performance criteria used in the study encompass liquidity, financial structure, activity, and profitability. These criteria measure the financial soundness, operational efficiency, and profitability of the companies.

The methodology employed in this research consists of the CRITIC and EDAS methods, which are effective and reliable techniques in addressing multiple criteria decision-making problems. While the CRITIC method is used to determine the weights among the criteria, the EDAS method is utilized for ranking the alternatives.

CRITIC-based EDAS method can be seen that the companies in the top ten categories that have successful performance in their ranking results are SEGYO, INVES, ALFAS, OBASE, DAPGM, GRSEL, PLTUR, SUWEN, AHGAZ and MAKIM, respectively. PRDGS, CONSE, EYGYO, HKTM, SNICA, BMSTL, TERA, HUNER, BRKVY, and KLSYN are the lowest-performing companies.

According to the research data, the average discount rate is 21.05 percent in public offering prices on a 40-company basis. The first-day return of 31 companies is between 9-10 percent. The return of the four companies was below 5 percent. The average first-day return was 8.01 percent, according to the study results.

The ratio of the companies offered to the public at a discount with a first-day return of 9 to 10% is 77.5%. Similarly, 22.5 percent of publicly offered companies provided negative returns (average - 2.56 percent). Similar to the work of Kıymaz (2000), it is therefore considered that there has been significant low pricing in the companies within the scope of this study.

Investor demand may differ in terms of the initial public offering pricing and first-day return. The initial public offering price of EYGYO, one of the companies within the scope of the study, was at a 10 percent discount. The number of investors who receive shares is 883,000. EYGYO's return on the first day was 9.97%. As one of the companies with the lowest performance rankings in the study's findings, the data of EYGYO is in line with the data of the study from which Reese (1998) examines the impact of investor interest on public offering.

The findings of the study reveal significant relationships between the financial performance of IPO companies, sales/price ratio, and stock market performance. Moreover, adherence to the principles of participation finance is identified as a crucial factor in the evaluation of the companies.

This study contributes to the existing research on IPOs in Borsa İstanbul. The utilization of CRITIC and EDAS methods enables more objective and consistent results in financial performance evaluations.