



Dergi ana sayfası: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/pausbed>

Araştırma Makalesi

Atıf Bilgisi: Akkaplan, M, Doğru, Ç. & Ünal, S. (2026). Halka arzların hisse fiyat performansı. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 73, 298-312. <https://doi.org/10.30794/pausbed.1611325>

HALKA ARZLARIN HİSSE FİYAT PERFORMANSI

Mert AKKAPLAN^{1*}, Çağlar DOĞRU², Serkan ÜNAL³

¹Öğr. Gör., Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, İşletme Yönetimi Programı, mert.akkaplan@ufuk.edu.tr, <https://orcid.org/0009-0007-6623-8432>

²Doç. Dr., Ufuk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, caglar.dogru@ufuk.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-4215-8979>

³Doç. Dr., Ufuk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, serkan.unal@ufuk.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-7060-979X>

Öz

Bu çalışmada 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul'da payları ilk defa halka arz olan 294 şirketin halka arz olduğu günden itibaren kısa ve uzun vadeli fiyat performansları araştırılmıştır. Araştırmada ilk olarak şirketlerin ilk halka arz fiyatları tespit edilmiş, sonrasında halka arz tarihinden itibaren üç yıla kadarki performansları belirlenmiştir. Halka arz olan şirketlerin hisse senedi fiyat performansları test edilerek, BIST100 ve XTUMY endekslerinin performansına kıyasla anlamlı bir farklılığın olup olmadığı araştırılmıştır. Şirketlerin piyasa değerleri büyüklüğü ile anormal getiri arasında ilişki olup olmadığı da test edilmiştir. Araştırmada t testi yöntemi kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre halka arz edilen hisse senetleri ilk bir hafta ve bir yılda gösterge endekslerden pozitif yönde ayrılmaktadır. Halka arzdan sonraki üç yıllık getirilerde ilgili referans endekslerden negatif ayrıştıkları gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Halka arz, Hisse senedi değerlemesi, Performans analizi.

SHARE PRICE PERFORMANCE OF IPOs

Abstract

In this study, the short- and long-term price performances of 294 companies that conducted their initial public offerings (IPOs) on Borsa Istanbul between 2010 and 2024 were examined. First, the IPO prices of these companies were identified, and their performances were tracked for up to three years from the IPO date. The stock price performances of these companies were tested to determine whether there was a significant difference compared to the performance of the BIST100 and XTUMY indices. Additionally, the relationship between the market capitalization of the companies and abnormal returns was analyzed. The t-test method was used in the study. According to the findings, the stocks offered through IPOs exhibited positive divergence from the benchmark indices within the first week and the first year. However, during the three years following the IPO, the returns were observed to diverge negatively from the relevant reference indices.

Keywords: Initial public offering, Stock valuation, Performance analysis.

* Sorumlu Yazar: Mert AKKAPLAN, (mert.akkaplan@ufuk.edu.tr)

Yayımlanan makalenin telif hakkı, CC BY 4.0 lisansı kapsamında yazara aittir. Bu lisansın bir kopyasını görmek için şu adresi ziyaret ediniz: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

1. GİRİŞ

Şirketler; borçlarını ödeyebilmek, büyüme kaydedebilmek, yeni yatırımlar yapabilmek ve faaliyetlerini sürdürebilmek için sermaye artırımına ihtiyaç duyabilmektedir. Şirketler, halka arzlar ile sermaye artışına giderek fon ihtiyaçlarını kolaylıkla karşılayabilirken bunun dışında da halka arz olmak için farklı motivasyonlara sahip olabilirler. Halka açılmanın kurumsal açıdan gelişim, prestij elde etme ve firma tanınırlığını artırma gibi faydaları olabilir.

Payları borsada ilk defa işlem görecektir şirketler değerlendirildiğinde, bu şirketlerin halka arz olma süreçlerinde en önemli aşamalarından bir tanesi ilk halka arz fiyatının belirlenmesidir. Çünkü ilk halka arz fiyatının olması gerektiğinden yüksek belirlenmesi halinde yatırımcılar büyük kayıplar yaşayabilecektir. Tam tersi durumda ise payları halka arz olan şirketler, olması gereken miktardan daha düşük fon elde edeceklerinden dolayı telafi edilemeyecek finansman kayıpları ile karşılaşabileceklerdir.

Borsa İstanbul'da, payları ilk defa işlem görecektir şirketler, halka arz olma aşamasında aracı kurumlar ile belli bir ücret karşılığında anlaşma yapmak suretiyle şirketlerinin değerlemelerini yaptırmaktadır. Aracı kurumlar bu şirketleri değerlendirerek Fiyat Tespit Raporları düzenlemektedir. Böylece şirketlerin değerleri ve ilk halka arz fiyatları ortaya çıkmaktadır.

Ancak; aracı kurumların Sermaye Piyasası Kurulu tarafından resen tayin edilmeyip, halka arz olacak şirketlerin ve aracı kurumların karşılıklı ortak iradeleri ile belli bir ücret mukabilinde anlaşma yapması sonucunda; şirketlerin aracı kurumlardan değerlendirme hizmeti alması birtakım çıkar çatışması sorunlarını da beraberinde getirebilmektedir.

Örneğin, birçok sayıda faaliyet gösteren aracı kurumların, artan rekabet koşullarında müşteri kaybı yaşamamak adına, değerlendirme yaptıkları şirket yönetiminin beklediği finansal değerlerde raporlama yapma baskısı yaşayabilirler.

Bu hususlar dikkate alındığında payları ilk defa Borsa İstanbul'da halka arz olacak şirketlerin ilk halka arz fiyatlarının yüksek değeriyle değerlendirilmediği, bu şirketlerin kısa ve uzun vadede anormal getiri sağlayıp sağlamadığı, sonuç olarak hisse senedi fiyatlarının kısa ve uzun dönemdeki performans düzeylerinin nasıl gerçekleştiği sorularına bu çalışmada cevap aranmaya çalışılmıştır.

Literatürde hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hem hisse senedi performanslarının kısa ve uzun dönemdeki analizlerinin hem de Borsa İstanbul'daki toplam şirket sayısının önemli payına sahip şirket sayısının analiz edildiği çalışma sayısı oldukça sınırlıdır. Ayrıca, özellikle 2020 yılından sonra Borsa İstanbul'da halka arz edilen hisse senedi sayısında ciddi bir yükselme yaşanmıştır. Bu çalışma hem geniş bir dönemi kapsamaktadır hem de kısa ve uzun vadeli getirileri bir arada incelemektedir. Bu hususlar dikkate alındığında çalışmanın yatırımcılara ve düzenleyici otoritelere karar verme süreçlerinde yardımcı olabileceği ve literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Son yıllarda Borsa İstanbul'da yatırımcı sayısı önemli ölçüde artmıştır. 2019 sonuna kadar yaklaşık 1 milyon mertebesinde olan hisse senedi yatırımcı sayısı 2023 yılında 8 milyonu geçmiştir (MKK, 2024). Yatırımcı sayısındaki artışta halka arzlar önemli bir rol oynamaktadır ve her yıl milyonlarca yatırımcı halka arzlara katılmaktadır (TRT Haber, 2024). Bu nedenle payları ilk kez halka açılan şirketlerin, kısa ve uzun dönemde hisse senetleri fiyatları performanslarının nasıl gerçekleştiğinin belirlenmesi çok sayıda yatırımcı açısından önemlidir.

Bu makalede 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul'da halka arz olan 294 şirketin halka arz edildiği günden itibaren fiyat performansları analiz edilmiştir. Çalışılan dönem süresinin uzun tutulması sayesinde daha fazla sayıda şirketlerin halka arz performansı analiz kapsamına dahil edilmiştir. Şirketlerin halka arz olduğu tarihten itibaren hisse senetlerinin fiyat performansları analiz edilerek literatüre katkı sunulması amaçlanmıştır.

Makalenin ikinci kısmında gerek Borsa İstanbul'da gerekse diğer ülkelerdeki borsalarda halka arz olan şirketlerin hisse senetleri fiyat performanslarının araştırıldığı literatürdeki çalışmalar, üçüncü kısmında çalışmanın metodolojisi, dördüncü kısımda ise çalışmada elde edilen sonuç sunulmuştur.

2. LİTERATÜR

Carter ve Manaster (1990), 1979 ile 1983 yılları arasında payları Borsa'da ilk kez halka arz olan 501 şirketi incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, aracı kurumun prestiji ile pazarlamış oldukları halka arz edilen şirketlerin hisse senetleri fiyat artışları arasında anlamlı bir negatif ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Aggarwal ve Rivoli (1990), ilk halka arz zamanında alım yapan ve erken piyasa sonrası işlemlerde satın alıp bir yıl boyunca elinde tutan yatırımcıların getirilerinin negatif olduğunu belirtmiştir.

Ritter (1991), Amerika'da 1975-1984 döneminde 1526 adet halka arz olan şirketleri incelemiş, halka arz sonrası 36 aylık süreçte, 2. aydan itibaren azalma eğiliminde olmakla beraber kümülatif düzeltilmiş getirilerin ilk 4 ayda pozitif olduğu, 5. ayda negatife döndüğü (% -0,12) ve 36. ayda ise -%29,13'e kadar kümülatif getirilerde değer düşüklüğü olduğunu tespit etmiştir.

Levis (1993), 1980-1988 yılları arasında İngiltere'de halka arz edilen şirketlerin 36 aylık performanslarını incelemiş, 36 aylık süre sonunda ilk günlük getiriler dahil olmak üzere halka arzların kümülatif düzeltilmiş getirilerinin pozitif olduğunu tespit etmiştir.

Ljungvist (1997), 1970-1993 yılları arasında Almanya'da halka arz edilen 189 şirketi incelemiştir. Halka arzların ilk üç yıllık işlem süreleri boyunca yüzde 12'den fazla değer kaybettiğini tespit etmiştir.

Durukan (2002), 1990-1997 yılları arasında Borsa İstanbul'da payları ilk defa halka arz olan şirketleri analiz etmiş, başlangıçta bilinçli olarak yapılan düşük fiyatlandırmadan ve yatırımcıların aşırı değerlemesinden dolayı anormal getirilerin olduğunu; ancak uzun vadede düşük performansın mevcut olduğunu belirtmiştir.

Ünlü (2006), Borsa İstanbul'da 1990-1995 yılları arasında payları ilk defa halka arz olan Bankaların hisse senetleri fiyatlarının üç yıllık performanslarını incelemiştir. Yapılan araştırma sonucuna göre, bankacılık sektöründe ilk ve ikinci yılın sonunda düşük performansın gerçekleştiğini, ilk yılın sonunda ortalama -%27,03 getirinin, ikinci yılın sonunda ise ortalama -%42,65 getirinin gerçekleştiğini, ilk iki yılda ortaya çıkan negatif getirinin yatırımcıların bankacılık sektörüne karşı olumsuz yönde bakış açısına neden olduğunu, üçüncü yılın sonunda (uzun vadede) ise yüksek performansın gerçekleştiğini (ortalama %18,25), bu durumun da yatırımcılar nezdinde pozitif bir ortam yaratabileceğini belirtmiştir.

Bildik ve Yılmaz (2008), 1990-2000 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk defa payları halka arz olan şirketlerin performanslarını incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda kısa dönemde pozitif getiri (%5,94), üç yıllık faaliyet sonucunda ise negatif getiri (-%84,50) ile sonuçlandığı tespit edilmiştir. Ayrıca; araştırmada; halka arz olan şirketlerin faaliyette olduğu piyasa koşullarının, halka açıklık oranının, şirketin büyüklüğünün ve aracı kurumların itibarının, halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin kısa vadedeki performansını etkilediği tespit edilmiştir.

Ünlü ve Ersoy (2008), 1995-2008 yılları arasında payları ilk defa Borsa İstanbul'da halka arz olan şirketlerin kısa dönem performanslarını incelemiş, yapılan çalışma sonucunda Borsa İstanbul'da ilk işlem gününde düşük fiyatlamasının varlığının ve şirketlerin paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladıktan kısa süre sonrasında yüksek performansın mevcut olduğuna dair kanıtların mevcut olduğu belirtilmiştir. Halka arzın gerçekleştiği ilk gün ortalama %6,52 getirinin gerçekleştiği tespit edilmiştir. Ayrıca şirketlerin hisse senetleri fiyatlarının kısa dönemde yüksek performans gerçekleştirmesinin, yatırımcıların taleplerinde artışı mümkün kılabilceği bu sayede de firmaların piyasa değerlerinde artışın gerçekleşebileceği belirtilmiştir.

Altan ve Hotamış (2008), 2000-2006 yılları arasında payları ilk kez Borsa İstanbul'da halka arz olan şirketlerin hisse senetleri fiyatlarının kısa dönemdeki performanslarını analiz etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, kısa vadede düşük ya da yüksek performansın mümkün olabildiği; araştırma konusunu oluşturan, 2000-2006 yılları arasında Borsa İstanbul'da halka arz olan şirketlerin, ilk işlem gününde düzeltilmiş getirilerin maksimum %26,51, minimum -%17,93 ve ortalama %6,78 olarak gerçekleştiğini belirtmiştir.

Goergen vd. (2009), Almanya ve Fransa borsalarında düşük fiyatlandırmanın mevcut olup olmadığını incelemiştir. Yapılan araştırma sonucunda, 1997-2000 yılları arasında Almanya borsasında payları ilk defa halka arz olan 325 şirket ve 1996-2000 yılları arasında Fransa borsasında payları ilk defa halka arz olan 158 şirketin hisse değerlerini analiz etmiştir. Almanya'daki hisselerin ilk gün getirileri ortalamasının %53 düzeylerinde olduğunu, Fransa'daki şirketlerin hisselerinin ilk gün getirilerinin ortalamasının ise %21 düzeylerinde olduğunu tespit etmiştir.

Otlı ve Ölmez (2011), 2006 ile 2011 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk defa payları halka arz olan 53 şirketin hisse senetlerinin kısa dönemdeki fiyat performanslarını analiz etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, payları ilk defa Borsa İstanbul'da halka arz olan şirketlerin ilk işlem günündeki düzeltilmiş anormal getirisinin %6,99 oranında düşük değerlendirildiği tespit edilmiştir.

Kurtaran (2013), 1994-2009 yılları arasında Borsa İstanbul'da payları ilk kez halka arz edilen şirketlerin ilk günkü getirileri ve uzun dönemde gerçekleştirdikleri performanslarını incelemiştir. Yapılan araştırma sonucunda halka arz olan şirketlerin %65,85'inde düşük fiyatlandırmanın, %24,88'inde yüksek fiyatlandırmanın ve %9,27'sinde ise hisse senetleri fiyatlarında bir değişikliğin olmadığı, ilk işlem gününde pozitif getirinin gerçekleştiği (%8,32), imalat sanayi sektörünün yatırımcılara en yüksek getiri sunan sektör olduğu tespit edilmiştir. Halka arz edilen şirketlerin uzun dönemdeki gerçekleştirmiş olduğu performanslara bakıldığında; kümülatif getiriler yöntemine göre; ilk yılın sonunda negatif (-%8,60), ikinci yılın sonunda pozitif (%24,96), üçüncü yılın sonunda ise pozitif (%44,10) getiri gerçekleşmiştir. Satın al elde tut yöntemine göre ise birinci yılın sonunda negatif (-%23,14), ikinci yılın sonunda negatif (-%31,87) ve üçüncü yılın sonunda negatif (-%38,77) getiri gerçekleşmiştir.

Agathee vd. (2014), payları ilk kez Mauritius Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmek üzere halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun vadedeki performanslarını araştırmıştır. Yapılan çalışma sonucunda uzun vadede kötü performans gerçekleştiğini, halka arz olan şirketlerin, halka arz olduktan üç yıl sonra, eşit ağırlıklandırılmış ortalama kümülatif getirilerin negatif olduğunu (-%16,50) tespit etmiştir.

Bayram (2015), 1999-2009 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk defa payları halka arz olan şirketlerin kısa ve uzun vadedeki hisse senedi fiyatlarının performanslarını incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, ilk gün yüksek performansın gerçekleştiği, anormal getiri medyanının %6,85 oranında gerçekleştiği, uzun dönemde ise düşük performansın gerçekleşmiş olduğu, üçüncü yılın sonunda kümülatif anormal getiri yöntemine göre anormal getiri medyanının -%47 oranında gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Yıldırım ve Dursun (2016), Borsa İstanbul'da 2004-2014 yılları arasında payları ilk defa halka arz olan 110 şirketi incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, ilk gün düşük fiyat anomalisinin mevcut olduğunu, düşük fiyat anomalisinin etkisinde azalma olmakla beraber ikinci gün de devam ettiğinin görüldüğü belirtilmiştir.

Kaya (2017), Borsa İstanbul'da 2002-2006 yılları arasında payları ilk defa halka arz olan şirketlerin, yatırımcılara uzun vadede anormal getiri sağlayıp sağlamadığını CAPM (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) yöntemi kullanarak araştırmıştır. Yapılan çalışma sonucunda, hisse senetlerini elde tutma süresi uzadıkça anormal getiride artışın mümkün olduğunu, ortalama anormal getirileri; birinci yılın sonunda -%13,20, üçüncü yılın sonunda %19,40 ve beşinci yılın sonunda ise %79,20 olarak tespit etmiştir. Ancak birinci ve üçüncü yılın sonunda ortaya çıkan bulguların istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığını, beşinci yılın sonunda ortaya çıkan bulguların ise istatistiksel olarak anlamlı çıktığını belirtmiştir.

Dhamija ve Arora (2017), 2005-2015 yılları arasında Hindistan Borsasında payları ilk defa halka arz edilen 377 şirketin uzun vadeli performansını incelemiştir. Yapılan araştırma sonucunda, halka arz edilen şirketlerin başlangıçta borsadaki diğer şirketlere göre daha iyi performans (ortalama %22 getiri) gösterdiği, uzun vadede ise önemli ölçüde düşük performans gerçekleştiğini, 36 aylık elde tutma süresinde -%57,33 oranında negatif getirinin gerçekleştiğini tespit etmiştir.

Özer (2020) çalışmasında 2007-2019 yılları arasında ilk kez halka arz edilmiş hisselerden hareket ederek piyasa anomalilerini incelemiştir. Çalışmada toplam 138 şirket ele alınmıştır. Analiz yapılırken kısa dönem için 21 günlük uzun dönem için 36 aylık getiri verisinden faydalanılmıştır. Çalışmada ilk gün anormal getirisi %5,17 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca 2016 yılı dışında bütün yıllarda düşük fiyat anomalisine rastlanmıştır. Çalışmada ayrıca sıcak ve soğuk piyasa şartlarında halka arz edilen şirketlerin performansları incelenmiştir. Kısa vadede sıcak piyasaların uzun vadede ise soğuk piyasa şartlarının halka arzlardaki anormal getiriye olumlu katkı sağladığı görülmüştür.

Bakırhan (2021), Borsa İstanbul'da 1993-2020 yılları arasında ilk defa payları halka arz olan şirketlerin kısa ve uzun vadedeki hisse senedi fiyat performanslarını incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, ilk işlem gününde anormal getirinin mevcut olduğunu, kısa dönemde yüksek performansın gerçekleştiğini belirtmiştir. Uzun dönemde ise, araştırma kapsamındaki halka arz olan şirketlerin üç yıl sonrası performanslarının, satın al ve elde tut yöntemine göre aynı dönemdeki endeks getirisine nazaran %47,27 oranda daha düşük performans gösterdiği, bu nedenle Borsa İstanbul'da ilk defa halka arz olan şirketlere yatırım yapan yatırımcıların zarar ettiğini, ancak uzun vadede, zaman zaman endeksin üstünde getirinin de mümkün olabildiğini belirtmiştir.

Bakırhan ve Sayılğan (2023), Borsa İstanbul'da 1993-2020 yılları arasında payları ilk defa halka arz olan 347 şirketin kısa ve uzun dönemde gerçekleştirmiş olduğu performanslarını incelemiştir. Kısa vadede pozitif getirinin gerçekleştiği araştırma sonucunda ortaya konulmuştur. Bu kapsamda; halka arzın gerçekleştirildiği ilk işlem gününde %6,74 oranında ortalama aşırı getirinin, bir ay sonunda ise %16,96 oranında ortalama aşırı getirinin gerçekleştiği tespit edilmiştir. Satın al elde tut yöntemine göre tespit edilen uzun dönemde gerçekleşen performansla bakıldığında, gerçekleşen üç yıllık süre zarfında minimum -%1079,60, maksimum %4622,64 oranında aşırı getirinin gerçekleştiği tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda; uzun vadede genel manada düşük performans gözlemlenmiş olmakla beraber aşırı getirinin de mümkün olabildiği ortaya konulmuştur.

3. ARAŞTIRMA

3.1. Data

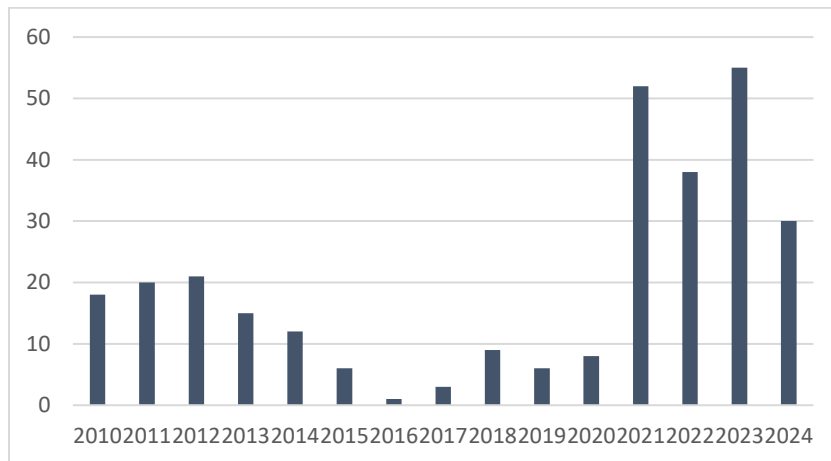
Bu çalışmada veri seti olarak 01.01.2010 ile 17.09.2024 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da halka arz olan 294 şirketin, hisse senetlerinin kısa ve uzun vadeli fiyat performans verisi kullanılmıştır.

3.2. Metodoloji

Araştırmada analiz üç aşamada gerçekleştirilmiştir.

İlk olarak 01.01.2010 ile 17.09.2024 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da halka açılan 294 şirketin halka arz fiyatları tespit edilmiştir. Araştırma verisinde kullanılan halka arzların yıllara göre dağılımı Şekil 1'de sunulmuştur.

Şekil 1. Araştırmada kullanılan halka arzların yıllara göre dağılımı.



Sonrasında halka arzların t+5, t+30, t+91, t+365 ve t+1095 zamanlarındaki getirileri yüzdesel olarak hesaplanmış, yine aynı şekilde BIST100 endeksinin de getirileri yüzdesel olarak hesaplanmıştır.

Şirketlerin hisse senedi fiyat performanslarının BIST100 endeksine ve XTUMY endeksine kıyasla anormal getirileri test edilmiştir.

Yapılan hesaplamada aşağıdaki formüller kullanılmıştır.

Hisse senetlerinin t+1 dönem getirisi ($R_{i,t+1}$) şu şekilde hesaplanır:

$$R_{i,t+1} = \frac{P_{i,t+1}}{P_{i,t}} - 1$$

$P_{i,t+1}$; i firmasının t+1 günündeki hisse senedi kapanış fiyatını,

$P_{i,t}$; i firmasının halka arz olduğu fiyatı göstermektedir.

BIST100 endeksinin t+1 dönem getirisi ($R_{m,t+1}$) ise şu şekilde hesaplanır:

$$R_{m,t+1} = \frac{P_{m,t+1}}{P_{m,t}} - 1$$

Formülde;

$P_{m,t+1}$; BIST100 endeksinde t+1 günündeki kapanış fiyatını,

$P_{m,t}$; BIST100 endeksinde t günündeki kapanış fiyatını göstermektedir.

Şirketin belli bir gündeki anormal getirisi ise t+1 günündeki getirisi ($R_{i,t+1}$) ile aynı gündeki BIST100 endeksi getirisi ($R_{m,t+1}$) arasındaki farktır.

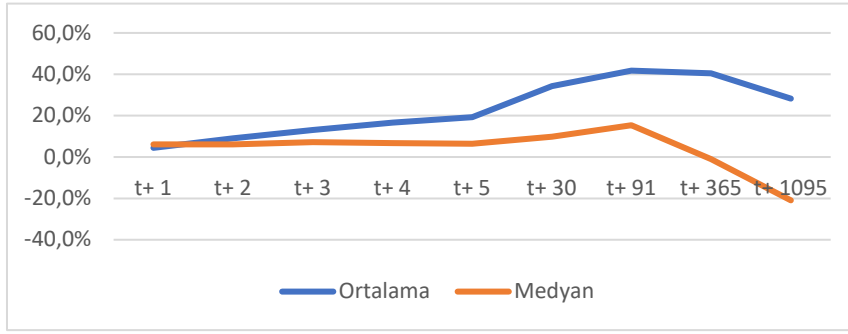
$$AR_{i,t+1} = R_{i,t+1} - R_{m,t+1}$$

Çalışmanın ikinci aşamasında t testleri uygulanmıştır. Araştırmada halka arz edilen hisselerin ortalama getirileri ile BIST100 endeksinin ortalama getirileri arasında fark olup olmadığı test edilmiştir. Şirketlerin büyüklüğü ile elde edilen sonuçlar arasında ilişki olup olmadığının anlaşılması için araştırmanın üçüncü aşamasında halka arz edilen şirketlerin piyasa değeri ile getirileri arasında ilişki olup olmadığı test edilmiştir. Son dönemdeki halka arzlar incelendiğinde genelde halka arz edilen şirketlerin küçük ölçekli olduğu görülmüştür. Bu nedenle araştırmanın son aşamasında anormal getirilerin tespiti için XTUMY endeksi referans alınmış ve yeni halka arz edilen hisse senetlerinin getirileri XTUMY endeksinin getirisi ile kıyaslanmıştır.

3.3. Bulgular

İlk halka arzların anormal getirisini hesaplayabilmek için halka arz edilen şirketlerin günlük getirileri ve BIST100 endeksinin günlük getirileri kıyaslanmıştır.

Çalışmanın konusunu oluşturan 2010-2024 yılları arasında halka arz olan 294 şirketin BIST100 endeksine kıyasla anormal getirilerinin ortalaması tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular Şekil 2'de özetlenmiştir:

Şekil 2. 2010-2024 yılları arasında halka arz edilmiş şirketlerin BIST100 endeksine kıyasla anormal getirileri.

Yine yukarıda bahsedilen şekilde hesaplanan anormal getirilerin, yıllara göre ortalamalarının yüzdesel gelişimi ise Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Yıllara ve farklı zaman dilimlerine göre BIST100 endeksine kıyasla anormal getiri ortalamalarının gelişimi.

	t+ 1	t+ 2	t+ 3	t+ 4	t+ 5	t+ 30	t+ 91	t+ 365	t+1095
2010	3,80%	8,20%	7,60%	8,90%	11,80%	6,30%	10,50%	18,90%	-17,00%
2011	1,10%	2,90%	3,90%	4,90%	6,50%	14,70%	21,00%	-9,60%	-23,40%
2012	0,90%	2,90%	5,00%	5,90%	5,60%	2,20%	-4,40%	-29,60%	-16,00%
2013	-0,30%	0,50%	1,20%	1,00%	0,80%	8,20%	26,70%	21,90%	22,30%
2014	-0,50%	-0,60%	-1,70%	-2,70%	-2,80%	3,50%	-3,00%	3,00%	13,00%
2015	-0,10%	1,00%	0,50%	2,60%	0,50%	-0,40%	10,00%	-8,00%	34,10%
2016	-2,50%	-4,70%	-0,90%	-2,90%	-2,10%	-13,80%	56,90%	25,10%	-25,10%
2017	5,70%	8,60%	10,50%	10,20%	10,20%	3,10%	3,40%	-9,90%	150,90%
2018	2,20%	0,50%	-1,20%	-1,60%	-1,60%	-2,10%	1,90%	31,90%	146,70%
2019	2,10%	4,80%	5,30%	3,50%	3,80%	1,70%	28,00%	158,00%	71,20%
2020	10,60%	23,00%	36,10%	51,40%	66,20%	94,00%	156,00%	250,60%	369,70%
2021	4,60%	8,00%	11,80%	14,90%	15,90%	35,00%	30,80%	37,30%	-10,20%
2022	5,20%	9,80%	14,70%	18,10%	21,80%	34,60%	49,50%	65,30%	
2023	8,40%	17,30%	26,80%	34,10%	40,90%	78,70%	99,70%	67,60%	
2024	5,90%	13,50%	17,40%	23,70%	25,40%	42,60%	22,70%		

Tablo 1 incelendiğinde, 2010-2019 yıllarında anormal getirilerin oldukça dalgalı olduğu görülmektedir. Özellikle 2011, 2012 ve 2016 gibi yıllarda farklı dönemlerde belirgin negatif getiriler görülürken, bazı dönemlerde yüksek pozitif getiriler de kaydedilmiştir. 2020’den itibaren anormal getirilerde büyük artışlar gözlenmektedir. Örneğin, 2020 yılında t+365 getirisi %250,6, 2023 yılında ise %67,6’dır. Bu durum, pandeminin tetiklediği piyasa dinamikleri ve ardından gelen ekonomik politikaların etkisini yansıtmaktadır. Gerçekleşen bu durumun Temmuz 2019 ve Aralık 2020 arasındaki TCMB’nin M2 para arzındaki genişlemeden kaynaklandığı düşünülmektedir. Belirtilen dönemlerde M2 para arzındaki yıllık değişim %6 seviyelerinden %30 seviyelerine kadar yükselmiştir. (Ünal ve Çömlekçi, 2021). 2020 yılındaki bu özel durum hariç bırakıldığında halka arz edilen şirketlerin, halka arz tarihini takip eden üç yıllık dönemlerde endeksten negatif ayrıştığı görülmektedir.

Bazı hisselerin getirilerinin ortalama getiriden çok daha farklı olması ve getiri dağılımının özellikle uzun vadede sağa yatık olması Tablo 1’de sunulan sonuçların yanlış yorumlanmasına yol açabilir. Bu nedenle anormal getirilerin, yıllara göre medyanlarının yüzdesel gelişimi ise Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. Yıllara ve farklı zaman dilimlerine göre BIST100 endeksine kıyasla anormal getirilerin medyanlarının gelişimi.

	t+ 1	t+ 2	t+ 3	t+ 4	t+ 5	t+ 30	t+ 91	t+ 365	t+1095
2010	-0,60%	-0,40%	0,00%	0,30%	0,30%	1,80%	-2,60%	-2,60%	-42,90%
2011	-1,40%	-0,60%	0,90%	1,00%	0,40%	-0,20%	0,30%	-23,10%	-50,70%
2012	-1,10%	-0,70%	0,80%	0,60%	-0,50%	-2,10%	-10,00%	-37,70%	-38,60%
2013	-1,00%	-0,80%	0,60%	-1,60%	-2,30%	7,80%	20,90%	11,00%	-13,80%
2014	0,10%	-1,00%	-2,10%	-3,40%	-3,40%	-4,50%	-7,30%	-18,20%	1,80%
2015	-0,50%	0,50%	1,60%	0,60%	0,70%	-1,50%	3,20%	-5,70%	47,10%
2016	-2,50%	-4,70%	-0,90%	-2,90%	-2,10%	-13,80%	56,90%	25,10%	-25,10%
2017	-0,30%	-1,30%	-2,40%	-1,20%	-1,20%	-7,90%	6,60%	-9,40%	1,70%
2018	0,50%	-0,10%	-1,50%	-1,80%	-0,80%	-0,90%	3,30%	1,10%	104,90%
2019	-0,30%	-4,00%	-3,70%	-2,80%	-1,80%	-2,20%	31,90%	174,70%	35,90%
2020	9,50%	20,00%	31,00%	44,10%	57,00%	100,80%	101,70%	156,50%	35,80%
2021	8,40%	7,00%	8,60%	12,10%	8,90%	11,30%	12,20%	-3,50%	-37,80%
2022	8,40%	16,70%	9,90%	10,00%	10,60%	8,50%	20,70%	6,70%	
2023	9,60%	20,40%	33,00%	43,40%	55,10%	44,40%	49,00%	20,40%	
2024	9,80%	20,50%	24,90%	38,00%	29,10%	3,30%	1,50%		

Tablo 2 incelendiğinde ilk beş gün (t+1 ila t+5) içinde, yıllar arasında dalgalanmalar gözlemlenmiştir. Örneğin, 2020 ve sonrası yıllarda pozitif getiriler dikkat çekerken, önceki yıllarda özellikle 2016 gibi dönemlerde negatif getiriler öne çıkmaktadır. Orta vadede (t+30 ve t+91), 2020 yılı %100,8 gibi yüksek bir anormal getiri ile olumlu bir ayrışma sergilerken, 2016'da ise ciddi negatif anormallikler (-13,8%) göze çarpmaktadır. Bu durum yukarıda açıklandığı üzere Covid-19 sonrası yaşanan anomaliye kaynaklanmaktadır. Uzun vadede (t+365 ve t+1095), genel olarak halka arz edilen hisselerin getirilerinin yıllara göre farklılık gösterdiği görülmektedir. Bununla birlikte elde edilen sonuçlar Tablo 1 ile uyumludur. Her iki tabloyu kısaca özetlersek halka arz edilen şirketlerin kısa vadede endeksten pozitif, uzun vadede ise negatif ayrıştığı görülmektedir.

Araştırma kapsamında ele alınan halka arz edilmiş hisse senedi getirilerinin BIST100 endeksinden ayrışıp ayrışmadığının tespit edilmesi için t testleri ile analiz yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3. t testleri.

	t+5	t+30	t+91	t+365	t+1095
Halka Arz Edilen Hisselerin Ortalaması	%19,50	%36,80	%53,40	%119,70	%319,40
BIST100 Ortalaması	%0,30	%2,40	%8,20	%54,00	%194,30
Halka Arz Edilen Hisselerin Varyansı	%8,50	%57,90	%112,40	%499,50	%24405,10
BIST100 Varyansı	%0,20	%0,70	%3,00	%32,30	%675,20
Gözlem Sayısı	294	291	284	247	155
Olasılık	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
t istatistiği	-11,1	-7,5	-7,00	-4,3	-0,4

Gerek kısa gerek uzun vadelerde halka arz olan şirketlerin hisse senedi performansının BIST100 endeksinin üstünde olduğu görülmektedir. Fakat üç yıllık vadede elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Özellikle 2019 sonrası dönemde XTUMY endeksi XU100 endeksinden pozitif yönde ayrılmıştır. Yine özellikle son dönemde halka arz edilen şirketlerin piyasa değerlerinin görece düşük seviyede oluşu sonuca etki etmiş olabilir. Bu nedenle araştırma kapsamındaki şirketler piyasa değeri büyüklüğüne göre 5 farklı gruba ayrılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Piyasa değerleri (USD) üzerinden anormal getirilerin ortalamalarının gelişimi.

Piyasa Değerleri Milyon USD	Şirket Sayısı	t+ 1	t+ 2	t+ 3	t+ 4	t+ 5	t+ 30	t+ 91	t+365	t+1095
6-29	61	4,30%	7,60%	10,80%	13,70%	15,50%	29,90%	51,70%	44,70%	34,20%
30-69	57	4,40%	8,60%	13,30%	17,50%	22,00%	37,70%	44,80%	56,10%	99,20%
71-137	59	6,10%	12,20%	17,10%	19,70%	22,70%	47,20%	45,50%	27,90%	-15,60%
140-294	58	5,10%	11,50%	15,50%	20,60%	23,60%	42,30%	46,10%	52,40%	-7,40%
301-3192	59	2,30%	5,20%	8,60%	11,60%	13,00%	15,00%	21,30%	19,40%	6,90%

Tablo 4 incelendiğinde uzun vadede yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin daha düşük performans gösterdiği görülmektedir. Bunda piyasa değeri yükseldikçe piyasa etkinliğinin yüksek olmasının neden olacağını belirtebiliriz. Tablo 4'te görüldüğü üzere araştırma döneminde gerçekleşen halka arzların piyasa değerleri genelde 2024 yılındaki BIST100 ortalaması olan 658 milyon doların altındadır. (İşyatırım, 2024)

2010-2024 yıllarında halka arz olmuş araştırma kapsamındaki hisselerin XTUMY endeksine kıyasla anormal getirilerinin ortalamalarının yıllara göre değişimleri Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. XTUMY endeksine göre hesaplanmış anormal getirilerin ortalamalarının yıllara bağlı gelişimi.

	t+ 1	t+ 2	t+ 3	t+ 4	t+ 5	t+ 30	t+ 91	t+ 365	t+1095
2010	3,60%	7,80%	7,40%	8,10%	10,30%	4,80%	6,80%	2,50%	-21,60%
2011	1,30%	2,70%	3,90%	4,80%	6,30%	15,10%	20,50%	-4,50%	-21,00%
2012	1,10%	2,90%	5,10%	5,70%	5,50%	4,80%	1,40%	-23,50%	-26,90%
2013	-0,30%	0,10%	0,80%	0,40%	0,40%	3,10%	16,80%	14,30%	-7,30%
2014	-0,50%	-0,30%	-1,20%	-1,80%	-2,00%	4,00%	-4,40%	-7,10%	-3,80%
2015	-0,40%	0,60%	-0,30%	2,40%	0,40%	-2,30%	8,30%	-18,80%	20,60%
2016	-1,50%	-3,50%	-0,50%	-2,40%	-1,80%	-6,00%	57,20%	29,00%	-14,80%
2017	6,00%	9,10%	11,10%	10,60%	10,80%	5,40%	6,20%	-12,60%	43,80%
2018	2,00%	0,60%	-0,90%	-1,50%	-1,40%	-3,30%	0,80%	42,60%	-5,00%
2019	1,80%	4,10%	4,10%	2,30%	2,90%	-1,30%	11,00%	30,70%	-19,00%
2020	9,90%	22,10%	35,30%	50,30%	65,30%	90,00%	132,90%	190,80%	361,20%
2021	4,50%	8,10%	12,00%	15,20%	16,50%	36,20%	36,90%	63,70%	-7,00%
2022	5,00%	9,50%	14,50%	18,10%	22,00%	35,60%	49,60%	52,10%	
2023	8,20%	16,90%	26,20%	33,60%	40,10%	76,30%	89,80%	44,00%	
2024	6,00%	13,60%	17,80%	24,00%	25,80%	46,20%	30,10%		

2010-2024 yıllarında halka arz olmuş araştırma kapsamındaki hisselerin XTUMY endeksine kıyasla anormal getirilerinin medyan değerlerinin yıllara göre değişimleri Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6. XTUMY endeksine göre hesaplanmış anormal getirilerin medyanlarının yıllara bağlı gelişimi.

	t+ 1	t+ 2	t+ 3	t+ 4	t+ 5	t+ 30	t+ 91	t+ 365	t+ 1095
2010	-0,70%	-1,20%	-1,20%	-1,60%	-1,50%	-2,00%	-7,30%	-17,40%	-43,10%
2011	-0,90%	-0,60%	0,70%	0,90%	0,20%	0,40%	0,00%	-21,00%	-48,20%
2012	-0,20%	-0,10%	-0,30%	1,60%	0,60%	0,20%	-0,50%	-28,10%	-45,50%
2013	-0,70%	-0,90%	-1,20%	-1,90%	-2,10%	-0,20%	12,90%	10,60%	-33,10%
2014	0,00%	-0,40%	-0,80%	-1,30%	-1,40%	-2,80%	-6,80%	-27,20%	-12,30%
2015	-0,90%	-0,20%	1,10%	1,10%	0,90%	-3,50%	4,70%	-13,20%	22,20%
2016	-1,50%	-3,50%	-0,50%	-2,40%	-1,80%	-6,00%	57,20%	29,00%	-14,80%
2017	-0,40%	-1,00%	-1,60%	-1,10%	-1,40%	-6,00%	7,00%	-15,10%	-29,90%
2018	0,30%	-0,70%	-1,40%	-2,60%	-1,80%	-1,40%	5,10%	10,40%	-21,50%
2019	-0,60%	-3,20%	-4,10%	-3,90%	-3,80%	-6,70%	10,40%	41,50%	-34,90%
2020	9,20%	19,70%	31,20%	42,60%	54,50%	95,10%	68,40%	125,40%	28,10%
2021	8,90%	6,70%	9,20%	10,10%	9,00%	14,70%	23,20%	15,80%	-33,50%
2022	8,50%	18,00%	9,70%	10,50%	10,90%	11,10%	25,20%	3,70%	
2023	8,90%	19,60%	32,10%	40,70%	52,00%	41,00%	37,70%	1,70%	
2024	9,80%	20,70%	24,40%	31,90%	24,20%	4,10%	9,20%		

Tablo 5 ve Tablo 6 incelendiğinde Tablo 3 ve Tablo 4'teki sonuçlara benzer sonuçların elde edildiği görülmektedir. Bununla birlikte halka arz edilen şirketlerin genellikle BİST100 endeksine girecek büyüklükte olmaması nedeniyle burada elde edilen sonuçların daha geçerli olduğu yorumlanabilir. Özellikle medyan getiriler incelendiğinde 2019 yılına kadar kısa vadelerde halka arz olan şirketlerin XTUMY endeksinden ayrılmadığı görülmektedir. Bununla birlikte 3 yıllık dönemlerde getiriler genelde negatiftir. 2020 yılında Covid-19 döneminde yaşanan anomali 2018-2020 yılları arasındaki sonuçlara yansımıştır. Bu dönem ayıklandığında genel olarak halka arz edilmiş şirketlerin uzun vadelerde endeks getirilerinden negatif ayrıştığı görülmektedir.

Tablo 7. Literatür ile araştırma bulgularının karşılaştırılması.

Çalışma	Bulgular	Araştırma Bulguları	Karşılaştırma
Aggarwal ve Rivoli (1990)	İlk halka arz zamanında yatırım yapıp, 1 yıl boyunca elinde tutan yatırımcıların negatif getiri elde etmesi.	Araştırma genelinde halka arzdan 1 yıl sonraki performanslar dalgalı olmakla beraber, -%37,70'e varan olumsuz performansın gerçekleşmesi.	Uyumlu
Ritter (1991)	Halka arzdan sonra ilk 4 ayda pozitif getiri, 5. aydan itibaren negatif getiri ve 36. ayda ise -%29,13'e kadar negatif getiri gerçekleşmesi.	Halka arzdan 3 ay sonra %101,70'e varan pozitif, 3 yıldan sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Levis (1993)	İlk halka arzdan sonraki 36 aylık süre sonunda pozitif getiri gerçekleşmesi.	Halka arzdan 3 yıl sonra genellikle olumsuz performansın mevcut olması, -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Çelişiyor. Farklı ülkelerin borsalarında işlem görmesinden kaynaklanabilir.
Ljungvist (1997)	Halka arzdan sonraki 3 yıllık işlem süreleri boyunca %12'den fazla değer kaybının gerçekleşmesi.	Halka arzdan 3 yıl sonra -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu

Durukan (2002)	Kısa vadede anormal getirinin gerçekleşmesi, ancak uzun vadede ise düşük performans gerçekleşmesi.	Kısa vadede, halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e, 1 ay sonra %100,80'e, 3 ay sonra %101,70'e varan pozitif, 3 yıldan sonra genellikle olumsuz performansın mevcut olması, -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Ünlü (2006)	Halka arzdan 1 yıl sonra ortalama - %27,03, 2. yılın sonunda -%42,65, 3. yılın sonunda ise performansın iyileşerek %18,25 gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 yıl sonraki performans dalgalı olmakla beraber -%37,70'ye varan negatif getirinin gerçekleşmesi, 3. yılın sonunda ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	1 yıl sonraki performans uyumlu 3. yıl sonunda ayrışıyor.
Bildik ve Yılmaz (2008)	Kısa vadede %5,94 pozitif getiri, 3. yılın sonunda -%84,50 negatif getiri gerçekleşmesi.	Kısa vadede, halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e, 1 ay sonra %100,80'e, 3 ay sonra %101,70'e varan pozitif, 3 yıl sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Ünlü ve Ersoy (2008)	Halka arzın olduğu ilk gün ortalama %6,52 getiri gerçekleşmesi	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri gerçekleşmesi.	Uyumlu
Altan ve Hotamış (2008)	İlk işlem gününde %26,51 ile -%17,93 ortalama %6,78 pozitif getirinin gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri gerçekleşmesi.	Uyumlu
Goergen vd. (2009)	Almanya'da halka arz olan şirketlerin ilk günkü getirisinin %53 düzeylerinde, Fransa'daki şirketlerin ise %21 düzeylerinde pozitif getirinin gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri gerçekleşmesi.	Uyumlu
Otlı ve Ölmez (2011)	Halka arz olan şirketlerin ilk işlem günündeki düzeltilmiş anormal getirisinin %6,99 oranında düşük değerlendirilmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri gerçekleşmesi.	Uyumlu
Kurtaran (2013)	Satın al elde tut yöntemine göre birinci yılın sonunda -%23,14, ikinci yılın sonunda -%31,87 ve üçüncü yılın sonunda - %38,77 negatif getiri gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 yıl sonraki performans dalgalı olmakla beraber -%37,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi, 3. yılın sonunda ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Agathee vd. (2014)	Halka arzdan 3 yıl sonra -%16,50 negatif getirinin gerçekleşmesi.	Halka arzdan 3 yıl sonra -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Bayram (2015)	Halka arzın olduğu ilk gün anormal getiri medyanının %6,85 oranında gerçekleştiği, 3. yılın sonunda -%47 oranında negatif getiri gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getirinin gerçekleşmesi. 3 yıl sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu

Yıldırım ve Dursun (2016)	Halka arz olan şirketlerde ilk gün düşük fiyat anomalisinin, etkide azalmakla beraber ikinci gün de devam etmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getirinin gerçekleşmesi. 2. gün sonunda genel anlamda ilk günkü getirinin etkisi azalmakla beraber bazı dönemlerde anormal getirinin artması.	Uyumlu
Kaya (2017)	Halka arzdan 1 yıl sonra -%13,20, 3. yıl sonunda %19,40 ve beşinci yılın sonunda ise %79,20 getirinin gerçekleşmesi. Ancak istatistiksel olarak sadece 5. yılki sonuçların anlamlı çıkması.	Halka arzdan 1 yıl sonraki performans dalgalı olmakla beraber -%37,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi, 3. yılın sonunda ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	İlk yılki bulgular uyumlu Sonra ayrışmakta
Dhamija ve Arora (2017)	Halka arz edilen şirketlerde başlangıçta diğer şirketlere göre ortalama %22 düzeyinde daha iyi performansın, ancak uzun vadede olumsuz performans ile sonuçlanması, halka arzdan 36 ay sonra -%57,33 oranında negatif getiri gerçekleşmesi.	Kısa vadede, halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e, 1 ay sonra %100,80'e, 3 ay sonra %101,70'e varan pozitif, uzun vadede halka arzdan 3 yıl sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Özer (2020)	Halka arzda ilk günkü anormal getirinin %5,17 olarak gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri gerçekleşmesi.	Uyumlu
Bakırhan (2021)	Kısa dönemde yüksek, uzun dönemde düşük performans gerçekleşmesi. Halka arzdan 3 yıl sonra endeks getirisine göre %47,27 oranında daha düşük performans gerçekleşmesi.	Kısa vadede, halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e, 1 ay sonra %100,80'e, 3 ay sonra %101,70'e varan pozitif, 3. yıldan sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu
Bakırhan ve Sayılğan (2023)	Halka arzın gerçekleştiği ilk gün %6,74 anormal getirinin, 1 ay sonra %16,96 anormal getirinin, 3. yıl sonunda ise -%1079,60 ile %4622,64 oranında aşırı getirinin gerçekleştiği, ancak genel manada uzun vadede düşük performansın gerçekleşmesi.	Halka arzdan 1 gün sonra %9,80'e varan pozitif getiri, 1 ay sonra %100,80'e varan pozitif getiri, 3. yıldan sonra ise -%50,70'e varan negatif getirinin gerçekleşmesi.	Uyumlu

Çalışmada elde edilen bulguların genel manada literatürden ayrışmadığı görülmektedir.

Levis (1993), tarafından ortaya konulan ilk halka arz zamanından 36 aylık süre sonunda pozitif getirinin gerçekleşmesi, çalışma bulguları ile örtüşmemektedir. Bu durum çalışmaların yapıldığı ülkelerin farklılığından kaynaklanabilir.

Ünlü (2006), tarafından ortaya konulan çalışmada bankacılık sektöründe halka arzdan 1 yıl sonraki negatif getirinin mevcut olması araştırma ile uyumlu olmakla beraber, 3. Yıldan sonraki pozitif getirinin tespit edilmesi çalışma bulgularından ayrışmaktadır. Söz konusu durum sektör kaynaklı olabilir.

Kaya (2017), tarafından yapılan çalışmadaki halka arzdan 1 yıl sonra tespit edilen bulgular çalışma ile uyumlu olmakla beraber, halka arzdan 3 ve 5 yıl sonra tespit edilen performanslar çalışma bulgularından ayrışmaktadır.

4. SONUÇ

Bu çalışmada, 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul'da ilk kez halka arz edilen 294 şirketin kısa ve uzun vadeli performansları incelenmiştir. Araştırma sonuçları, halka arz edilen şirketlerin kısa vadede genellikle yüksek getiri sağladığını, ancak uzun vadede bu performansın düşüş eğilimi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, literatürde sıkça tartışılan aşırı tepki hipotezini desteklemekte ve piyasa mekanizmasının kısa vadeli yüksek tepkiler sonrasında uzun vadede normalleşme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Araştırma bulguları, özellikle 2017-2020 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin 3 yıllık anormal getiri ortalamalarının literatürden ayrıştığını ve yüksek seyir izlediğini ortaya koymuştur. Bu dönem, M2 para arzında hızlı genişlemenin olduğu ve varlık balonlarının oluştuğu zaman dilimine denk gelmektedir. Artan para arzı, yatırımcıların nakit mevcutlarını mevduat hesaplarında tutmak yerine hisse senetlerine yatırım yapmaya teşvik edebilmektedir. Yatırımcılar nezdinde ekonomik büyümenin gerçekleşebileceği ve hisse senetlerinin daha da değerleneceği beklentisi yaratabilmektedir. Ayrıca para arzının yaratacağı piyasadaki nakit fazlalığı da spekülasyon işlemleri arttırarak hisse fiyatlarını arttırabilmektedir. Bu hususlardan kaynaklı olarak varlık balonları oluşabilmektedir. Özellikle 2020 yılında, COVID-19 pandemisi sonrası piyasa dinamiklerinde yaşanan değişimlerin etkisiyle olağan dışı anormal getiriler oluşmuştur. Salgın başladığı dönemde oldukça düşük fiyat performans gösteren şirketler daha sonra yüksek fiyat performans sergileyebilmiştir. Bu durumun, salgın başlangıcında birçok yatırımcının rasyonel yaklaşımlarla değil, psikolojik faktörlerin etkisiyle satış kararı vermesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu şekilde verilen yatırım kararları varlık fiyatlarında ciddi düşüşlere yol açmıştır. Sonraki süreçte fiyatı düşen hisselerin aşırı yükselişe geçmesi, yatırımcıların rasyonel analizler ile yatırım kararı vermediklerine dair bir kanıt olabilecektir. Öte yandan bu dönemde kamu tarafından önemli ekonomik politikalar uygulanmıştır. Ekonomik İstikrar Kalkanı Paketi uygulaması ile birçok sektörde faaliyet gösteren firmaların çeşitli vergi ve SGK prim borç ödemelerinin ertelenmesi, ihracatçı firmalara stok finansman desteği verilmesi, esnek ve uzaktan çalışma modellerinin daha etkin hale getirilmesi, kısa çalışma ödeneklerinden yararlanmak için gerekli işlemlerin kolaylaştırılması, iç havayolu taşımacılığında geçici KDV oranı indirimleri gibi birçok önemli uygulamalar gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, bu özel dönem hariç bırakıldığında, halka arz edilen şirketlerin uzun vadede BIST100 ve XTUMY endekslerinden negatif yönde ayrıştığı görülmektedir.

Araştırma kapsamında kullanılan verilerin BIST100 ve XTUMY endeksleri ile karşılaştırmalı analizi, halka arz edilen şirketlerin genel olarak endekslerden daha yüksek getiriler sağladığını göstermektedir. Ancak, 3 yıllık vadede elde edilen bazı sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlemlenmiştir. Ayrıca, halka arz edilen şirketlerin piyasa değerlerine göre gruplandırılarak yapılan analizler, düşük piyasa değerine sahip şirketlerin fiyat hareketlerinin daha oynak olduğunu ortaya koymaktadır.

Halka arz edilen şirketlerin performanslarının kısa vadede yüksek ancak uzun vadede düşük seyretmesi, yatırım stratejileri açısından çeşitli fırsatlar ve riskler barındırmaktadır. Momentum stratejileri bağlamında, piyasanın kısa vadeli yüksek tepkileri değerlendirilebilirken, uzun vadede oluşan düşük performans, yatırımcıların daha dikkatli olmasını gerektirmektedir. Ayrıca, kısa vadeli fiyat hareketlerinden spekülasyon davranışları ile kazanç sağlama hedefi olan, sosyal medya ve diğer sosyal platformlarda yapılan paylaşımlar ile şirketlere yatırım yapan yerli yatırımcıların sayısının az olmadığı düşünülmektedir. Çalışmada elde edilen bulgular dikkate alındığında, halka arz olma tarihinden 1 yıl sonraki zaman diliminde spekülasyon amaçlı alım yapanlar zarar edebilirler. Bu bağlamda, spekülasyon davranışları ve sürü psikolojisi ile hareket etmeden, aracı kurumların halka arz fiyat tespit raporlarında yapılan değerlemelerin detaylı incelenmesi ve yatırımcıların daha fazla bilgiye ulaşmaya yönelik çabaları, uzun vadeli rasyonel yatırım kararlarının alınmasını kolaylaştırabilir. Bununla birlikte kısa vadeli hızlı fiyat hareketlerinin özellikle acemi yatırımcılar için risk oluşturmaları söz konusudur. Bu nedenle yatırımcıları korumak amacıyla düzenleyici otoritelerin halka arzlardaki fiyat hareketlerini incelemesi gündeme alınabilir.

Sonuç olarak, halka arz edilen şirketlerin performansı üzerine yapılan bu çalışma, literatürdeki mevcut teorileri desteklerken, Türkiye'deki halka arz dinamiklerine özgü farklılıkları da gözler önüne sermektedir. Özellikle TCMB'nin genişleme politikalarının piyasa üzerinde oluşturduğu etkiler ve piyasa balonlarının kısa ve uzun vadeli performanslara olan yansımaları dikkat çekicidir. Bu bağlamda, yatırımcıların, halka arz edilen şirketlere yatırım yapmadan önce şirketlerin temellerine, piyasa dinamiklerine ve ekonomik politikalara ilişkin daha kapsamlı değerlendirmeler yapmaları gerektiği önerilmektedir. Gelecekteki çalışmalar, bu bulguların daha geniş bir perspektifte değerlendirilmesine ve farklı piyasa koşullarında doğrulanmasına katkı sağlayabilir.

Beyan ve Açıklamalar

1. Bu çalışmanın yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduğunu kabul etmektedirler.
2. Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.
3. Bu çalışma, intihal tarama programı kullanılarak intihal taramasından geçirilmiştir.

KAYNAKÇA

- Agathee, U. S., Sannasee, R. V., & Brooks, C. (2014). The long-run performance of IPOs: The case of the Stock Exchange of Mauritius. *Applied Financial Economics*, 24(17), 1123–1145. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.924294>
- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in the initial public offering market? *Financial Management*, 19(4), 45–57. <https://www.jstor.org/stable/3665609>
- Altan, M., & Hotamış, T. N. (2008). Türkiye'de halka ilk arzı yapılan hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performans analizi (2000–2006). *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*.
- Bakırhan, C. (2021). *Birincil hisse senedi halka arzlarında kısa ve uzun dönemli fiyat performansı ve performans belirleyicileri: Borsa İstanbul (1993–2020)* (Doktora tezi). Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bakırhan, C., & Sayılğan, G. (2023). Hisse senedi ilk halka arzlarının kısa ve uzun dönemli performans analizi: Borsa İstanbul örneği (1993–2020). *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 635–661. <https://doi.org/10.33630/ausbf.1134693>
- Bayram, V. (2015). *Türkiye'de ilk halka arzların kısa ve uzun dönem performansı* (Doktora tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bildik, R., & Yılmaz, M. K. (2008). The market performance of initial public offerings in the İstanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 49–75.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02426.x>
- Dhamija, S., & Arora, R. K. (2017). Determinants of long-run performance of initial public offerings: Evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 21(1), 35–45. <https://doi.org/10.1177/0972262916681243>
- Durukan, M. B. (2002). The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: Case of İstanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28(2), 18–38. <https://doi.org/10.1108/03074350210767672>
- Goergen, M., Khurshed, A., & Renneboog, L. (2009). Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets. *International Review of Law and Economics*, 29(2), 260–271. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2009.02.006>
- İş Yatırım. (2024). *Hisse değerleri ve oranları*. <https://www.isyatirim.com.tr/tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx>

- Kaya, T. (2017). Borsa İstanbul'da ilk halka arzların uzun dönem performans analizi: Normalüstü getiri mümkün mü? *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 6–19. <https://doi.org/10.30784/epfad.314755>
- Kurtaran, A. T. (2013). Türkiye'deki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkinin analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 185–210.
- Levis, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980–1988. *Financial Management*, 22(1), 28–41. <https://doi.org/10.2307/3665963>
- Ljungqvist, A. P. (1997). Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, 41(7), 1309–1320. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(96\)00035-9](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00035-9)
- Merkezi Kayıt Kuruluşu. (2024). *Portföy dilimi bazında yatırımcı sayıları*. <https://www.mkk.com.tr/>
- Otlu, F., & 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*, 14–44.
- Özer, A. (2020). *İlk halka arzlarda piyasa anomalileri ve piyasa zamanlaması*. Gazi Kitabevi.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
- TRT Haber. (2024). *Yılın ilk yarısında 22 şirket halka arz oldu*. <https://www.trthaber.com/haber/ekonomi/yilin-ilk-yarisinda-22-sirket-halka-arz-oldu-866544.html>
- Ünal, S., & Çömlekçi, İ. (2021). Borsa İstanbul alt pazar balonunun belirleyicileri. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 3132–3155. <https://doi.org/10.15869/itobiad.885136>
- Ünlü, U. (2006). Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 119–147.
- Ünlü, U., & Ersoy, E. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performansın belirleyicileri: 1995–2008 İMKB örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*.
- Yıldırım, D., & Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul'daki ilk halka arzlarda ilk gün düşük fiyat anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 189–202.