



Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi

The International Journal of Economic and Social Research

2024, 20(2)

İlk Halka Arzların İlk Gün ve Kısa Dönem Getiri Performansları: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir İnceleme

First Day and Short-Term Return Performances of Initial Public Offerings: A Study on Borsa Istanbul Companies

Cem KARTAL¹ ID, Emre TURĞUT² ID

Geliş Tarihi (Received): 28.02.2024

Kabul Tarihi (Accepted): 07.04.2024

Yayın Tarihi (Published): 30.12.2024

Özet: Bu çalışmada, 2023 yılında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arzı gerçekleştiren 54 şirketin ilk gün getirileri ile 30 günlük kümülatif getirilerine bakılarak hem ilk gün hem de kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın ve anormal getirinin var olup olmadığının ortaya koyulması amaçlanmıştır. Ayrıca düşük fiyatlandırma ve anormal getirilerin şirketin bulunduğu sektör ile ilişkisi ortaya koyulmak istenmiştir. Veri seti olarak 01 Ocak 2023-31 Aralık 2023 döneminde ilk defa halka arzı gerçekleştiren 54 şirketin ilk gün getirileri ile ilk 30 işlem gününün hisse senedi fiyat verileri kullanılarak ilk gün getiri analizi yöntemi ile her bir şirketin ilk gün hisse getirileri ve anormal getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra kümülatif anormal getiri analizi kullanılarak, bütün şirketlerin kümülatif hisse getirileri ve kümülatif anormal getirileri hesaplanmıştır. Elde edilen bulgulara göre ilk halka arzlarda hem ilk gün getirisinde hem de 30 günlük kümülatif getirilerde 2 hisse senedinde negatif getiri olduğu ve düşük fiyatlandırmanın var olduğu sonucu gözlemlenmiştir. Çalışmaya dâhil edilen 54 şirketten 52'sinin ise ilk gün ve kümülatif getirilerinde anormal getirilerinin var olduğu sonucuna varılmıştır. Birçok farklı sektörün yer aldığı çalışmada, halka arzlarda ilk gün ve kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın var olduğu ancak bu durumun direkt olarak şirketin bulunduğu sektöre bağlanamayacağı ortaya koyulmuştur.

Anahtar Kelimeler: BİST-100, Halka Arz, İlk Gün Getirileri, Kümülatif Getiri, Anormal Getiri

&

Abstract: In this study, it is aimed to reveal whether underpricing and abnormal returns exist both on the first day and in the short term by looking at the first day returns and 30-day cumulative returns of 54 companies that made their initial public offerings on Borsa Istanbul in 2023. In addition, it was aimed to reveal the relationship between low pricing and abnormal returns and the industry in which the company is located. The first day returns and abnormal returns of each company were calculated with the first day return analysis method, using the first day returns of 54 companies that made public offerings for the first time in the period between January 01, 2023 and December 31, 2023, and the stock price data of the first 30 trading days. Then, using cumulative abnormal return analysis, cumulative stock returns and cumulative abnormal returns of all companies were calculated. According to the findings, it was observed that there were negative returns and underpricing in 2 stocks in the initial public offerings, both in the first day returns and in the 30-day cumulative returns. It was concluded that 52 of the 54 companies included in the study had abnormal returns in their first day and cumulative returns. In the study, which included many different industries, it was revealed that underpricing existed on the first day and in the short term in public offerings, but this situation could not be directly attributed to the industry in which the company was located.

Keywords: BIST-100, Public Offering, First Day Returns, Cumulative Return, Abnormal Return

Atıf/Cite as: Kartal, C. ve Turgut, E. (2024). İlk Halka Arzların İlk Gün ve Kısa Dönem Getiri Performansları: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir İnceleme. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 20(2), 459- 472.

İntihal-Plagiarizm/Etik-Ethic: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelenmiş ve intihal içermediği, araştırma ve yayın etiğine uyulduğu teyit edilmiştir. / This article has been reviewed by at least two referees and it has been confirmed that it is plagiarism-free and complies with research and publication ethics. <https://dergipark.org.tr/pub/ijaws>

Copyright © Published by Bolu Abant İzzet Baysal University, Since 2005 – Bolu

¹ Doç. Dr., Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, cemkartal@subu.edu.tr, (Sorumlu Yazar), ORCID: 0000-0002-8453-3300.

² Öğr. Gör., Beykent Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, Bankacılık ve Finans Bölümü, emreturgut@beykent.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1529-406X.

1. Giriş

İşletmelerin sermaye kaynaklarının arasında halka arzlardan sağlanan fonlar önemli bir yer tutmaktadır. İşletmelerde halka arzlar, aktiflerin veya işletme sermayesi finansmanından faydalanılarak finansman giderlerinin azaltılması, büyüme ve rekabet stratejileri itibarıyla uzun ve kısa dönemde önem arz etmektedir (Yaşar, Terim ve Kayalı, 2020, s.3966).

Borsa İstanbul halka arzı; “payların önceden bilinmeyen ve çok sayıdaki yatırımcılara çağrı ve ilan aracılığıyla satışı” şeklinde tanımlanmaktadır. Borsa İstanbul Pay Piyasası (PP) içerisinde bulunan pazarlar (Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar) içerisinde koşullara uygun olan pazarda şirketlerin halka arz edilen payları işlem görmektedir. Pazara uygun şekilde halka arz için başvuru yapan ortaklar mevcut sermaye üzerinden payların belirli bir kısmını ortak satış olarak halka arz gerçekleştirebilir. Bunun dışında sermaye artırımını yaparak mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yoluyla da halka arz yapabileceği gibi her iki yöntemi de uygulayabilmektedir (Borsa İstanbul, 2023).

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz ederek borsada işlem görmeye başlaması şirketler açısından kurumsal kârlılığı arttırması, şirketin itibarını ve tanınırlığını arttırması bakımından çok önemlidir. Halka arzların sağladığı birçok avantaj nedeniyle işletmeler fonlarının halka arzını gerçekleştirmektedir. İşletmelere sağladığı avantajlar şöyle belirtilebilmektedir: (Mhagama ve Toprak, 2019, s.83).

- Yeni yatırımlar gerçekleştirebilmek için gerekli fonun sağlanması
- Medyada tanınırlığını arttırmak
- Mevzuatta belirtilen halka açık şirketler için sağlanan imtiyazları kazanmak
- Kredi değerliliğini arttırmak
- Çalışanları teşvik etmek
- Yatırımcıların şirket için düşüncelerini ve algılarını izlemek

İşletmeler hisse senetlerinin halka arzını gerçekleştirirken oluşturdukları hisse senedi fiyatı; piyasa koşulları, arz şekli, yatırımcıların piyasadaki bilgileri gibi farklı koşullardan etkilenmektedir. Halka arzın gerçekleşmesiyle ilk gün fiyatının belirlenmesinde ise önemli rol oynayan etkenler; şirketin yapısı, piyasa koşulları ve yatırımcı profili şeklinde açıklanmaktadır (Yaşar vd., 2020, s.3966).

Uluslararası finans literatürüne bakıldığında işletmelerin ilk gün getirilerinin piyasanın üzerinde olduğu yönünde bir olgu hâkimdir. Buda hisse senedinin halka arzındaki teklif fiyatının işlem fiyatına göre daha düşük fiyatlandırıldığını göstermektedir (Açıkgöz ve Gökçaya, 2017, s.34). Literatürde hisse senetlerinin arzı gerçekleştirilirken gerçek değerinden daha az bir fiyatla pazara sunulması “düşük fiyatlandırma”; gerçek değerinden fazla bir fiyatla sunulması ise “yüksek fiyatlandırma” şeklinde adlandırılmaktadır. Finans alanındaki araştırmacılar özellikle düşük fiyatlandırma üzerinde odaklanmaktadır. Yapılan çalışmalarda da araştırma kapsamına dâhil edilen piyasaların birçoğunda halka arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı sonucuna ulaşılmıştır (Ünlü ve Ersoy, 2008, s.244).

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da 2023 yılında ilk defa halka arz olan 54 şirketin hem ilk gün getirileri hem de 30 günlük kümülatif getirileri incelenerek düşük fiyatlandırmanın var olup olmadığı ve düşük fiyatlandırmanın hisse senetlerinin bulunduğu sektör ile ilgili olup olmadığına yönelik kanıtlar bulmaktır. Bu bağlamda 01.01.2023 – 31.12.2023 döneminde Borsa İstanbul’da ilk defa halka arzı gerçekleşen 54 şirketin hem ilk gün hem de ilk 30 işlem gününe ait hisse senedi fiyat verileri kullanılarak getiri analizi yapılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümü olan giriş bölümünden hemen sonra literatür kısmında konu hakkında daha önceki yapılmış çalışmalar ile ilgili geniş bir bilgi verilmiştir. Veri seti ve yöntem kısmında çalışmada kullanılan veri ve yöntemlerden bahsedilmiş olup, bulgular kısmında ise yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular yer almaktadır. Bu çalışmanın son bölümünde ise sonuç bölümü yer almaktadır.

2. Literatür Taraması

Kıymaz (1997) çalışmasında, 1990-1995 zaman periyodunda ilk kez halka arzı gerçekleştirilen 39 mali sektör hissesinin performansını araştırmıştır. Mali sektörün ilk gün piyasa getirilerini finansal kuruluşların tamamı için %15,3 olarak hesaplamıştır. Alt grup getiri değerlerini ise, sigorta grubunda %10, bankalar için %20,9, yatırım/holding için %18,5 ve leasing/factoring grubu için ise %5,5 şeklinde tespit etmiştir. İlk gün getirilerinden sonraki sürece bakıldığında ise ilk gün getiri değerlerinin yerini negatif getirilerin kapladığı gözlemlenmiştir.

Özer (1999) yapmış olduğu çalışmada, 1989 Kasım ayı ile 1994 Nisan ayı aralığındaki süreçte ilk defa halka arzı gerçekleştirilen 89 işletmeye ait senetlerin performansını incelemiştir. Araştırma sonuçlarına bakıldığında arz sonrasındaki ilk üç gün hisse senetlerinin piyasa getirisinin üstünde bir getiri elde ettirdiği, üçüncü günün ardından ise getirilerin piyasa getirisinden herhangi bir farkının olmadığını ortaya koymuştur.

Kıymaz (2000) çalışmasında, 1990-1996 yılları arasında halka arzı gerçekleştirilen 163 işletmenin ortalama başlangıç günü anormal getiri değerini %13,1 şeklinde hesaplamıştır. Düşük fiyatlandırma finansal kuruluşlar için %15, endüstri işletmeleri için %11,7 ve diğerleri için %17,6 şeklinde olduğu görülmüştür. Düşük fiyatlandırmayı etkileyen etmenler ise hisse senedinin arzı gerçekleştiğinde piyasadaki yükseliş, sahiplik ve firmanın büyüklüğü şeklinde tespit edilmiştir.

Ritter ve Welch (2002) yapmış oldukları çalışmada, halka arzların başladıkları günü düşük fiyatlandırmasını ve uzun dönem performanslarını araştırmışlardır. 1980-2001 yılları arasındaki zaman periyodunda 6249 şirkete ait veriler incelenmiştir. Çalışma sonucunda ortalama başlangıç günü getirisi %18,8 olarak bulunmuş, piyasaya göre düzeltilmiş 3 yıllık getiri ise -%23,4 şeklinde hesaplanmıştır.

Durukan (2002) ortaya koyduğu çalışma ile 1990-1997 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen 173 işletmeyi çalışmasına dâhil etmiştir. İlk gün ortalama getiriyi %14,61 şeklinde hesaplamış, 36 aya kadar olan getirileri de hesaplayarak firma büyüklüğü, halka arz yöntemi, hasılat, kaldıraç oranı ve firmanın yaşı değişkenlerini de istatistiki olarak anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Benzer çalışmalar farklı ülke piyasalarında da yapılmıştır.

Borges (2007) ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmayı araştırdığı çalışmasında 1987-2004 yılları arasında Portekiz'deki 100 ilk halka arzı çalışmasına dâhil etmiştir. Araştırma kapsamında halka arzı gerçekleşen şirketlerin piyasa koşullarına göre oluşturulmuş ilk getirileri ile uzun vadeli üç yıllık getirileri değerlendirilmiştir. 1987 yılında sıcak piyasa koşullarında gerçekleştirilen 57 halka arz ile 1988-2004 yılları aralığında gerçekleştirilen halka arzlar birbirinden ayrı olarak incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına bakıldığında 1987'de benzersiz bir halka arz yoğunluğunun yaşandığı ve bu yoğunluğun yatırımcı duyarlılığıyla birlikte oluşan fırsatları değerlendirmeye açıklanabileceğine değinilmiştir. Ekim 1987'de piyasalarda yaşanan çöküşten önce 1987'de gerçekleşen halka arzların averaj getirisi %87,5 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca çöküşten önce meydana gelen halka arzların uzun vade getirileri çöküş sonrası yaşanan halka arzların uzun vade getiri değerlerinden düşük olduğu ve uzun dönemde fiyatların normal düzeylere geri döndüğü görülmüştür.

Ünlü ve Ersoy (2008) yapmış oldukları çalışma ile 1995-2008 periyodunda meydana gelen ilk halka arzlarda 112 şirket verisi üzerinden düşük fiyatlandırmayı ve düşük fiyatlandırmanın gerekçelerini araştırmıştır. Ortalama ilk gün getiri değeri %6,52 olarak hesaplanırken 21 günlük getiri değeri ise %5,35 şeklinde bulunmuştur. Çalışma sonucunda ise kullanılan halka arz şekli, satış yöntemi ve işletmenin ne zamandır faaliyet gösterdiğinin düşük fiyatlama üzerinde etkileri bulunmaktadır. 20 yılı aşkın süredir etkin olan işletmelerin sabit fiyatla talep toplaması halinde düşük fiyatlandırmanın daha çok olduğu görülmüştür.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2009) yaptıkları çalışma ile İMKB'de kullanılan halka arz metotlarını karşılaştırarak daha etkin olan ve düşük fiyatlandırmaya imkân veren yöntemi araştırmışlardır. Bu

kapsamda 1993-2005 döneminde meydana gelen halka arzlarda tercih edilen belirli fiyat aralığında talep toplama ve sabit fiyat ile talep toplama metotları değerlendirilmiştir. Bunun sonucunda sabit fiyat ile talep toplama yoluyla yapılan halka arzlardaki düşük fiyatlandırmanın fiyat aralığında talep toplama yoluyla yapılan halka arzlardaki düşük fiyatlandırmaya karşın daha az seviyelerde olduğu görülmüştür. Ek olarak halka arz için işletmelerin yükselen piyasa ortamlarını seçtiği bu durumunda düşük fiyatlandırmada etkin rol oynayabileceği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Otlu ve Ölmez (2011) yapmış oldukları çalışmada, kısa vade üzerinden düşük fiyatlandırmayı araştırmışlardır. Ocak 2006-Haziran 2011 zaman periyodunda İMKB’de halka arz olan 53 işletme için 21 günlük fiyat performansları gözlemlenerek ortalama anormal ve kümülatif anormal getirileri bulunmuştur. Başlangıç günü düzeltilmiş ortalama getiri %6,99 şeklinde hesaplanmış yani halka arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin düşük oranlarda fiyatlandırıldığı belirlenmiştir. Bunun yanı sıra düşük fiyatlandırmayı en fazla etkileyen değişkenlerin de ilk gün getirisi ile standart sapma olduğu çoklu regresyon analizi ortaya konmuştur.

Sağlam ve Çelik (2011) yapmış oldukları çalışmada, İMKB’de 1993-2006 döneminde tek kurum ile halka arz edilen 40 işletmenin halka arz fiyatlarını kısa/orta/uzun vadede işlem performanslarını araştırarak düşük fiyatlandırma olasılığını ortaya koymuşlardır. Elde edilen bulgulara göre düşük fiyatlandırma 31 şirkette ilk işlem gününde, 24 şirkette ise ilk işlem ayında görülmüştür. ANOVA yönteminin sonuçlarına göre ise; arz yılı, aracılık türü ve arzı yapan aracı kurumun düşük fiyatlandırma üzerinde önemli bir rolünün olduğu belirlenmiştir.

Kurtaran (2013) ilk gün getirisi ve uzun vade performansını araştırdığı çalışmasında 1994-2009 yılları arasındaki halka arzı yapılan 205 şirketinin verilerini çalışma kapsamında kullanmıştır. Elde edilen bulgular ilk gün %8,32 düşük fiyatlandırmanın gerçekleştirildiği ve bu durumda istatistiki açıdan anlamlı bir sonuç doğurduğunu belirtmiştir. Çalışma kapsamında uzun dönem performanslarının da değerlendirildiği ve kümülatif düzeltilmiş getiriden yola çıkılarak birinci senenin sonunda negatif getiri oluşurken ikinci ve üçüncü senenin sonunda ise pozitif bir getirinin olduğu belirlenmiştir. Hisseyi al tut yöntemine (hisse senedinin uzun süre elde tutulması) göre ise üçüncü yılın sonunda negatif bir getirinin olduğu görülmüştür. İlk gün getirisinin yatırımcıya yüksek getiri sağladığı görülürken uzun vadede al tut yöntemine göre düşük performans gözlemlenirken kümülatif getiriye göre ise yüksek performansın var olduğu görülmüştür.

Chipeta ve Jardine (2014) yapmış oldukları çalışmada, Güney Amerika borsasında ilk kez halka arz olan 154 şirket örneklemini üzerinden uzun vade performans ve hisse fiyat performansını araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarında ilk halka arzların 3 yıllık işlem endeksinde yer alan hisse fiyatlarına göre negatif bir performans sergilediği görülmüştür. Bunun yanı sıra işlem hacminin üst seviyelerde seyrettiği yıllarda halka arzı gerçekleşen işletmelerin ve yüksek getiri olasılığı bekleyen işletmelerin daha zayıf performanslarının olduğu görülmüştür.

Çakır ve Akkoç (2015) yapmış oldukları çalışmada, anormal ve kümülatif anormal getirilerini Ocak 2008-Temmuz 2013 yılları aralığında halka arzı gerçekleşen 121 işletme açısından ele almışlardır. Çalışma sonuçlarında düşük fiyatlandırmanın varlığı hisselerin ilk gün anormal getirisinin %1,30 oranında olduğu sonucuyla desteklenmiştir. Yapılan sektörel inceleme sonuçlarında ise ilk gün getirisinin en yüksek olduğu alanlar destek hizmetleri ve idari şeklinde belirlenmiştir.

Yazaroğlu (2015) yapmış olduğu çalışma ile 2010-2014 arasında halka arz olan 106 işletmenin başlangıç gününden itibaren 30 günlük fiyat performansını; işlem gören pazar, yılı, sektörü, arza katılan yatırımcı sayısı, ortak satışı, BIST Tüm Endeksi ve halka açıklık oranlarına göre araştırmıştır. Bunun yanında halka arz için yapılan düzenlemelerin halka arzın fiyat performansına olası etkileri de incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre değerlendirilen dönem aralığındaki halka arzların başlangıç gününden itibaren 30 günlük ortalama getirisinin pozitif olduğu görülmüştür. Sektör bazlı değerlendirildiğinde en olumlu sonuçları aracı kurumların gösterdiği bunu ise hizmet sektörünün izlediği görülmüştür. Çalışma sonuçlarında ortak satış şeklinde gerçekleşen halka arzların daha fazla anormal getiri sağladığı

görüldürken sermaye artışı olarak yapılan halka arzların getirisinin 30 günün sonunda daha yüksek olarak seyrettiği anlaşılmıştır.

Çelik (2016) 56 şirketin halka arzını ele aldığı çalışmada, 2002-2014 yılları aralığında halka arzların performansında, daha sonraki süreçte olumlu ve olumsuz olarak değişimin yaşanıp yaşanmadığını araştırmıştır. Performans göstergesi olarak; net kâr marjı, aktif devir hızı, öz sermaye karlılığı, faaliyet kâr marjı ve aktif karlılık oranlarını çalışmaya dâhil etmiştir. Halka arz öncesindeki ve sonrasındaki medyanın değişimi performans göstergeleri yoluyla karşılaştırılmıştır. Halka arzdan önceki yıl, halka açıldığı yıl, halka arzı izleyen üç yılın değerlerinin karşılaştırıldığı çalışmada halka arzdan sonra performansında düşüşün meydana geldiği, bilhassa ikinci yılda faaliyet performansında en yüksek seviyelerde düşüşün yaşandığı gözlemlenmiştir. Tüm performans göstergelerine bakıldığında halka açıldıktan sonraki üçüncü yılda düzelmeler yaşanmakta ancak halka azdan önceki seviyelere ulaşılamadığı da çalışmada ortaya koymuştur.

Yıldırım ve Dursun (2016) 2004-2014 zaman periyodunda halka açılan 114 işletme üzerinden yapmış oldukları çalışmada, düşük fiyatlandırmayı halka arz, sektör ve aracılık açısından değerlendirmişlerdir. Çalışma sonuçlarına bakıldığında ilk gün %6 oranında düşük fiyatlandırmanın olduğu görülmüştür. En fazla ilk gün ortalama anormal karı sağlayan sektörün mali sektör alanı olduğu görüldürken halka arzın şekli bakımından yalnız ortak satışı ve sermaye artırımının birlikte yer aldığı arzlarda ilk gün getirileri çok yakın değerlerde olduğu anlaşılmıştır. Aracılık şekli bakımından bakiyeyi yüklenim şeklinde olan halka arzlardan en yüksek ilk gün getirisinin elde edildiği görülmüştür. Genel değerlendirmede ilk gün getirilerinin; aracılık, halka arz ve sektör kategorileri arasında anlamlı bir fark gözlemlenmemiştir.

Açıkgöz ve Gökkaya (2017) yapmış oldukları çalışma kapsamında, 1998-2013 zaman aralığında yer alan 173 halka arzın getirileri, arzın ilk günü ile arzın ilk ayı şeklinde hesaplanmıştır. Çalışma dâhilinde Türkiye'deki halka arz piyasasında arzdaki ilk gün getirileri ile hisse senedinin volatilitesi arasında herhangi bir ilişkinin var olup olmadığı sorgulanmıştır. Çalışma sonucunda halka arzın ilk getirileriyle arzın volatilitesi arasında ilk ay içerisinde pozitif ilişki olduğu görülmüştür. Yani çalışma kapsamındaki zaman periyodunda yer alan ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın varlığından söz edilmiştir. Bunun yanı sıra arzların ilk getirileri ve getirilerin volatilitesi arasındaki ilişkide aracı kurum bilinirliği, dış yatırımcı oranı ve kurumsal yatırımcı oranlarının da önemli etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Khin vd., (2017) yapmış oldukları çalışmayla, 2008-2016 zaman aralığında Malezya Borsası'nda halka arzı gerçekleşen 313 işletmenin verilerinden yola çıkarak ilk halka açılmalarda düşük fiyatlandırmayı ve büyüklüğünü araştırmışlardır. Bunun yanı sıra halka arzın başlangıç ile uzun vadeli hisse performansı arasındaki ilişkiyi ve düşük fiyatlandırma kapsamındaki faktörleri ele almışlardır. Çalışma sonuçlarında piyasa koşullarından yola çıkılarak düzeltilmiş ortalama ilk gün getirisi %9,4 şeklinde hesaplanmıştır. Ayrıca halka arzların uzun vadede karlarının negatife dönüştüğü ortaya konmuştur.

Mhagama ve Topak (2019) 2003-2011 zaman periyodunda halka arz edilen 38 işletmenin verisini dâhil ettiği çalışmasında ilk halka arz ile işletmenin performansı arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. İşletme performans ölçütü olarak; aktif karlılık oranı, faaliyet kâr marjı ve öz sermaye karlılık oranı çalışmaya eklenmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre halka açılmanın öncesindeki yıla göre ilk halka arz yılı ve bir sonraki yıl işletme performansında düşüşlerin yaşandığı tespit edilmiştir.

Elma (2020) yapmış olduğu çalışmada, 2005-2015 yılları arasında BIST'te gerçekleşen 65 ilk halka arzı, düşük fiyatlandırma ile 5 yıla kadar olan uzun vade getiri performansını araştırmıştır. Elde edilen çıktılara göre üç yıllık hisse senedi getirileri ile düşük fiyatlandırma arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir. Halka arzlardaki artışın, hisse senedi karlarını özellikle arzın ilk yılında pozitif yönde etkilediği ancak halka arzdan sonraki üç yıllık süreçte düşük performans sergilediği ortaya konmuştur. Dördüncü yıldan itibaren ise tekrar artış pozisyonuna geçtiği saptanmıştır.

Kahraman ve Coşkun (2020) çalışmasında düşük fiyatlandırmayı ve düşük fiyatlandırma düzeyinin zamana göre değişip değişmediğini incelemişlerdir. Bunun için 1993-2015 zaman periyodunda Türkiye’de ilk kez halka arzı yapılan 320 işletmeyi çalışmalarına dâhil etmişlerdir. Çalışma kapsamına alınan işletmeler reel sektör ve mali sektörde faaliyette bulunan işletmeler olarak iki gruba ayrılmıştır. Sonrasında üç farklı yöntemle 20 günlük anormal getirileri hesaplanmış her bir yöntemde düşük fiyatlandırma tespit edilmiş ve düzeyi %6,4 ile %7,2 aralığında bulunmuştur. Mali ve reel sektör açıdan değerlendirildiğinde de her ikisinde de düşük fiyatlandırmanın olduğu anlaşılmıştır. Arzın ilk üç günü anormal getirilerin sağlandığı, sonrasında ise anormal getirinin negatif seyrettiği belirlenmiştir. 1993-2000 dönem aralığında arzı gerçekleşen işletmelerin ilk gün anormal getirisi %8,2 şeklinde hesaplanırken, 2002-2015 dönem aralığında ise arzı gerçekleşen işletmelerde %5,9 şeklinde hesaplanmıştır. Bu durum da düşük fiyatlandırma düzeylerinde zaman içinde azalmaların yaşandığını göstermektedir.

Yaşar vd., (2020) çalışmalarında, 2013-2018 yıllarında ilk kez halka açılan 50 işletme üzerinde düşük fiyatlandırmanın mevcut olup olmadığını incelemişlerdir. Bu kapsamda işletmelerin halka arzdan itibaren 30 günlük fiyat hareketleri; BIST 100 Endeksi’ne, işletmenin işlem gördüğü pazara ve yıllara göre araştırılmıştır. Fiyat performans analiziyle, halka arzı gerçekleştirilen işletmelerin ilk işlem gününde ortalama %14 oranında düşüş yaşadığı, yalnız 2018 yılında düşük fiyatlandırmanın varlığından söz edilmiştir. İlk 30 günün sonunda işlem görülen pazara göre bakıldığında en fazla getirinin Gelişen İşletmeler Pazarı olduğu tespit edilmiştir. BIST 100 Endeksi’ne göre yapılan karşılaştırma sonucunda ise halka arzı gerçekleştirilen hisse getirilerinin endeks getiri değerlerinin altında kaldığı görülmüştür. Ek olarak SPK’ nın 2013 yılında uyguladığı düzenlemeyle halka arzı gerçekleştirilecek olan işletme sayının önemli oranda azaldığı görülmüştür.

3. Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışmanın veri seti, 1 Ocak 2023- 31 Aralık 2023 tarihleri arasında Borsa İstanbul’da ilk kez halka arz olan 54 şirketin ilk 30 işlem günündeki hisse senedi fiyatlarından oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan fiyat bilgileri İş Yatırım’ın internet sitesinden, halka arz bilgileri ise Sermaye Piyasası Kurulu’nun internet sitesinden alınmıştır.

Elde edilen bu veriler ile ilk önce bu 54 şirketin Borsa İstanbul’daki ilk işlem günü getirileri İlk Getiri Yöntemi (Kurtaran, 2012, s. 103) ile hesaplanmıştır. Halka arz olan her bir şirket için ilk getiri şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{İlk Getiri} = (\text{İlk Gün Kapanış Fiyatı} / \text{Halka Arz Fiyatı}) - 1$$

Halka arzların ilk işlem gününde BİST-100 getirisi aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$G_{mt} = \frac{F_{mt} - F_m(t-1)}{F_m(t-1)}$$

Formülde bulunan G_{mt} , BİST-100 endeksinin t işlem günündeki getirisini, F_{mt} , BİST-100 endeksinin t işlem günündeki gün sonu kapanış fiyatını, $F_m(t-1)$ de BİST-100 endeksinin t gününden bir önceki işlem günündeki gün sonu kapanış fiyatını ifade etmektedir (Kurtaran, 2012, s. 113).

Aynı gün piyasa getirisi olarak ele alınan BİST-100 endeksinin getirisi de hesaplanarak ilk işlem gününde hisse getirisinden piyasa getirisi çıkarılarak anormal getiriler elde edilmiş, düşük fiyatlandırmanın ve anormal getirinin varlığı araştırılmıştır. Hisse senetlerinin ilk işlem günündeki anormal getirisi şu formülle hesaplanmıştır.

$$\text{İlk Gün Anormal Getiri} = (\text{Hisse Senedinin İlk Gün Getirisi} - \text{Piyasa Endeksinin İlk Gün Getirisi})$$

Daha sonra Kümülatif Anormal Getiriler Yöntemi (Kurtaran, 2012, s. 116) kullanılarak, hisse senetlerinin ilk 30 günlük kümülatif getirileri hesaplanarak performansları ölçülmüştür.

$$G_{it} = \frac{F_{it} - F_i(t-1)}{F_i(t-1)}$$

Formülde bulunan; G_{it} , i hisse senedinin 30 işlem günü sonundaki kümülatif getirisini, F_{it} , i hisse senedinin 30. İşlem günündeki kapanış fiyatını, $F_i(t-1)$ ise i hisse senedinin halka arz fiyatını ifade etmektedir.

Aynı dönem için, BİST-100 endeksinin de 30 günlük kümülatif getirisi aşağıdaki yöntemle hesaplanmıştır.

$$G_{mt} = \frac{F_{mt} - F_m(t-1)}{F_m(t-1)}$$

Formülde bulunan; G_{it} , BİST-100 Endeksi'nin 30 işlem günü sonundaki kümülatif getirisini, F_{it} , BİST-100 Endeksi'nin i hisse senedinin arz günü ile aynı günden başlayarak 30. İşlem günündeki kapanış fiyatını, $F_i(t-1)$ ise BİST-100 Endeksi'nin i hisse senedinin arz gününden bir işlem günü önceki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

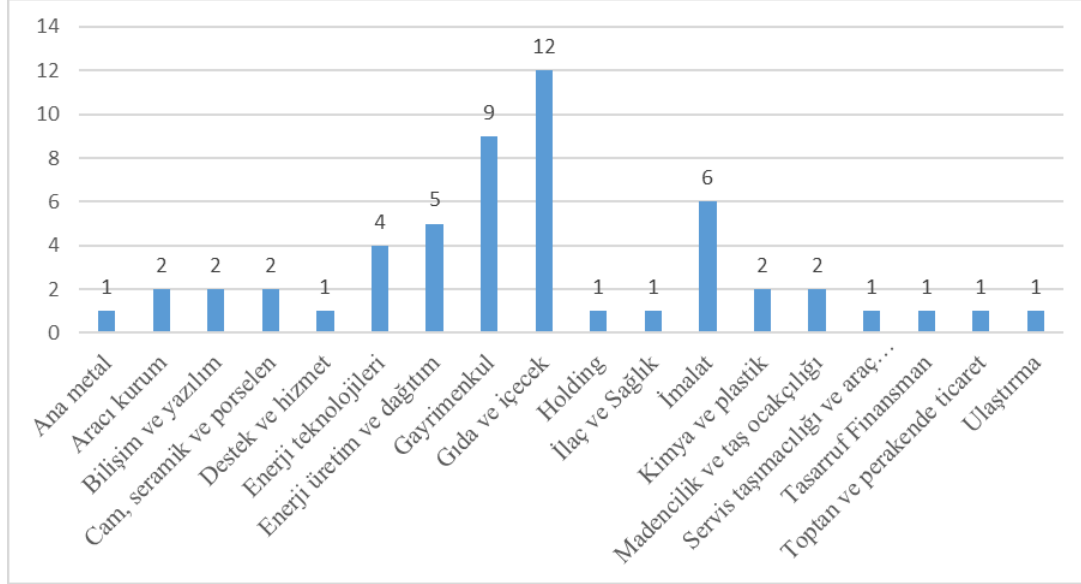
Halka arz olan hisse senetlerinin 30 işlem günündeki kümülatif getirisinden aynı dönemdeki BİST-100 endeksi kümülatif getirisi çıkarılarak kümülatif anormal getiriler elde edilmiştir.

$$\text{Kümülatif Anormal Getiri} = (G_{it} - G_{mt})$$

2023 yılında ilk defa halka arz olan şirketlerin sektörel dağılımları aşağıdaki Tablo 1 ve Şekil 1 yardımı ile gösterilmiştir.

Tablo 1: 2023 Yılında İlk Defa Halka Arz Olan Şirketler ve Sektörleri

SEKTÖR	HİSSE KODU
Ana Metal	Megmt
Aracı Kurum	A1 Cap, Skymd
Bilişim ve Yazılım	Forte, Reedr
Cam, Seramik ve Porselen	Bieny, Klser
Destek ve Hizmet	Macko
Enerji Teknolojileri	Astor, Cwene, Ekos, Eupwr
Enerji Üretim ve Dağıtım	Akfy, Cates, Enery, İzenr, Taten
Gayrimenkul	Adgyo, Asgyo, Avpgy, Begyo, Fzlg, Kzgyo, Mhrgy, Surgy, Vrgyo
Gıda ve İçecek	Agrot, Atakp, Bigch, Bydnr, Dmrgd Eksun, Göknr, Grtrk, Kayse, Ofsym Söke, Tabgd
Holding	Binho
İlaç ve Sağlık	Tnztp
İmalat	Bvsan, Dofer, Gıpta, Hatsn, Kboru, Mekag
Kimya ve Plastik	Kopol, Tarkm
Madencilik ve Taş Ocakçılığı	Cvkmd, Marbl
Servis Taşımacılığı ve Araç Kiralama	Borls
Tasarruf Finansman	Ktle
Toptan ve Perakende Ticaret	Ebebk
Ulaştırma	Paseu



Şekil 1: 2023 Yılında İlk Defa Halka Arz Olan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Tablo 1 ve Şekil 1 incelendiğinde, 2023 yılında ilk defa halka arzların en fazla gerçekleştiği sektör 12 halka arz ile Gıda ve İçecek sektörü iken, bu sektörü 9 halka arz ile Gayrimenkul sektörü takip etmiştir. Halka arzın az gerçekleştiği sektörler ise 1 halka arz ile Ana Metal, Destek ve Hizmet, Holding, İlaç ve Sağlık, Servis Taşımacılığı ve Araç Kiralama, Tasarruf Finansman, Toptan ve Perakende Ticaret ile Ulaştırma sektörleri olmuştur.

4. Analiz ve Bulgular

2023 yılında ilk defa halka arz olan şirketlerin ilk gün getirileri ve anormal getirileri aşağıdaki Tablo 2 yardımı ile gösterilmiştir.

Tablo 2: 2023 Halka Arzların İlk Gün ve Anormal Getirileri

Hisse Kodu	Hisse Getirisi	BİST-100 Getirisi	Anormal Getiri
A1Cap	10,00%	2,51%	7,49%
Adgyo	9,97%	-0,82%	10,80%
Agrot	9,98%	1,26%	8,72%
Akfye	10,00%	2,11%	7,89%
Asgyo	10,00%	-0,51%	10,51%
Astor	9,92%	1,30%	8,62%
Atakp	9,97%	1,66%	8,31%
Avpgy	-10,00% **	1,33%	-11,34% **
Begyo	10,00%	-0,82%	10,82%
Bieny	0,00%	-0,79%	0,79%
Bigch	0,18%	0,07%	0,11%
Binho	10,00%	1,18%	8,82%
Borls	9,96%	-0,94%	10,90%
Bvsan	10,00%	-1,35%	11,35%
Bydnr	10,00%	3,77%	6,23%
Cates	9,99%	1,58%	8,42%
Cvkmd	9,98%	-0,21%	10,19%
Cwene	10,00%	0,00%	10,00%

Dmrgd	9,96%	1,41%	8,55%
Dofer	9,99%	-2,20%	12,20%
Ebebk	10,00%	-0,44%	10,44%
Ekos	9,95%	1,26%	8,68%
Eksun	9,98%	-0,59%	10,57%
Enery	9,96%	-2,18%	12,13%
Eupwr	10,00%	-0,97%	10,97%
Forte	9,98%	-1,26%	11,24%
Fzlgıy	10,00%	3,08%	6,92%
Gıpta	9,95%	3,64%	6,31%
Göknr	10,00%	0,14%	9,86%
Grtrk	9,94%	-2,20%	12,14%
Hatsn	10,00%	0,48%	9,52%
İzenr	10,00%	-0,37%	10,37%
Kayse	-2,58%	-0,79%	-1,79%
Kboru	10,00%	3,77%	6,23%
Klser	10,00%	1,66%	8,34%
Kopol	10,00%	-0,21%	10,21%
Ktlev	9,90%	-0,67%	10,57%
Kzgyo	9,97%	-0,44%	10,41%
Macko	10,00%	-1,26%	11,26%
Marbl	9,94%	0,20%	9,73%
Megmt	9,89%	2,31%	7,58%
Mekag	10,00%	-0,86%	10,86%
Mhrgy	10,00%	-3,36%	13,36% *
Ofsym	10,00%	-0,37%	10,37%
Paseu	10,00%	-1,26%	11,26%
Reedr	10,00%	3,64%	6,36%
Skymd	10,00%	-2,51%	12,51%
Söke	10,00%	5,11%	4,89%
Surgy	9,90%	3,77%	6,13%
Tabgd	10,00%	3,19%	6,81%
Tarkm	10,00%	0,16%	9,84%
Taten	10,00%	1,33%	8,67%
Tnztp	9,99%	-5,19%	15,18%
Vrgyo	9,95%	-3,36%	13,31%

* En yüksek getiri, ** en düşük getiri

Tablo 2 incelendiğinde 2023 yılındaki ilk halka arzlarda ilk gün hisse senedi getiri performansının en kötü -10,00% ile Avpgy'de olduğu görülmekte iken, ilk gün en kötü anormal getiri performansının da -11,34% ile yine aynı hisse senedinde olduğu görülmektedir. Diğer yandan ilk gün hisse senedi getiri performansının en iyi seviye olan 10%'a yakın birden çok hisse senedinde olduğu gözlemlenmiş olsa da en iyi anormal getiri performansının 13,36% ile Mhrgy hisse senedinde olduğu görülmektedir.

Diğer yandan Kayse hissesinin ilk gün hisse senedi getirisinin -2,58%, anormal getirisinin de -1,79% olduğu görülmektedir. Yani bu hisse senedinin hem ilk gün hisse getirisi hem de anormal getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Diğer yandan 2023 yılına ilk defa halka arz olan 54 şirketten negatif getiriye sahip olan Avpgy ve Kayse hisse senetleri haricindeki 52 şirketin, ilk gün hem hisse getirilerinin hem de anormal getirilerinin pozitif olduğu görülmektedir.

2023 yılında ilk defa halka arz olan şirketlerin ilk 30 işlem günündeki kümülatif hisse senedi getirileri ve kümülatif anormal getirileri aşağıdaki Tablo 3 yardımı ile gösterilmiştir.

Tablo 3: 2023 Halka Arzları İlk 30 Günlük Kümülatif Hisse Getirileri ve Kümülatif Anormal Getiriler

Hisse Kodu	Kümülatif Hisse Getirisi	Kümülatif BİST-100 Getirisi	Anormal Getiri
A1Cap	48,8%	34,6%	14,2%
Adgyo	58,6%	-3,5%	62,1%
Agrot	117,1%	-4,1%	121,1%
Akfy	32,8%	-6,5%	39,2%
Asgyo	70,6%	11,9%	58,8%
Astor	250,8%	1,5%	62,1%
Atakp	93,2%	23,6%	69,5%
Avpgy	-5,8% **	12,8%	-18,6% **
Begyo	69,7%	0,2%	69,4%
Bieny	1,5%	35,7%	-34,2%
Bigch	-0,8%	27,2%	-28,0%
Binho	98,8%	-4,9%	103,7%
Borls	48,7%	2,1%	46,6%
Bvsan	93,9%	1,3%	92,6%
Bydnr	103,8%	13,0%	90,9%
Cates	9,5%	2,1%	7,5%
Cvkmd	30,6%	-7,3%	37,9%
Cwene	67,4%	24,4%	37,9%
Dmrgd	59,8%	-4,6%	64,4%
Dofer	133,1%	-1,9%	135,0%
Ebebk	49,4%	6,3%	43,0%
Ekos	204,5%	-4,1%	208,5%
Eksun	26,6%	-9,9%	36,5%
Ener	81,4%	7,2%	74,2%
Eupwr	131,5%	6,2%	125,4%
Forte	479,2%	30,2%	449,0%
Fzlg	140,7%	21,4%	119,2%
Gipta	39,3%	-7,3%	46,7%
Göknr	41,3%	-6,9%	48,2%
Grtrk	16,9%	13,6%	3,4%
Hatsn	137,4%	-4,2%	141,6%
İzenr	180,5%	6,8%	173,7%
Kayse	21,8%	35,7%	-13,8%
Kboru	248,6%	8,5%	240,1%
Klser	313,2%	23,6%	289,6%
Kopol	60,0%	-7,3%	67,3%
Ktle	120,4%	19,9%	100,5%
Kzgyo	50,1%	6,3%	43,8%
Macko	57,7%	-1,7%	59,4%
Marbl	24,8%	-1,5%	26,3%
Megmt	66,9%	6,8%	60,0%
Mekag	188,6%	-4,1%	192,7%

Mhrgy	31,9%	-0,3%	32,1%
Ofsym	159,4%	6,8%	152,6%
Paseu	110,2%	30,2%	80,0%
Reedr	90,1%	-2,5%	92,6%
Skymd	41,6%	-0,4%	42,0%
Söke	96,9%	10,8%	86,2%
Surgy	-3,8%	8,5%	-12,3%
Tabgd	10,0%	5,8%	4,2%
Tarkm	553,4% *	-4,9%	558,3% *
Taten	126,9%	7,3%	119,6%
Tnztp	54,0%	4,2%	49,8%
Vrgyo	54,1%	-0,3%	54,4%

* En yüksek getiri, ** en düşük getiri

Tablo 3 incelendiğinde 2023 yılındaki ilk halka arzlarda ilk 30 günlük kümülatif hisse senedi getiri performansının en kötü -5,8% ile Avpgy'de olduğu görülmekte iken, ilk 30 günlük en kötü kümülatif anormal getiri performansının da -18,6% ile yine aynı hisse senedinde olduğu görülmektedir. İlk 30 günlük kümülatif hisse senedi getiri performansının en iyi olduğu hisse 553,4% getiri ile Tarkm iken, aynı dönemde kümülatif anormal getiri performansının da 558,3% ile yine aynı hisse senedinde olduğu görülmektedir. Bu dönemde en iyi performansı gösteren ikinci şirket ise kümülatif hisse getirisi 479,2% ve kümülatif anormal getirisi 449,0% ile Forte olmuştur.

Diğer yandan Surgy hissesinin ilk 30 günlük kümülatif hisse senedi getirisinin -3,8%, kümülatif anormal getirisinin de -12,3% olduğu görülmektedir. Yani bu hisse senedinin hem 30 günlük kümülatif hisse getirisi hem de kümülatif anormal getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Diğer yandan 2023 yılına ilk defa halka arz olan 54 şirketten negatif getiriye sahip olan Avpgy ve Surgy hisse senetleri haricindeki 52 şirketin, ilk 30 günlük hem kümülatif hisse getirilerinin hem de kümülatif anormal getirilerinin pozitif olduğu görülmektedir.

5. Sonuç

Son yıllarda yatırımcılar tarafından ilk halka arzlara olan ilgi her geçen gün artmaktadır. Dolayısı ile yatırımcılardaki bu iştaha karşılık, halka arz yolu ile kendisine ucuz finansman sağlamak isteyen firma sayıları da artmaktadır. Hem yatırımcılar hem de firmalar tarafından halka arzlara gösterilen bu ilgi akademik çalışmalara da yansımış, araştırmacılar halka arz olan firmaların kısa ve uzun dönemli fiyat performanslarını çeşitli yöntemler ile inceleyerek literatüre katkıda bulunmuşlardır.

Bu çalışma, 2023 yılı ilk halka arzlarını kapsamı nedeniyle önem taşımaktadır. Çünkü 2023, ilk halka arzların en yoğun olduğu sene olmakla birlikte 2023 ilk halka arzlarının tamamı daha önceki çalışmalarda bulunmamaktadır.

Bu çalışmada, 2023 yılında Borsa İstanbul'da ilk defa halka arzı gerçekleştiren 54 şirketin hem ilk gün getirileri hem de ilk 30 işlem günündeki kümülatif getirileri hesaplanarak halka arzlarda kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın var olup olmayacağı ve düşük fiyatlandırmanın hisse senetlerinin bulunduğu sektör ile ilgili olup olmadığına yönelik analizler yapılmıştır. Bu doğrultuda ilk olarak 2023 yılında halka arz olan 54 şirketin hisse senetlerinin Borsa İstanbul'da işleme başladığı gün olan ilk gün getirileri bulunmuş, piyasa getirisi olarak kabul edilen BİST-100 endeksinin o günkü getirisinden çıkarılmış ve bu yöntemle ilk gün için anormal getiriler elde edilmiştir.

Daha sonra kümülatif anormal getiriler yöntemi kullanılarak, bu 54 şirketin hisse senetlerinin halka arz sonrası ilk 30 işlem günündeki kümülatif getirileri hesaplanmış, aynı dönem için BİST-100 endeksinin de

kümülatif getirisi hesaplanarak hisse senedi getirisinden çıkarılmıştır. Böylelikle çalışmaya konu olan 54 şirketin hisse senetlerinin ilk 30 işlem günündeki kümülatif anormal getirileri hesaplanmıştır.

Yapılan analizler sonucunda 2023 yılında halka arz olan 54 şirketin ilk gün getirileri incelendiğinde, ilk gün getirisi olarak en kötü performansın -10.00 % ile Avpgy'de olduğu görülmekte iken, yine ilk gün en kötü anormal getiri performansının da -11,34% ile Avpgy hisse senedinde olduğu görülmektedir. Ayrıca Kayse hissesinin ilk gün hisse senedi getirisinin de -2,58%, anormal getirisinin -1,79% olduğu görülmektedir. Yani bu hisse senedinin de hem ilk gün hisse getirisi hem de anormal getirisinin negatif olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, ilk halka arzlarda ilk gün getirilerinde düşük fiyatlandırmanın var olduğu sonucunu kanıtlar niteliktedir. Ayrıca negatif performans sergileyen bu iki şirketin aynı sektörde olmadığı gözlemlenmiş, Avpgy şirketi gayrimenkul sektöründe yer alırken Kayse şirketi gıda ve içecek sektöründe yer almaktadır. Bu durum ilk gün negatif hisse getirisi ve anormal getirinin tamamen şirketin bulunduğu sektör ile ilişkilendirilemeyeceği görüşünü ortaya çıkarmaktadır.

Diğer yandan ilk gün hisse senedi getiri performansının en iyi seviye olan 10%'a yakın birden çok sektörden birden çok hisse senedinde olduğu sonucuna varılmış ancak en iyi anormal getiri performansının 13,36% ile Mhrgy hisse senedinde olduğu gözlemlenmiştir. Mhrgy şirketi de Avpgy gibi gayrimenkul sektöründe yer almasına rağmen yüksek performans göstermiş ve halka arzlarda ilk gün getirilerinin tamamen şirketin bulunduğu sektör ile alakalı olmayabileceğini destekler niteliktedir. 2023 yılına ilk defa halka arz olan 54 şirketten negatif getiriye sahip olan Avpgy ve Kayse hisse senetleri haricindeki 52 şirketin, ilk gün hem hisse getirilerinin hem de anormal getirilerinin pozitif olduğu görülmektedir.

2023 yılındaki ilk halka arzlarda ilk 30 günlük kümülatif hisse senedi getiri performansının en kötü -5.8 % ile Avpgy'de, ilk 30 günlük en kötü kümülatif anormal getiri performansının da -18,6% ile yine aynı hisse senedinde olduğu gözlemlenmiştir. Diğer yandan aynı sektörde bulunan Surgy hissesinin ilk 30 günlük kümülatif hisse senedi getirisinin -3,8%, kümülatif anormal getirisinin de -12,3 % olduğu ortaya çıkmıştır. Yani bu iki hisse senedinin hem 30 günlük kümülatif hisse getirisi hem de kümülatif anormal getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Ancak 2023 yılında Gayrimenkul sektöründe ilk halka arzı gerçekleştiren 9 şirket olduğu ele alındığında, bu 2 şirketin kümülatif getirilerde negatif performans göstermesi, halka arzlardaki kısa dönem performansların sektöre bağlı olduğu görüşünün savunulması için yeterli değildir.

İlk 30 günlük kümülatif hisse senedi getiri performansının en iyi olduğu hisse 553,4% getiri ile Tarkm olduğu gözlemlenmişken, aynı dönemde kümülatif anormal getiri performansının da 558,3% ile yine aynı hisse senedinde olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bu dönemde getiri performansı açısından ikinci en iyi performansa sahip hisse senedi ise kümülatif hisse getirisi 479,2% ve kümülatif anormal getirisi 449,0% ile Forte olduğu gözlemlenmiştir. Hisse senetlerinin performansları, tamamen buldukları sektör ile ilgili olsa idi, aynı sektördeki bütün firmaların benzer performans göstermesi beklenebilirdi. Fakat Tarkm hisse senedinin Kimya ve Plâstik sektöründe, Forte hisse senedinin ise Bilişim ve Yazılım sektöründe ve iki farklı sektörde olduğu göze alındığında, kısa dönemde hisse senedi performanslarının tamamen sektöre bağlı olmadığı sonucu doğabilir.

Diğer yandan 2023 yılına ilk defa halka arz olan 54 şirketten negatif getiriye sahip olan Avpgy ve Surgy hisse senetleri haricindeki 52 şirketin, ilk 30 günlük hem kümülatif hisse getirilerinin hem de kümülatif anormal getirilerinin pozitif olduğu görülmektedir. Bu durum, ilk halka arzlarda kısa dönem getiri performanslarına bakıldığında, farklı sektörlerdeki hisse senetlerinden anormal kümülatif getiriler elde edilebileceğini göstermektedir.

Bu çalışmanın elde edilen sonuçlarından birisi olan, ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın var olabileceği sonucu literatürdeki benzer çalışmalarda da elde edilmiştir. Bu bağlamda, Özer (1999), Otlu ve Ölmez (2011), Sağlam ve Çelik (2011), Çakır ve Akkoç (2015), Açıkgöz ve Gökkaya (2017), Kahraman ve Coşkun (2020), Yaşar vd., (2020) yaptıkları çalışmalarda, ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın var olabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Sonuç olarak hem ilk gün getirileri hem de kısa dönem kümülatif getirileri incelendiğinde, ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın var olabileceği ancak aynı sektör içerisinde farklı performans gösteren firmalar olduğu için, bu durumun direkt olarak halka arz olan şirketin bulunduğu sektöre bağlanamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynaklar

- Açıkgöz, Ş. ve Gökkaya, V. (2017). Türkiye’de ilk halka arz getirilerinin değişkenliği. *Ege Akademik Bakış*, 17 (1), 33-58.
- Borges, M. R. (2007). Underpricing of initial public offerings: The case of Portugal. *Int Adv Econ Res*, 13, 65-80.
- Borsa İstanbul (2023). *Halka Arz*. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/150/halka-arz>
- Chipeta, C. ve Jardine, A. (2014). A review of the determinants of long run share price and operating performance of initial public offerings on the Johannesburg stock exchange. *International Business & Economics Research Journal*, 13(5), 1161-1176.
- Çakır, H. ve Akkoç, S. (2015). İlk halka arzların kısa dönem fiyat performansları: Borsa İstanbul’da sektörel karşılaştırmalı bir uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (4), 159-170.
- Çelik, M. K. (2016). Firmaların ilk halka arz sonrası faaliyet performanslarının değerlendirilmesi: Borsa İstanbul örneği. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12 (27), 267-282.
- Durukan, M. B. (2002), “The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: Case of the Istanbul stock exchange”, *Managerial Finance*, 28, 18-38.
- Elma, O. E. (2020). Underpricing puzzle at the scope of share return: A closer look at initial public offerings at Borsa İstanbul. *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 16 (1), 1-14.
- Gökkaya, V.ve Açıkgöz, Ş. (2017). The variability of IPO initial returns in Turkey. *Ege Academic Review*, 17(1), 33-58.
- Kahraman, İ. K. ve Coşkun, E. (2020). İlk halka arzda düşük fiyatlama seviyesi zamanla değişiyor mu? Borsa İstanbul üzerine bir araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34 (1), 141-161.
- Khin, E. W., Wong, W. B. ve Ting, L. S. (2017). Initial public offering (IPO) underpricing in Malaysian settings. *Journal of Economic & Financial Studies*, 05 (03), 14-25.
- Kıymaz, H. (1997), “İMKB’de halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları ve bunları etkileyen faktörler: İmalat sektörü 1990-1995 uygulaması”, *İMKB Dergisi*, 3, 47-73.
- 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, 213- 227.
- Kurtaran, A. T. (2012). Türkiye’de ilk halka arzların fiyat performanslarının sektörler itibariyle karşılaştırılması. Doktora Tezi, Trabzon: *Karadeniz Teknik Üniversitesi*.
- Kurtaran, A. T. (2012). Türkiye’deki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkinin analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 11 (Yaz 2013), 185-210.
- Küçükkoçoğlu, G. ve Alagöz, A. (2009). İMKB’de uygulanan halka arz yöntemlerinin karşılaştırmalı analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24 (2), 65-86.

- Mhagama, F. L. ve Topak, M. S. (2019). The relationship between initial public offering and firm performance: A research on Borsa Istanbul (BIST). *Istanbul Gelism University Journal of Social Sciences*, 6 (GELISIMUWE 2019 Special Issue), October 2019, 82-93
- Otlu, F. ve Ölmez, S. (2011). Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları ile fiyat performansını etkileyen faktörlerin incelenmesi, İMKB’de bir uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2 (2), 14-44.
- Özer B. (1999), Price performance of initial public offerings in Turkey. Ankara: *Sermaye Piyasası Kurumu Yayını*, Yayın No: 128,
- Ritter, J. R. ve Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.
- Sağlam, G. Y. ve Çelik, A. E. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda düşük fiyatlandırma ve aracılık türü, arz yılı, aracı kurum etkileri üzerine bir araştırma. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12 (2), 289-303.
- Ünlü, U. ve Ersoy, E. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performansın belirleyicileri: 1995-2008 İMKB örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2), 243-258.
- Yaşar, G., Terim, B. ve Kayalı, C. (2020). Borsa İstanbul’da 2013-2018 yılları arasında ilk kez halka arz edilen payların kısa dönem fiyat performanslarının incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12 (4), 3965-3980.
- Yazaroğlu, B. (2015). 2010-2014 Yılları arasında halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem performansları. Yüksek Lisans Tezi, Ankara: *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi*.
- Yıldırım, D. ve Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul’daki ilk halka arzlarda ilk gün düşük fiyat anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30 (1), 189-202.