



Davranışsal Finans Perspektifinde Halka Arzlarda Yatırımcı Duyarlılığı: Yatırımcı Kararlarının Analizine Yönelik Bir Uygulama¹

Investor Sentiment in Public Offerings in The Perspective of Behavioral Finance: An Application for Analysing Investor Decisions

İsrafil MAHMUTGİL² , Levent ÇİNKÖ³

ÖZ

Halka arz sonrası gözlemlenen düşük fiyatlandırma ve uzun vadede ortalama altı getiri olguları, geleneksel finans yaklaşımlarının öngörülerıyla çelişmektedir. Bu çalışmada, davranışsal finans perspektifiyle yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2010-2024 döneminde Türkiye’de gerçekleştirilen 292 halka arz verisi kullanılarak, günlük, aylık ve yıllık bazda fiyat ve talep dinamikleri analiz edilmiştir. Bulgular, yüksek duyarlılık dönemlerinde ilk gün getirilerinin belirgin biçimde arttığını; buna karşın uzun vadede halka arz hisselerinin ortalama performansının zayıfladığını göstermektedir. Kısa vadeli fiyat anomalisi, aşırı iyimser yatırımcıların yoğun talebi ve “sürü davranışı” etkisiyle açıklanmaktadır. Ancak piyasa likiditesinin bol olduğu veya yatırımcı tabanının hızla genişlediği dönemlerde, bu olumsuz etkinin gecikmeli olarak ortaya çıkabildiği gözlenmiştir. Ayrıca yatırımcı duyarlılığı; yalnızca fiyat düzeyini değil, halka arzlara katılımı ve işlem hacmini de anlamlı şekilde etkilemektedir. Çalışma, yatırımcı duyarlılığının hem piyasa zamanlaması hem de uzun vadeli değer yaratma açısından önemini vurgularken; düzenleyiciler ve şirket yöneticileri için de irrasyonel coşkunun oluşturabileceği risklere dikkat çekmektedir. Gelecekte, farklı ülkelerle karşılaştırmalı analizler ve sosyal medya duyarlılığı gibi yeni veri kaynaklarının dahil edilmesiyle konunun daha kapsamlı incelenmesi önerilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Algı ve Davranış, Davranışsal Finans, Düşük Fiyatlandırma, Halka Arz, Halka Arz Performansı, Yatırımcı Duyarlılığı.

ABSTRACT

The anomalies observed after Initial Public Offerings (IPOs)—notably underpricing on the first trading day and subsequent underperformance—contradict conventional finance theories. This study adopts a behavioral finance perspective to investigate the impact of investor sentiment on IPO performance in Turkey between 2010 and 2024, covering 292 IPOs. Using daily, monthly, and yearly data, the analysis reveals that IPOs launched during high-sentiment periods tend to experience significantly higher first-day returns but often weaker long-term performance. Short-term price anomalies appear driven by excessive optimism and “herding,” leading to large initial demand. However, in periods of abundant liquidity and rapid expansion of the investor base, these negative effects may be delayed. Investor sentiment also significantly influences participation levels and trading volumes, indicating its broader role in shaping both pricing and demand dynamics. This research highlights the importance of investor sentiment for market timing and long-term value. It also underscores potential risks when irrational exuberance inflates stock prices, stressing vigilance for policymakers and managers aiming to avoid post-IPO disappointments. Future studies could broaden the scope by including cross-country comparisons or novel data sources—such as social media sentiment—thereby providing deeper insights into behavioral biases influencing IPO outcomes.

Keywords: IPO, Behavioral Finance, Investor Sentiment, Underpricing, IPO Performance

¹ Bu makale, yazarın Marmara Üniversitesi’nde 2025 yılında sunulacak olan “Davranışsal Finans Perspektifinde Halka Arzlarda Yatırımcı Duyarlılığı: Yatırımcı Kararlarının Analizine Yönelik Bir Uygulama” adlı tezinden üretilmiştir.

² **Corresponding Author | Yetkili Yazar:** Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası Bölümü, israfilmahmutgil@gmail.com, ORCID: 0009-0004-8910-7716

³ Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası Bölümü, leventcinko@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2690-7770



GİRİŞ

Halka arzlar sonrasında gözlemlenen ve geleneksel finans teorilerinin rasyonellik ve etkinlik varsayımlarıyla tam olarak açıklanamayan sistematik fiyat anomalileri, finans literatürünün uzun yıllardır odaklandığı temel araştırma alanlarından birini oluşturmaktadır. Bu anomalilerin en belirgin olanları, halka arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem gününde ortalama olarak pozitif bir getiri sağlaması (düşük fiyatlandırma veya underpricing) ve takip eden uzun vadede ise piyasa ortalamasının altında bir performans sergilemesi olgularıdır. Ancak, bu genel eğilimin yanı sıra, özellikle son yıllarda bazı halka arzların ilk gün negatif getiri sağladığı da gözlemlenmektedir. Örneğin, İlbasmış (2023) tarafından yapılan çalışmada, COVID-19 döneminde 66 halka arzdan 7'sinin ilk gün, 15'inin ise 21. gün negatif kümülatif getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bu durum, piyasa fiyatlarının mevcut tüm bilgileri anında ve tam olarak yansıttığını savunan Etkin Piyasa Hipotezi'nin (EMH) temel öngörülerıyla belirgin bir çelişki yaratmaktadır (Duong vd., 2021; Zhang & Du, 2025). Geleneksel finans paradigmasına göre, rasyonel hareket eden yatırımcıların bulunduğu etkin bir piyasada, varlık fiyatları yalnızca temel değerlerindeki değişimlere göre şekillenmeli ve yatırımcı psikolojisi gibi irrasyonel faktörlerin kalıcı bir fiyat etkisi yaratmaması gerekmektedir (Malkiel, 1989; Fama, 1997; Malkiel, 2003). Ancak, davranışsal finans alanında yapılan ve giderek artan sayıdaki çalışma, yatırımcıların karar alma süreçlerinde sistematik olarak bilişsel ve duygusal yanlılıklara maruz kaldığını ve bu durumun finansal piyasalarda temel değerlerden önemli ve kalıcı sapmalara yol açabildiğini ampirik olarak ortaya koymaktadır (Olsen, 1998; Daniel vd., 2002; Bandopadhyaya & Fei, 2024; Padmavathy, 2024).

Bu çerçevede, davranışsal finansın temel yapı taşlarından biri olan yatırımcı duyarlılığı, piyasalardaki anomalileri açıklamak için güçlü bir teorik zemin sunmaktadır. Yatırımcı duyarlılığı, en genel tanımıyla, yatırımcıların gelecekteki nakit akışları ve yatırım risklerine ilişkin beklentilerinin, mevcut bilgilerle rasyonel olarak gerekçelendirilemeyen iyimserlik veya kötümserlik bileşenini ifade etmektedir (Baker & Wurgler, 2007;). Aşırı iyimser veya kötümser duyarlılık dalgalarının, özellikle değerlemesi zor ve spekülasyon niteliği yüksek olan varlıklar üzerinde sistematik fiyat etkileri yarattığı, son yıllarda yapılan çok sayıda araştırma ile kanıtlanmıştır (Baker & Wurgler, 2006; Chen, 2025; Zhao, 2025). Davranışsal finansın temel argümanlarından biri, rasyonel olmayan yatırımcıların neden olduğu bu tür fiyat sapmalarının, arbitrajın limitleri nedeniyle her zaman tam olarak ve anında düzeltilmemesidir. Arbitraj işlemlerinin maliyetli ve riskli olması, duyarlılık kaynaklı yanlış fiyatlamaların piyasada uzun süre varlığını sürdürmesine olanak tanımaktadır (Shiller, 2003). Bu durum, yatırımcı duyarlılığını, hisse senedi getirilerindeki anomalilerin ardındaki psikolojik dinamikleri anlamak için kritik bir kavram haline getirmektedir.

Halka arz piyasaları, doğası gereği yatırımcı duyarlılığının etkilerini analiz etmek için ideal bir laboratuvar ortamı sunmaktadır. Halka yeni açılan şirketlerin geçmiş performans verilerinin olmaması, faaliyetlerine ilişkin belirsizliğin yüksek olması ve bilgi asimetrisinin yoğun yaşanması, yatırımcıların değerlendirme yaparken nesnel verilerden çok öznel beklentilere ve piyasanın genel havasına dayanmasına neden olmaktadır. Bu durum, halka arz piyasasını duyarlılık kaynaklı fiyat dalgalanmalarına karşı oldukça hassas hale getirmektedir. Nitekim uluslararası literatürde, halka arzlarla ilişkin çok sayıda çalışma ilk gün getirilerinin pozitif olduğunu ve bunun hem kasıtlı düşük fiyatlama stratejileri hem de yatırımcıların aşırı iyimserliğinden kaynaklanabileceğini ortaya koymuştur (Ritter, 1991; Loughran & Ritter, 2004; Ljungqvist, 2007). Ayrıca, sıcak piyasa olarak adlandırılan, hem halka arz sayısının hem de ilk gün getirilerinin yüksek olduğu dönemlerin, genellikle piyasadaki aşırı iyimserlikle paralel ilerlediği gösterilmiştir (Ritter, 1991; Dumrongwong & Papangkorn, 2025). Türk sermaye piyasasında yapılan geçmiş dönemli çalışmalar da halka arzların ilk işlem gününde ortalama olarak anlamlı getiriler sağladığını ve bu getirilerin uzun vadede erozyona uğradığını ortaya koymuştur. Örneğin, 1990'lar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası verilerine göre ortalama ilk gün getirilerinin %10-15 bandında gerçekleştiği saptanmıştır (Kıymaz, 2000; Durukan, 2006). Daha yakın dönemlerde ise yoğun rekabet ve düzenlemelerin etkisiyle düşük fiyatlandırma düzeyinin azaldığı, 1990-2000 arasında halka arz edilen 234 şirket için ortalama %5,94 ilk gün getirisinin gözlemlendiği rapor edilmiştir (Bildik & Yılmaz, 2008). Bununla birlikte, ilk günkü bu kazançlar uzun vadede korunamamakta; literatürde pek çok çalışma İHA

hisselerinin genellikle birkaç yıl içinde piyasanın altında performans gösterdiğini ortaya koymaktadır (Özyeşil, 2018; Bakırhan & Sayılğan, 2023). Ancak, Türkiye özelinde yapılan çalışmalar, yatırımcı duyarlılığı ölçümünde farklı yaklaşımlar benimsemiş olmakla birlikte, bu çalışmaların önemli bir kısmı tek gösterge bağımlılığı göstermiş ve makroekonomik faktörlerden arındırılmış kompozit endeks yaklaşımını sınırlı düzeyde uygulamıştır (Canbaş & Kandir, 2009; Uygur, 2014; Keleş & Arat, 2016). Bu durum, duyarlılığın saf etkisini piyasanın genel konjonktürel hareketlerinden ayırtırmada metodolojik sınırlılıklar yaratmıştır.

Bu çalışmanın temel motivasyonu ve literatüre olan özgün katkısı, Türkiye halka arz piyasasındaki anomalileri, metodolojik olarak daha sağlam bir temele oturtulmuş bir yatırımcı duyarlılığı çerçevesinden yeniden incelemektir. Özellikle 2010-2024 dönemini kapsayan son yıllarda gerek küresel finansal dalgalanmalar gerekse yerel piyasa dinamikleri yatırımcı psikolojisini etkilemiştir. Örneğin, 2013 taper tantrum krizi (Bernanke'nin parasal genişleme politikasını sonlandırma sinyali), 2018 Türk Lirası kur krizi ve 2020 COVID-19 pandemi dönemi gibi olaylar hem piyasa duyarlılığını hem de halka arz faaliyetlerini önemli ölçüde dalgalandırmıştır (Arslan, 2025; Avcı, 2025). Bu dönem için yatırımcı duyarlılığının İHA getirilerine etkisini analiz etmek, literatürdeki önemli bir metodolojik boşluğun doldurulmasına katkı sağlayacaktır. Zira mevcut literatürde, farklı piyasalarda 2015-2021 dönemi için yapılmış çalışmalar bulunmakla birlikte (İbrahim & Benli, 2022), Türkiye özelinde bu dönemin kapsamlı bir şekilde ele alındığı ve uluslararası standartlarda kompozit duyarlılık endeksi metodolojisinin uygulandığı çalışmalar sınırlıdır. Önceki çalışmalardan farklı olarak bu araştırmada, Baker ve Wurgler (2006) tarafından geliştirilen ve literatürde geniş kabul gören metodoloji temel alınarak, makroekonomik değişkenlerin etkisinden arındırılmış, altı farklı piyasa göstergesinin ortak bileşenini yansıtan kompozit bir yatırımcı duyarlılığı endeksi oluşturulmuştur. 2010-2024 döneminde Borsa İstanbul'da halka arz edilen 292 şirketin verisi kullanılarak, bileşik duyarlılık endeksinin, halka arzların hem kısa dönemdeki düşük fiyatlandırma (underpricing) anomalisine hem de uzun dönemdeki anormal getirilerine (Buy-and-Hold Abnormal Returns - SATAG) olan etkisi, çoklu regresyon analizi ile test edilmiştir. Bu yaklaşım, yatırımcı duyarlılığının saf etkisini piyasanın genel konjonktürel hareketlerinden ayırtarak, halka arz performansını açıklamadaki rolünü daha net bir şekilde ortaya koymayı amaçlamaktadır. Böylece çalışma, hem Türkiye literatüründeki metodolojik bir boşluğu doldurmayı, hem de yatırımcılar, şirket yöneticileri ve düzenleyici otoriteler için piyasa duyarlılığının halka arz dinamikleri üzerindeki etkilerine dair güncel ve güvenilir bulgular sunmayı hedeflemektedir.

Devam eden bölümlerde, önce ilgili literatür taranacak ve hipotezler geliştirilecektir. Ardından metodoloji bölümünde veri seti, kullanılan duyarlılık endeksinin oluşturulma süreci ve ekonometrik yöntemler açıklanacak; tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizleri sunulduktan sonra regresyon sonuçları paylaşılacaktır. Sonrasında bulgular tartışılarak önceki çalışmalarla karşılaştırılacak ve elde edilen ilişkilerin zaman içinde değişimi değerlendirilecektir. Son bölümde ise genel sonuçlar özetlenip çalışmanın kısıtları ve gelecekteki araştırmalar için öneriler ele alınacaktır.

1. Literatür Taraması ve Hipotez Geliştirme

Bu bölümde, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkilerini açıklayan teorik çerçeve ve ampirik kanıtlar sistematik olarak değerlendirilmektedir. İlk olarak, davranışsal finans paradigmasının temel varsayımları ve yatırımcı duyarlılığı kavramının kuramsal temelleri, Etkin Piyasa Hipotezi'ne getirilen eleştiriler bağlamında ele alınmaktadır. Ardından, halka arz piyasalarında gözlemlenen düşük fiyatlandırma ve uzun vadeli düşük performans anomalilerinin yatırımcı psikolojisiyle olan ilişkisini inceleyen ampirik literatür, kronolojik ve tematik bir yaklaşımla sentezlenmektedir. Son olarak, teorik altyapı ve ampirik bulgulardan hareketle, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansına etkilerini farklı zaman dilimlerinde test edecek araştırma hipotezleri geliştirilmektedir.

1.1 Davranışsal Finans Teorisi ve Yatırımcı Duyarlılığının Teorik Temelleri

Finansal piyasalarda fiyat oluşumuna dair geleneksel görüş, Etkin Piyasa Kuramı (EPK) çerçevesinde tüm yatırımcıların rasyonel olduğu ve yeni bilgilerin fiyatlara anında yansıdığı yönündedir. Bu yaklaşıma göre yatırımcı duyarlılığı gibi rasyonel olmayan faktörler, piyasa mekanizmasının düzeltici etkisi sayesinde uzun vadede fiyat oluşumunda sistematik bir rol oynayamaz; herhangi bir geçici sapma piyasa güçleri tarafından düzeltilir (Fama, 1970; Malkiel, 2003). Ancak 1980'lerden itibaren gelişen davranışsal finans literatürü, yatırımcıların sistematik psikolojik eğilimlere sahip olduğunu ve bu nedenle piyasa fiyatlarının zaman zaman temel değerlerden önemli ölçüde sapabildiğini ampirik kanıtlarla ortaya koymuştur (Kahneman & Tversky, 1979; Thaler, 1985; De Bondt & Thaler, 1985). Bu paradigma değişimi, finansal piyasaların anlaşılmasında yatırımcı psikolojisinin rolünü ön plana çıkarmıştır.

Davranışsal finans teorisinin temel argümanlarından biri, rasyonel olmayan yatırımcıların neden olduğu fiyat sapmalarının, piyasa düzeltme mekanizmalarının sınırlılıkları nedeniyle her zaman tam olarak ve anında düzeltilmemesidir. Shleifer ve Vishny (1997) bu durumu, yanlış fiyatlamalara karşı pozisyon almanın pratikte önemli riskler taşıması nedeniyle, yanıltıcı yatırımcı duyarlılığının fiyatları uzun süre temel değerlerden uzak tutabileceği şeklinde açıklamışlardır. Piyasa düzeltme işlemlerinin maliyetli ve riskli olması, duyarlılık kaynaklı yanlış fiyatlamaların piyasada uzun süre varlığını sürdürmesine olanak tanımaktadır (Shiller, 2003; Barberis & Thaler, 2003). Bu durum, yatırımcı duyarlılığını, hisse senedi getirilerindeki anomalilerin ardındaki psikolojik dinamikleri anlamak için kritik bir kavram haline getirmektedir.

Yatırımcı duyarlılığının ölçülmesi konusunda literatürde çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir. Örneğin, Brown ve Cliff (2004) çeşitli piyasa değişkenlerini birleştirerek bir duyarlılık endeksi oluşturmuş ve bu endeksin piyasa getirileriyle güçlü eş zamanlı ilişkisi olduğunu göstermiş, ancak geleceğe dönük tahmin gücünün sınırlı kaldığını da tespit etmişlerdir. Baker ve Wurgler (2006, 2007) ise bu alandaki en etkili çalışmalardan birini gerçekleştirerek, altı farklı piyasa göstergesinin temel bileşenlerinden oluşan kompozit bir duyarlılık endeksi geliştirmişlerdir. Bu çalışmalarında "yatırımcı duyarlılığı dalgalarının hem bireysel hisseler hem de genel piyasa üzerinde açıkça gözlemlenebilir, önemli ve düzenli etkileri" olduğunu vurgulamışlardır (Baker & Wurgler, 2007, s. 129). Özellikle değerlemesi zor, spekülatif niteliği yüksek ve küçük ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin, yatırımcı duyarlılığındaki değişimlere karşı daha hassas olduğu tespit edilmiştir (Baker & Wurgler, 2006; Chen, 2025; Zhao, 2025).

1.2 Halka Arz Anomalileri ve Yatırımcı Duyarlılığı İlişkisi

Halka arz piyasalarında gözlemlenen anomaliler, geleneksel finans teorilerinin açıklamakta zorlandığı en belirgin olgulardan biridir. Bu anomalilerin açıklanmasında çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Klasik açıklamalardan biri Rock (1986) tarafından ortaya atılan kazananın laneti teorisidir. Bu teoriye göre, halka arzlara dair bilgi asimetrisi nedeniyle, az bilgiye sahip yatırımcılar iyi ihraçlarda genellikle az pay alırken kötü ihraçlarda fazla pay almakta ve ortalamada zarar riski taşımaktadırlar. Bu riski telafi etmek için ihraçların bilinçli olarak iskontolu fiyatlanması gerekmektedir. Benzer şekilde, Benveniste ve Spindt (1989) bilgi toplama hipotezi ile, aracı kurumların yatırımcılardan bilgi toplamak için düşük fiyatlama yaptığını öne sürmüşlerdir.

Ancak davranışsal finans perspektifi, bu anomalileri yatırımcı psikolojisi çerçevesinde farklı bir açıdan ele almaktadır. Ritter ve Welch (2002) davranışsal finans bakış açısıyla İHA düşük fiyatlandırmasını incelemeyi önermiş ve irrasyonel yatırımcı duyarlılığı gibi faktörlerin, yeni halka açılan şirketlerin borsa değerlerinin çoğu zaman içsel değerlerinin üzerinde oluşmasına yol açtığını belirtmişlerdir. Bu çalışmada, rasyonel yatırımcıların bu ortamda durumu fark edip aşırı iyimser yatırımcılara yüksek fiyattan satış yaparak kazanç sağladığı da ifade edilmiştir. Bu durum, davranışsal bakış açısıyla "geçici heves" (fad) hipotezi ile açıklanmaktadır: Yatırımcıların abartılı iyimserliği başlangıçta fiyatları şişirmekte, zamanla piyasa gerçekleri ortaya çıktıkça bu şişkinlik azalmakta ve hisse fiyatı makul seviyelere geri dönmektedir (Shiller, 2000; Barberis & Shleifer, 2003).

Güncel ampirik çalışmalar da bu teorik çerçeveyi desteklemektedir. Gupta vd. (2022) Hindistan piyasasında sosyal medya duyarlılığını inceleyerek, iyimser duyarlılığın yüksek olduğu halka arzlarda ilk işlem günlerinde işlem hacminin ve devir hızının daha yüksek olduğunu tespit etmiş, bunun da aşırı değerlenen hisselerin coşkulu yatırımcılara satıldığına işaret ettiğini belirtmişlerdir. Özellikle "irrasyonel coşku"nın zirve yaptığı dönemlerde halka arz aktivitesinin de arttığı gözlemlenmektedir (Ritter, 1991; Ljungqvist, 2007). İhraç anında talep arzı katbekat aştığında, ikincil piyasada alıma geçemeyen yatırımcılar alım yarışına girmekte ve fiyatlarda sıçramalar yaşanmaktadır (Welch, 1992; Aggarwal, 2003).

Türkiye özelinde yapılan çalışmalar da benzer bulgular sunmaktadır. Canbaş ve Kandır (2009) Türkiye'de yatırımcı duyarlılığı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyerek, duyarlılığın özellikle küçük ölçekli şirketler üzerinde daha güçlü etkiler yarattığını tespit etmişlerdir. Uygur (2014) ise sektörel bazda yaptığı analizde, yatırımcı duyarlılığının farklı ekonomik sektörler üzerinde değişen etkiler gösterdiğini ortaya koymuştur. Keleş ve Arat (2016) yatırımcı duyarlılığı ölçüm yöntemlerini karşılaştırmalı olarak inceleyerek, Baker-Wurgler metodolojisinin Türkiye için de uygun olduğunu göstermişlerdir.

Bu çalışmada, mevcut literatürdeki önemli bir metodolojik boşluğun doldurulması amaçlanmaktadır. Önceki çalışmaların önemli bir kısmı tek gösterge bağımlılığı göstermiş ve makroekonomik faktörlerden arındırılmış kompozit endeks yaklaşımını sınırlı düzeyde uygulamıştır. Ayrıca, mevcut araştırmaların eksikliklerini değerlendirdiğimizde, Türkiye özelinde 2010-2024 gibi kapsamlı bir dönem için yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların yetersiz olduğu görülmektedir. Bu boşlukların önemi, özellikle 2013 taper tantrum krizi, 2018 kur krizi ve 2020 COVID-19 pandemi gibi önemli ekonomik şokların yaşandığı bu dönemde yatırımcı davranışlarının daha iyi anlaşılması açısından kritiktir.

1.3 Hipotez Geliştirme

Yukarıda sunulan teorik çerçeve ve ampirik bulgular ışığında, bu çalışmanın temel hipotezleri aşağıdaki gibi geliştirilmiştir. Bu hipotezler, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkilerini sistematik olarak incelemeyi amaçlamaktadır.

1.3.1 Yatırımcı Duyarlılığı ve İlk Gün Halka Arz Performansı

H1: Yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde, halka arz olan şirketlerin ilk gün getirisi daha yüksek gerçekleşir.

Bu hipotez, davranışsal finans teorisinin temel öngörüsü olan aşırı iyimser yatırımcıların halka arz fiyatlarını temel değerlerinin üzerine çıkarma eğilimi üzerine kurulmuştur. Baker ve Wurgler (2006) tarafından ortaya konan teorik çerçeve, yüksek duyarlılık dönemlerinde yatırımcıların risk algılarının azaldığını ve spekülasyon yatırımlara daha fazla yöneldiklerini göstermektedir. Halka arz piyasalarının doğası gereği bilgi asimetrisinin yüksek olması ve yatırımcıların sınırlı bilgiye dayanarak karar vermek zorunda kalması, duyarlılık etkilerini güçlendirmektedir. Yüksek duyarlılık dönemlerinde, yatırımcıların aşırı iyimserliği halka arz talebini artırmakta ve bu durum ilk gün getirilerinin yükselmesine neden olmaktadır.

Güncel ampirik kanıtlar da bu hipotezi desteklemektedir. Zhang vd. (2024) tarafından yapılan küresel çalışma, belirsizlik dönemlerinde yatırımcı duyarlılığının halka arz fiyatlaması üzerindeki etkisinin güçlendiğini göstermiştir. Benzer şekilde, Feng vd. (2024) medya duyarlılığının halka arz düşük fiyatlandırması üzerindeki etkisini ortaya koyarak, pozitif duyarlılığın düşük fiyatlandırmayı azalttığını tespit etmiştir. Rock (1986) tarafından ortaya konan kazananın laneti teorisi çerçevesinde, yüksek duyarlılık dönemlerinde bilgisiz yatırımcıların da piyasaya daha fazla katılması, genel talep düzeyini artırarak ilk gün getirilerinin yükselmesine neden olmaktadır.

1.3.2 Yatırımcı Duyarlılığı ve Kısa Dönem Halka Arz Performansı

H2: Yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde, halka arz olan şirketlerin bir aylık getirileri anlamlı şekilde artış gösterir.

Bu hipotez, yatırımcı duyarlılığının etkilerinin sadece ilk gün ile sınırlı kalmayıp, kısa vadede de devam ettiği öngörüsü üzerine kurulmuştur. Davranışsal finans literatüründe, yatırımcıların momentum etkisi ve sürü davranışı sergileme eğiliminde oldukları gösterilmiştir (Jegadeesh & Titman, 1993; Hirshleifer & Teoh, 2003). Yüksek duyarlılık dönemlerinde, halka arz sonrası ilk haftalarda da yatırımcıların aşırı iyimserliği devam etmekte ve bu durum hisse senedi fiyatlarının temel değerlerinin üzerinde seyretmesine neden olmaktadır.

İlk gün yüksek getiri sağlayan halka arzlar, medya ilgisini çekmekte ve bu durum daha fazla yatırımcının dikkatini bu hisselerle yöneltmektedir. Barber ve Odean (2008) tarafından ortaya konan dikkat çekme hipotezi, yatırımcıların dikkatlerini çeken hisse senetlerine yatırım yapma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Bu nedenle, yüksek duyarlılık dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin hisse senetleri, ilk ayda da piyasa ortalamasının üzerinde performans sergileme eğiliminde olmaktadır.

Güncel çalışmalar da bu hipotezi desteklemektedir. İlbasmış (2023) Türkiye özelinde yaptığı çalışmada, pandemi dönemindeki halka arzların kısa vadeli anormal getirilerinin pandemi öncesi döneme kıyasla daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Bu bulgu, yüksek belirsizlik ve duyarlılık dönemlerinde halka arzların kısa vadede de yüksek performans sergileme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

1.3.3 Yatırımcı Duyarlılığı ve Uzun Dönem Halka Arz Performansı

H3: Uzun vadede (1 yıl) yüksek duyarlılık dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin performansı, başlangıçtaki aşırı fiyatlamaların düzelmesi nedeniyle görece düşük veya olumsuz olabilir.

Bu hipotez, "geçici heves" teorisi ve aşırı tepki hipotezi üzerine temellenmektedir. Shiller (2000) ve De Bondt ve Thaler (1985) tarafından öne sürülen bu yaklaşıma göre, başlangıçtaki aşırı iyimserlik zamanla yerini gerçekçi değerlemelere bırakmakta ve bu durum uzun dönemde düşük performansa yol açmaktadır. Davranışsal finans literatüründe, yatırımcıların temsiliyet yanlılığı ve aşırı güven gibi bilişsel yanlılıklara sahip olduğu gösterilmiştir (Kahneman & Tversky, 1979; Daniel vd., 1998). Bu yanlılıklar, yüksek duyarlılık dönemlerinde daha da güçlenmekte ve yatırımcıların halka arz şirketlerinin gelecekteki performansını aşırı iyimser bir şekilde değerlendirmelerine neden olmaktadır.

Zamanla, şirketlerin gerçek performansları ortaya çıktıkça, bu aşırı iyimser beklentiler düzeltilmekte ve hisse fiyatları düşmektedir. Bu durum, özellikle değerlemesi zor olan genç şirketler için daha belirgindir. Bu şirketlerin gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesi zor olduğundan, yatırımcılar daha çok öznel beklentilerine dayanmaktadırlar (Baker & Wurgler, 2006). Ritter (1991) tarafından ortaya konan uzun dönem düşük performans anomalisi, bu teorik çerçeveyi desteklemektedir.

Güncel ampirik kanıtlar da bu hipotezi desteklemektedir. İlbasmış (2023) tarafından Türkiye özelinde yapılan çalışma, pandemi dönemindeki halka arzların uzun vadeli performanslarının pandemi öncesi döneme kıyasla daha düşük olduğunu göstermiştir. Baig vd. (2021) pandemi dönemindeki halka arzların daha fazla bilgi belirsizliği yaşadığını tespit ederek, bu durumun uzun vadeli performans üzerindeki olumsuz etkilerini ortaya koymuştur. Bu bulgular, yüksek belirsizlik ve duyarlılık dönemlerinde yapılan halka arzların uzun vadede düşük performans sergileme eğiliminde olduğunu desteklemektedir.

2. Metodoloji

Bu bölümde, çalışmanın araştırma deseni, veri seti, değişkenlerin ölçümü ve analizde kullanılan ekonometrik yöntemler ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Metodolojik çerçeve, hakem raporlarında belirtilen eleştiriler ve öneriler doğrultusunda, özellikle yatırımcı duyarlılığı endeksinin oluşturulması, içsellik sorununun ele alınması ve modelin geçerliliğinin test edilmesi konularında güçlendirilmiştir.

2.1 Veri Seti ve Örneklem

Bu çalışmanın örnekleme, 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2024 tarihleri arasında Borsa İstanbul'da halka arz edilen şirketlerden oluşmaktadır. 2008 yılında İstanbul Sanayi Odası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Sermaye Piyasası Kurulu ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği arasında imzalanan protokol ile başlayan "Halka Arz Seferberliği", Türkiye sermaye piyasasında önemli bir dönüm noktası oluşturmuştur (Kaderli, 2016; Yaşar vd., 2020; Avcı vd., 2020). Bu girişim, borsada işlem gören Türk şirket sayısını artırmayı ve sermaye piyasalarının derinleşmesini amaçlamıştır. 2009 yılında düzenlenen "Sermaye Piyasası Kurumları - TOBB İşbirliği Toplantısı" ile bu çabaların kurumsal çerçevesi güçlendirilmiştir.

Türkiye'de halka arz aktivitesi, 2010 öncesi ve sonrası dönemde belirgin farklılıklar göstermektedir. 1990-2009 döneminde yıllık ortalama halka arz sayısı 16,8 iken, bu sayı 2010-2023 döneminde 22,1'e yükselmiştir. Özellikle 2000-2009 döneminde yıllık ortalama 7,9 halka arz gerçekleşirken, 2010 sonrası dönemde bu rakam önemli ölçüde artmıştır (Tanyeri vd., 2022; İlbasmış, 2023; Atici & Gursoy, 2015). Bu artış, hem kurumsal altyapının güçlenmesi hem de piyasa derinliğinin artması ile açıklanabilir.

Çalışmada kullanılan veri seti, belirli kalite kriterleri uygulanarak oluşturulmuştur. Örneklem dahil edilme kriterleri şunlardır: (i) halka arz fiyatı, ilk işlem günü kapanış fiyatı ve takip eden dönem fiyat verilerine eksiksiz erişilebilen şirketler, (ii) en az 252 işlem günü boyunca kesintisiz işlem gören hisseler, (iii) finansal tablo verilerine tam erişim sağlanabilen halka arzlar. Bu kriterler sonucunda toplam 292 halka arz analize dahil edilmiştir. Halka arza ilişkin temel veriler (şirket izahnameleri, halka arz fiyatı, halka açıklık oranı, sektör sınıflandırması) Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP), günlük hisse senedi fiyatları ve işlem hacmi verileri Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden ve Finnet veri tabanından, makroekonomik değişkenler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden (EVDS) temin edilmiştir.

İncelenen 2010-2024 dönemi, Türkiye ekonomisi ve sermaye piyasaları açısından önemli dalgalanmaları içermektedir. 2013 "taper tantrum" krizi, 2016 darbe girişimi, 2018 Türk Lirası kur krizi ve 2020-2021 COVID-19 pandemi dönemi gibi olaylar, hem makroekonomik koşulları hem de yatırımcı duyarlılığını etkilemiştir. Bu çeşitlilik, yatırımcı duyarlılığının farklı piyasa koşullarındaki etkilerini incelemek açısından zengin bir analiz ortamı sunmaktadır.

Tablo 1, örneklemdaki halka arzların yıllara göre dağılımını göstermektedir. 2021-2023 dönemi, toplam halka arzların yaklaşık %50'sini oluşturarak en yoğun dönem olarak öne çıkmaktadır. Bu dönem, küresel düşük faiz ortamı ve yerel piyasalarda artan bireysel yatırımcı ilgisinin birleştiği bir "sıcak piyasa" dönemi olarak değerlendirilebilir (Lowry, 2003). Buna karşılık, 2015-2017 yılları arasında halka arz aktivitesinde belirgin bir düşüş gözlenmektedir; bu dönem, küresel ve yerel ekonomik belirsizliklerin yüksek olduğu bir süreçle örtüşmektedir.

Tablo 1. Halka Arzların Yıllara Göre Dağılımı

Yıl	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Yüzde	Kümülatif
2010	19	6.48	6.48
2011	20	6.83	13.31
2012	19	6.48	19.80
2013	13	4.44	24.23
2014	12	4.10	28.33
2015	4	1.37	29.69
2016	1	0.34	30.03
2017	3	1.02	31.06
2018	9	3.07	34.13
2019	6	2.05	36.18
2020	8	2.73	38.91

2021	52	17.75	56.66
2022	38	12.97	69.62
2023	56	19.11	88.74
2024	33	11.26	100.00
Toplam	293	100.00	

Tablo 2, halka arzların sektörel dağılımını sunmaktadır. Örneklemin en büyük kısmını (%39.59) sanayi sektörü oluşturmakta, bunu hizmet sektörü (%27.99) ve teknoloji sektörü (%10.24) takip etmektedir. Sektörel çeşitlilik, yatırımcı duyarlılığının farklı sektörlerdeki halka arzlar üzerindeki etkisini inceleme imkanı sunmaktadır.

Tablo 2. Halka Arzların Sektörel Dağılımı

Sektör	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Yüzde	Kümülatif
Gayrimenkul	28	9.56	9.56
Hizmet	82	27.99	37.54
Holding	12	4.10	41.64
Mali	25	8.53	50.17
Sinai	116	39.59	89.76
Teknoloji	30	10.24	100.00
Toplam	293	100.00	

2.2 Değişkenlerin Tanımlanması

2.2.1 Bağımlı Değişkenler: Halka Arz Getiri Performansı

Yatırımcı duyarlılığının etkisini ölçmek için üç farklı zaman diliminde performans göstergeleri kullanılmıştır. Literatürdeki eleştirileri dikkate alarak (Ritter, 1991; Loughran ve Ritter, 2002), uzun dönem getiri ölçümlerinde piyasa etkisinden arındırılmış abnormal getiri hesaplamaları yapılmıştır:

Günlük Getiri: Halka arz fiyatı ile ilk gün ($t=1$) kapanış fiyatı arasındaki farkın halka arz fiyatına oranlanmasıyla hesaplanır (Günlük_Getiri). Ayrıca piyasa etkisinden arındırmak için BIST 100 endeksinin aynı gündeki getirisi düşülerek düzeltilmiş günlük getiri ($AR_Günlük_Getiri$) hesaplanmıştır. Günlük getiri, düşük fiyatlandırma olgusunu gözlemek açısından en yaygın kullanılan göstergedir (Ljungqvist, 2007).

Aylık Abnormal Getiri: İlk gün veya ilk haftanın ötesinde, kısa-orta vadeli fiyat hareketlerini değerlendirmek için iki farklı yöntemle abnormal getiri hesaplanmıştır:

- **Satın Al ve Tut Anormal Getirisi (SATAG):** Halka arz tarihinden itibaren 21 işlem günü boyunca halka arz hissesini elde tutma getirisi ile aynı dönemde BIST 100 endeksinin elde tutma getirisinin farkı olarak hesaplanır: $SATAG = \prod (1+R_{halka\ arz,t}) - \prod (1+R_{piyasa,t})$
- **Kümülatif Anormal Getiri (KAG):** Her bir işlem gününde halka arz getirisi ile piyasa getirisi arasındaki farkın 21 gün boyunca kümülatif toplamı: $KAG = \sum (R_{halka\ arz,t} - R_{piyasa,t})$

Yıllık Abnormal Getiri: Halka arzdan 252 işlem günü (yaklaşık 1 takvim yılı) sonrasına kadar SATAG ve KAG yöntemleriyle hesaplanmıştır. Uzun dönem anomali analizlerinde yaygınca kullanılan bu ölçütler (Ritter, 1991; Gao vd., 2013), "uzun vadede düzelme" veya "abartılı değerlemenin geri çekilmesi" hipotezini test etmeyi sağlar.

2.2.2 Bağımsız Değişkenler: Yatırımcı Duyarlılığı Endeksleri

Literatürdeki eleştirileri dikkate alarak (Baker ve Wurgler, 2006, 2007; Brown ve Cliff, 2004), yatırımcı duyarlılığını ölçmek için çok boyutlu bir yaklaşım benimsenmiştir. Tekil değişkenlerin piyasanın genel

yönünü de kapsamı ve makroekonomik gelişmelerden yeterince arındırılmaması sorunlarını aşmak amacıyla, yatırımcı duyarlılığı Temel Bileşenler Analizi (TBA) ile oluşturulan bileşik endekslerle temsil edilmiştir.

Yatırımcı Duyarlılığı Endekslerinin Oluşturulması:

Her bir zaman dilimi (günlük, aylık, yıllık) için aşağıdaki adımlar izlenmiştir:

Adım 1: Ham Sentiment Göstergelerinin Belirlenmesi

Günlük Model için Göstergeler:

- **Google Arama Yoğunluğu (Günlük_Google):** Halka arz tarihinden önceki gün, halka arz olacak şirketin Google Trends skorunun 0-1 aralığında normalleştirilmiş değeri. Yatırımcıların şirkete olan ilgisini ve piyasa ilgisini yansıtır (Da vd., 2015).
- **Piyasa Volatilitesi (Günlük_Vol):** Gerçekleşen oynaklık (realized volatility) yöntemiyle hesaplanır: $RV_t = |R_{t-1}|$, burada R_{t-1} halka arz tarihinden bir gün önceki BIST 100 endeksinin günlük getirisini, $|.$ ise mutlak değeri ifade eder. Bu gösterge, halka arz öncesi son işlem gününde piyasada gözlemlenen anlık fiyat dalgalanmasını ve kısa vadeli belirsizliği ölçer. Yüksek değerler, piyasada ani ve keskin fiyat hareketlerinin yaşandığı, yatırımcıların belirsizlik ve risk algısının yüksek olduğu dönemleri; düşük değerler ise fiyatların istikrarlı seyrettiği ve yatırımcıların güven içinde olduğu dönemleri yansıtır (Andersen vd., 2001; Baker ve Wurgler, 2006).
- **Piyasa Momentumu (Günlük_Mom):** Halka arz öncesi piyasa trendini yakalamak için zaman serisi momentum göstergesi kullanılmıştır $TSMOM_t = \text{sign}(R_{t-3,t-1}) \times R_{t-1}$ formülüyle hesaplanır. Bu formülde sign fonksiyonu, son 3 günlük dönemdeki kümülatif getirinin işaretini (pozitif ise +1, negatif ise -1) alır ve bunu bir önceki günün getirisi ile çarpar. Pozitif momentum değeri, piyasanın yükseliş trendinde olduğunu ve yatırımcı iyimserliğinin arttığını; negatif momentum değeri ise düşüş trendini ve kötümserlik ortamını gösterir (Jegadeesh ve Titman, 1993; Baker ve Wurgler, 2006). Tüm hesaplamalar halka arz tarihinden önceki verilerle gerçekleştirilmiştir.
- **Trend etkisinden arındırılmış İşlem Yoğunluğu (Günlük_Yoğ):** Halka arz tarihinden önceki günlük işlem yoğunluğu (Toplam İşlem Hacmi / Ortalama Dolaşımdaki Hisse Sayısı), 50 günlük hareketli ortalamasından çıkarılarak hesaplanır. Bu işlem, piyasanın yapısal büyümesi ve teknolojik gelişmelerden kaynaklanan uzun vadeli trend etkisini gidererek, yalnızca yatırımcı duyarlılığından kaynaklanan kısa vadeli sapmaları yakalar (Baker ve Wurgler, 2006; Chordia vd., 2001). Pozitif değerler normalin üzerinde işlem aktivitesini, negatif değerler ise normalin altında aktiviteyi gösterir.

Aylık Model için Göstergeler:

- **Google Arama Yoğunluğu (Aylık_Google):** Halka arz tarihinden önceki ve sonraki 21 günlük ortalama Google Trends skoru (0-1 arası normalleştirilmiş).
- **Piyasa Volatilitesi (Aylık_Vol):** Gerçekleşen oynaklık yöntemiyle hesaplanır: $RV_t = \sqrt{\sum_{i=1}^{21} R_{t-i}^2}$, burada R_{t-i} halka arz tarihinden i gün önceki BIST 100 endeksinin günlük getirisini ifade eder. Bu formül, halka arz öncesi 21 işlem gününe ait günlük getiri karelerinin toplamının karekökünü alarak, orta vadeli piyasa oynaklığını ölçer. Günlük ölçüme kıyasla daha uzun bir pencere kullanılması, tekil gün etkilerinden ve gürültüden arındırılmış, daha sağlam bir belirsizlik ölçüsü sunar (Andersen ve Bollerslev, 1998; Andersen vd., 2001). Yüksek aylık volatilité, piyasanın istikrarsız olduğu, yatırımcıların temkinli ve kaygılı davrandığı dönemleri; düşük değerler ise piyasaya güvenin yüksek olduğu, fiyat hareketlerinin öngörülebilir olduğu dönemleri yansıtır.

- **Piyasa Momentumu (Aylık_Mom):** Halka arz öncesi dönem için $TSMOM_t = \text{sign}(R_{t-21,t-1}) \times R_{t-1}$ formülü ile hesaplanır. Bu gösterge, son 21 günlük dönemdeki piyasa trendinin (yükseliş veya düşüş) gücünü ve yönünü ölçer. Güçlü pozitif momentum, süregelen bir yükseliş trendini ve yatırımcıların gelecek beklentilerinin olumlu olduğunu; güçlü negatif momentum ise düşüş trendini ve kötümser beklentileri yansıtır. Momentum etkisi, yatırımcı duyarlılığının önemli bir göstergesi olarak literatürde yaygın şekilde kullanılmaktadır (Jegadeesh ve Titman, 1993, 2001).
- **Trend etkisinden arındırılmış İşlem Yoğunluğu (Aylık_Yoğ):** Halka arz tarihinden önceki aylık işlem yoğunluğu, 50 günlük hareketli ortalamasından sapması olarak hesaplanır. Bu yöntem, aylık düzeydeki olağandışı yüksek veya düşük işlem aktivitesini, piyasanın genel likidite trendinden bağımsız olarak ölçmeyi sağlar (Baker ve Wurgler, 2006, 2007).

Yıllık Model için Göstergeler:

- **Google Arama Yoğunluğu (Yıllık_Google):** Halka arz tarihinden önceki ve sonraki 252 günlük ortalama Google Trends skoru.
- **Piyasa Volatilitesi (Yıllık_Vol):** Gerçekleşen oynaklık yöntemiyle hesaplanır: $RV_t = \sqrt{\sum_{i=1}^{252} R_{t-i}^2}$, burada R_{t-i} halka arz tarihinden i gün önceki BIST 100 endeksinin günlük getirisini ifade eder. Bu hesaplama, halka arz öncesi 252 işlem gününe (yaklaşık 1 yıl) ait günlük getiri karelerinin toplamının karekökünü alarak, uzun vadeli piyasa oynaklığını ölçer. Yıllık gerçekleşen oynaklık, makro düzeyde piyasa istikrarını ve sistemik risk algısını yansıtır (Andersen vd., 2003; Barndorff-Nielsen ve Shephard, 2002). Küresel krizler, siyasi belirsizlikler veya yapısal ekonomik sorunların yaşandığı dönemlerde yıllık volatiliteler yükselir ve yatırımcıların genel risk iştahının düştüğünü gösterir; düşük yıllık volatiliteler ise istikrarlı bir piyasa ortamını ve yatırımcıların yüksek güven düzeyini gösterir (Baker ve Wurgler, 2006).
- **Piyasa Momentumu (Yıllık_Mom):** Halka arz öncesi dönem için $TSMOM_t = \text{sign}(R_{t-252,t-1}) \times R_{t-1}$ formülü ile hesaplanır. Yıllık momentum, uzun vadeli piyasa trendini ve makro düzeyde yatırımcı beklentilerini yakalar. Güçlü pozitif yıllık momentum, ekonomik büyüme, olumlu politika değişiklikleri veya "boğa piyasası" dönemlerini; güçlü negatif momentum ise ekonomik daralma, kriz dönemleri veya "ayı piyasası" ortamlarını yansıtır. Uzun vadeli momentum, yatırımcı güveninin ve piyasa duyarlılığının kalıcılığını gösteren önemli bir göstergedir (Jegadeesh ve Titman, 2001; Baker ve Wurgler, 2007).
- **Trend Etkisinden Arındırılmış İşlem Yoğunluğu (Yıllık_Yoğ):** Halka arz tarihinden önceki yıllık işlem yoğunluğu, aynı dönemde hesaplanan hareketli ortalamasından sapması olarak elde edilir. Yıllık düzeyde bu gösterge, piyasanın makro likidite koşullarından bağımsız olarak, yatırımcı duyarlılığından kaynaklanan işlem yoğunluğu değişimlerini yakalar
- **Halka Arz Yoğunluğu (HA_Yoğunluğu):** Halka arzın gerçekleştiği yıldaki toplam halka arz sayısını temsil eder. Bu değişken, "sıcak piyasa" hipotezini test etmek için kullanılır ve yatırımcı duyarlılığının önemli bir göstergesidir. Yüksek halka arz yoğunluğu dönemleri, genellikle yatırımcı iyimserliğinin ve piyasa likiditesinin yüksek olduğu dönemlerle çakışır (Lowry, 2003; Ritter ve Welch, 2002; Altı, 2005).

Adım 2: Makroekonomik Şoklardan Arındırma

Ham duyarlılık göstergelerinin makroekonomik gelişmelerden, piyasanın genel trendinden ve jeopolitik şoklardan arındırılması için her bir gösterge, aşağıdaki makroekonomik kontrol değişkenleriyle regresyon analiz edilmiştir:

- Aylık faiz oranı (politika faizi)

- Aylık enflasyon oranı (TÜFE değişimi)
- Aylık döviz kuru volatilitesi (USD/TRY oynaklığı)
- Aylık ekonomik güven endeksi (Güven)
- Aylık GSYİH büyüme oranı (mevsimsellikten arındırılmış)

Her bir ham duyarlılık göstergesi (X) için aşağıdaki regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$X_t = \alpha + \beta_1(\text{Faiz}_t) + \beta_2(\text{Enflasyon}_t) + \beta_3(\text{Döviz_Vol}_t) + \beta_4(\text{Güven}_t) + \beta_5(\text{GSYİH}_t) + \epsilon_t \quad (1)$$

Bu regresyonlardan elde edilen artık terimler (residuals: ϵ_t), makroekonomik faktörlerden arındırılmış sentiment göstergelerini temsil etmektedir. Artık terimler daha sonra ortalama 0 ve standart sapma 1 olacak şekilde standardize edilmiştir.

Adım 3: Temel Bileşenler Analizi (TBA)

Makroekonomik faktörlerden arındırılmış sentiment göstergeleri üzerinde, her bir zaman dilimi için ayrı ayrı Temel Bileşenler Analizi uygulanmıştır. TBA uygulamasından önce, Adım 2'de elde edilen artık terimler (residuals) standartlaştırılmıştır. Standartlaştırma işlemi, her bir değişkenin ortalamasının sıfır, standart sapmasının bir olacak şekilde dönüştürülmesini içerir (z-score dönüşümü):

$$Z_{it} = (\epsilon_{it} - \mu_\epsilon) / \sigma_\epsilon \quad (2)$$

burada ϵ_{it} ilgili değişkenin makroekonomik regresyondan elde edilen artık değeri, μ_ϵ artıkların ortalaması, σ_ϵ ise artıkların standart sapmasıdır. Bu standardizasyon, farklı ölçek ve birimlerle ifade edilen değişkenlerin (örneğin Google arama skoru 0-1 aralığında, işlem yoğunluğu yüzde olarak) TBA'da eşit ağırlıkla değerlendirilmesini sağlar (Jolliffe, 2002). Standartlaştırma yapılmadan uygulanan TBA, büyük varyansa sahip değişkenlere aşırı ağırlık verebilir ve yanıltıcı sonuçlara yol açabilir (Hair vd., 2010).

Standartlaştırılmış değişkenler üzerinde TBA uygulanması, göstergeler arasındaki ortak varyansı yakalayıp boyut indirgeme sağlar ve çoklu doğrusal bağlantı sorununu ortadan kaldırır (Baker ve Wurgler, 2006). Kaiser kriteri (özdeğer > 1) kullanılarak her model için iki temel bileşen seçilmiş ve yorumlanabilirliği artırmak için varimax ortogonal rotasyon yöntemi uygulanmıştır (Kaiser, 1958). Varimax rotasyonu, faktör yüklemelerini maksimize ederek her değişkenin hangi faktöre daha güçlü yüklendiğini netleştirir ve faktörlerin ekonomik yorumunu kolaylaştırır (Hair vd., 2010).

Günlük Model TBA Sonuçları: Günlük duyarlılık göstergeleri üzerinde yapılan TBA analizi, birinci bileşenin toplam varyansın %41.42'sini, ikinci bileşenin %26.64'ünü açıkladığını göstermiştir. İki bileşen birlikte toplam varyansın %68.06'sını açıklamaktadır. Varimax rotasyonu sonrasında birinci bileşende piyasa volatilitesi (0.69) ve momentum (0.70) değişkenlerinin yüksek yüklemelere sahip olduğu; ikinci bileşende ise Google arama yoğunluğu (0.77) ve işlem yoğunluğu (0.64) baskın olduğu tespit edilmiştir. Bu yapı, birinci bileşenin piyasa risk algısı ve trend boyutunu, ikinci bileşenin ise yatırımcı ilgisi ve likidite boyutunu temsil ettiğini göstermektedir. Analizlerde birinci temel bileşen yatırımcı duyarlılığı endeksi olarak kullanılmıştır (Günlük_Duyarlılık).

Aylık Model TBA Sonuçları: Aylık frekansta yapılan TBA analizi, birinci bileşenin varyansın %35.25'ini, ikinci bileşenin %26.47'sini açıkladığını ortaya koymuştur. İki bileşen toplamda varyansın %61.22'sini açıklamaktadır. Rotasyon sonrası birinci bileşende Google arama yoğunluğu (0.72) ve işlem yoğunluğu (0.68) güçlü pozitif yüklemelere sahipken; ikinci bileşende momentum (0.73) pozitif, volatilité (-0.68) ise negatif yüklemeye sahiptir. Bu bulgular, aylık düzeyde birinci bileşenin genel yatırımcı ilgisi ve aktivite boyutunu, ikinci bileşenin ise piyasa yönü ve belirsizlik arasındaki ters ilişkiyi yansıttığını göstermektedir. Birinci bileşen aylık sentiment endeksi (Aylık_Duyarlılık) olarak modellenmiştir.

Yıllık Model TBA Sonuçları: Yıllık sentiment göstergelerinin TBA analizi, beş değişken üzerinde gerçekleştirilmiştir. Birinci bileşen toplam varyansın %41.68'ini, ikinci bileşen %23.24'ünü açıklamış; iki bileşen birlikte %64.92 açıklama gücüne ulaşmıştır. Varimax rotasyonu sonrasında birinci bileşende volatilité (0.68) ve momentum (0.67) değişkenlerinin baskın olduğu; ikinci bileşende ise işlem yoğunluğu (0.72) ve halka arz yoğunluğunun (-0.66) karşıt yüklerle sahip olduğu görülmüştür. Bu yapı, birinci bileşenin makro piyasa risk algısı ve trend gücünü, ikinci bileşenin ise likidite-yoğunluk dengesini temsil ettiğini işaret etmektedir. Uzun vadeli analizlerde birinci bileşen yıllık sentiment endeksi (Yıllık_Duyarlılık) olarak kullanılmıştır.

TBA sonuçları, her üç zaman diliminde de kullanılan göstergelerin yatırımcı psikolojisinin farklı ama tamamlayıcı boyutlarını yakaladığını ortaya koymuştur. Birinci temel bileşenlerin %35-41 arasında değişen açıklama güçleri, sentiment'ın çok boyutlu yapısını yansıtmakta ve tekil göstergelerin yetersizliğini doğrulamaktadır. İki bileşenin toplamda açıkladığı varyans oranlarının (%61-68 arası) kabul edilebilir düzeyde olması, TBA ile oluşturulan endekslerin sentiment'ı etkili şekilde temsil ettiğini göstermektedir. Ayrıca, varimax rotasyonunun sağladığı ortogonalite sayesinde, TBA ile oluşturulan sentiment endeksleri birbirleriyle ve diğer kontrol değişkenleriyle çoklu doğrusal bağlantı sorunu yaratmamaktadır. Bu yaklaşım, literatürdeki Baker-Wurgler (2006, 2007) metodolojisiyle uyumludur ve tekil göstergelerin piyasa trendinden tam olarak ayrıştırılamama problemini çözmektedir.

2.2.3 Kontrol Değişkenleri

Halka arz performansını etkileyebileceği bilinen şirket ve halka arz özellikleri, yatırımcı duyarlılığından kaynaklanan etkinin ayrıştırılabilmesi için denklemlere dahil edilmiştir.

Halka Açıklık Oranı: Halka arz edilen toplam pay oranını (%) ifade eder (Halka_Açıklık). Yüksek halka açıklık oranı, şirket hakkında daha fazla bilginin piyasa ile paylaşılacağını ve bilgi asimetrisinin azalacağını gösterir (Rock, 1986). Ayrıca, yüksek halka açıklık oranına sahip şirketlerde likiditenin daha yüksek olması beklenir ve bu durum yatırımcı talebini artırabilir (Booth ve Chua, 1996). Literatürde halka açıklık oranının halka arz düşük fiyatlandırması üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu bulunmuştur (Loughran ve Ritter, 2004).

Toplanan Fon: Halka arz yoluyla toplanan toplam fon miktarının doğal logaritması olarak hesaplanmıştır (Toplanan_Fon). Bu değişken, halka arzın büyüklüğünü ve şirketin ölçeğini temsil eder. Büyük ölçekli halka arzlar genellikle daha fazla medya ilgisi ve analist takibi çeker, bu da yatırımcı talebini artırabilir (Caster ve Manaster, 1990). Öte yandan, büyük halka arzların daha az bilgi asimetrisi içermesi nedeniyle düşük fiyatlandırma oranının düşük olabileceği de öne sürülmüştür (Beatty ve Ritter, 1986).

Firma Yaşı: Şirketin kuruluşundan halka arz tarihine kadar geçen süreyi yıl olarak ölçer (Firma_Yaş). Daha yaşlı şirketler, daha uzun geçmiş performans kaydına sahip olduklarından belirsizlik daha düşüktür ve bilgi asimetrisi azalır (Caster ve Manaster, 1990). Genç şirketler ise yüksek büyüme potansiyeli taşıyabilir ancak aynı zamanda daha riskli olarak algılanırlar. Ampirik çalışmalar, firma yaşının halka arz performansı ile negatif ilişkili olduğunu göstermiştir (Ljungqvist, 2007; Ritter, 1991).

İşlem Pazarı: Hissenin halka arz sonrası işlem göreceği pazarı gösteren kukla değişkenidir (Ana Pazar = 1, diğer pazarlar = 0). Ana Pazar, Borsa İstanbul'un en likit ve kurumsal yatırımcı katılımının en yüksek olduğu pazarıdır. Ana Pazarda işlem gören şirketler daha katı düzenleyici gerekliliklere tabi olduğundan, yatırımcılar bu şirketlere daha fazla güven duyabilir (Chambers ve Dimson, 2009). Ayrıca, Ana Pazar kotasyonu daha yüksek görünürlük ve prestij sağlayarak yatırımcı talebini artırabilir.

Aracı Kurum: Halka arzı gerçekleştiren aracı kurumun büyüklüğü ve itibarını temsil eden kukla değişkenidir (Aracı_Kurum). Büyük beş aracı kurum (İş Yatırım, Garanti Yatırım, Yapı Kredi Yatırım, Akbank Yatırım, HSBC Yatırım) = 1, diğer aracı kurumlar = 0 olarak kodlanmıştır. Prestijli aracı kurumlar, sertifikasyon hipotezine göre halka arz kalitesi konusunda bir sinyal işlevi görür ve yatırımcıların güvenini artırır (Caster ve Manaster, 1990; Booth ve Smith, 1986). Büyük aracı kurumlar, daha geniş

yatırımcı ağlarına sahip olduklarından talebi artırabilir ve daha iyi fiyatlandırma yapabilirler (Loughran ve Ritter, 2004). Literatürde prestijli aracı kurumların halka arzlarının daha az düşük fiyatlandırma sergilediği bulunmuştur.

Halka Arz Kümelenmesi: İlgili halka arzın gerçekleştiği yıldaki aylık halka arz kümelenmesini gösteren kukla değişkendir (HA_Küme). Hesaplama yönteminde, ilgili yıldaki her bir ayda gerçekleşen halka arz sayıları hesaplanır, o yılın medyan değeri alınır ve medyan değerinin üstünde halka arz olan aylarda değişken 1, altında olan aylarda 0 değerini alır. Bu değişken, halka arz kümelenmesi fenomenini yakalar ve "sıcak piyasa" dönemlerindeki yoğunlaşmayı ölçer (Lowry ve Schwert, 2002; Yung vd., 2008; Boeh ve Dunbar, 2014).

Sektör Kukla Değişkenleri: Şirketin faaliyet gösterdiği sektörü temsil eden kukla değişkenlerdir (Tablo 2'de gösterilen 6 sektör kategorisi: Gayrimenkul, Hizmet, Holding, Mali, Sanayi, Teknoloji). Sektörel farklılıklar, büyüme beklentileri, risk profilleri ve yatırımcı ilgisi açısından önemli varyasyonlar yaratır (Loughran ve Ritter, 2004). Örneğin, teknoloji sektörü genellikle yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle daha yüksek değerlemelere sahipken, aynı zamanda daha yüksek belirsizlik de içerir. Sektör kukla değişkenleri, bu yapısal farklılıkları kontrol altına alır.

Yıl Kukla Değişkenleri: Halka arzın gerçekleştiği yılı gösteren kukla değişkenlerdir. Bu değişkenler, makroekonomik koşullar, düzenleyici değişiklikler, piyasa rejimleri ve genel ekonomik döngülerin IPO performansı üzerindeki etkilerini kontrol eder (Ritter, 1984). Örneğin, 2020-2021 pandemi dönemi veya 2018 kur krizi gibi olağanüstü dönemlerin etkileri bu kukla değişkenlerle yakalanır. Zaman kukla değişkenleri, gözlemlenemeyen yıla özgü şokların tahminleri yanlı hale getirmesini önler.

2.3 Ekonometrik Yöntem ve Analiz Adımları

Ana analiz yöntemi olarak çoklu doğrusal regresyon modelleri kullanılmıştır. Her bir bağımlı değişken için ayrı regresyon denklemleri kurulmuştur. Temel modeller aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

Model 1 (Günlük Getiri):

$$\text{Günlük_Getiri}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Günlük_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$\text{AR_Günlük_Getiri}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Günlük_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Model 2 (Aylık Abnormal Getiri):

$$\text{Aylık_SATAG}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Aylık_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$\text{Aylık_KAG}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Aylık_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

Model 3 (Yıllık Abnormal Getiri):

$$\text{Yıllık_SATAG}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Yıllık_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$\text{Yıllık_KAG}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Yıllık_Duyarlılık})_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

Burada X_i , ilgili halka arza dair kontrol değişkenleri vektörünü temsil etmektedir. Regresyon katsayıları için En Küçük Kareler yöntemi uygulanmış, olası değişen varyans problemini gidermek adına White heteroskedasticity-robust standart hataları kullanılmıştır.

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığını test etmek için Varyans Büyütme Faktörü (VIF) analizi yapılmıştır. VIF analizi, bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin gücünü ölçer ve yüksek değerler (genellikle $VIF > 10$), regresyon katsayılarının güvenilirliğini azaltan ciddi çoklu doğrusal bağlantı sorununa işaret eder (Hair vd., 2010; O'Brien, 2007). Tablo 3'te sunulan VIF sonuçlarına göre, TBA ile oluşturulan sentiment endeksleri ve kontrol değişkenleri için hesaplanan VIF değerlerinin tümü kritik eşik değerin (5) oldukça altında kalmıştır. Üç modelde de ortalama VIF değeri 1.12'nin altında, en

yüksek bireysel VIF değeri ise 1.33'tür. Bu bulgular, modelde ciddi bir çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığını ve regresyon katsayılarının güvenilir tahminler sunduğunu göstermektedir.

Tablo 3. Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi Sonuçları

Değişken	Günlük Model		Aylık Model		Yıllık Model	
	VIF	Tolerans	VIF	Tolerans	VIF	Tolerans
Duyarlılık Endeksi	1.01	0.988	1.12	0.892	1.08	0.922
İşlem_Pazarı	1.15	0.872	1.21	0.823	1.18	0.848
Aracı_Kurum	1.02	0.982	1.02	0.982	1.02	0.984
HA_Küme	1.05	0.956	1.05	0.950	1.05	0.953
Toplanan_Fon	1.25	0.802	1.33	0.750	1.31	0.762
Halka_Açıklık	1.10	0.911	1.10	0.907	1.10	0.905
Firma_Yaş	1.01	0.990	1.02	0.983	1.01	0.990

Tüm analizler Stata 17 ve Python 3.9 yazılımları kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Regresyon sonuçları %95 güven aralığında değerlendirilmiş; hipotezleri test etmek için t-istatistikleri ve p-değerleri yorumlanmıştır. Bulgular, farklı zaman dilimlerinde yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkisini ortaya koyacak şekilde raporlanmıştır.

3. Bulgular

3.1 Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Tablo 4, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikleri sunmaktadır. Halka arz getiri performansı göstergeleri incelendiğinde, ilk gün anormal getirisinin (AR_Günlük_Getiri) ortalama %6,6, ham ilk gün getirisinin (Günlük_Getiri) ise %6,7 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular, Türkiye sermaye piyasasında halka arzların ortalamada pozitif ilk gün getirisi sergilediğini ve düşük fiyatlandırma olgusunun varlığını doğrulamaktadır. Günlük getiri değişkeninin standart sapması 0,07 düzeyinde olup, minimum -17,5% ve maksimum %31,2 aralığında değişim göstermektedir; bu geniş aralık, halka arzlar arasında önemli heterojenite bulunduğuna ve bazı halka arzların ilk gün negatif getiri sergilediğine işaret etmektedir.

Aylık abnormal getiri göstergeleri açısından, SATAG yöntemiyle hesaplanan ortalama getiri %44,8, KAG yöntemiyle hesaplanan ise %24,3 olarak gerçekleşmiştir. Her iki ölçüt de ilk ayda halka arzların ortalamada pozitif ve yüksek getiri sağladığını göstermektedir. Ancak standart sapmaların yüksekliği (SATAG için 0.876, KAG için 0.417) ve maksimum değerlerin aşırı yüksek olması (SATAG: %637 KAG: %198), bazı halka arzlarda spekülasyon fiyat hareketlerinin yaşandığına işaret etmektedir. Yıllık abnormal getiri göstergelerine bakıldığında, SATAG ortalaması %51,2, KAG ortalaması ise %56 düzeyindedir. Bu sonuçlar, ortalamada halka arzların uzun vadede de pozitif abnormal getiri sağladığını göstermektedir; bu durum, Ritter (1991) ve Loughran ve Ritter (1995) gibi çalışmalarda rapor edilen "uzun vadede düşük performans" anomalisinin örneklemimizde gözlemlenmediğine işaret etmektedir. Ancak standart sapmaların çok yüksek olması (SATAG: 1.686, KAG: 0.834) ve maksimum değerlerin aşırı düzeylere ulaşması (SATAG: %1314), yıllık performansta halka arzlar arasında çok büyük farklılıklar bulunduğunu ve bazı halka arzların olağanüstü yüksek getiriler sağlarken bazılarının önemli kayıplar yaşadığını ortaya koymaktadır.

Yatırımcı duyarlılığı endekslerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler, TBA yöntemiyle oluşturulan bu değişkenlerin standartlaştırılmış yapısını yansıtmaktadır. Günlük, aylık ve yıllık duyarlılık endekslerinin ortalamalarının sıfıra yakın olması (sırasıyla 0, 0, 0.001), standartlaştırma işleminin başarıyla gerçekleştirildiğini göstermektedir. Günlük duyarlılık endeksinin standart sapması 1.285, aylık duyarlılık 1.063, yıllık duyarlılık ise 0.527 düzeyindedir. Günlük duyarlılığın daha yüksek standart sapmaya sahip olması, kısa vadeli piyasa koşullarının daha volatil olduğunu ve günlük bazda daha keskin duyarlılık

değişimlerinin yaşandığını göstermektedir. Maksimum değerlere bakıldığında, günlük duyarlılık 7.824'e kadar ulaşmış olup, bu aşırı yüksek duyarlılık dönemlerinin varlığına işaret etmektedir. Kontrol değişkenleri incelendiğinde, örneklemdaki halka arzların %36,2'sinin Ana Pazar'da işlem gördüğü, %57'sinin büyük beş aracı kurum tarafından gerçekleştirildiği, ortalama halka açıklık oranının %28,4 olduğu görülmektedir. Toplanan fon değişkeninin logaritmik formu ortalama 18.957 düzeyinde olup, bu değişkenin geniş bir aralıkta dağıldığı (0 ile 22.644 arası) anlaşılmaktadır.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
AR_Günlük_Getiri	292	0.066	0.07	-0.175	0.312
Günlük_Getiri	292	0.067	0.068	-0.173	0.216
Aylık_SATAG	292	0.448	0.876	-0.818	6.37
Aylık_KAG	292	0.243	0.417	-0.526	1.984
Yıllık_SATAG	292	0.512	1.686	-1.796	13.14
Yıllık_KAG	292	0.56	0.834	-1.457	5.715
Günlük_Duyarlılık	292	0	1.285	-1.516	7.824
Aylık_Duyarlılık	292	0	1.063	-1.713	4.276
Yıllık_Duyarlılık	292	0.001	0.527	-1.026	1.843
İşlem_Pazarı	292	0.362	0.481	0	1
HA_Küme	292	0.39	0.489	0	1
Aracı_Kurum	292	0.57	0.496	0	1
Toplanan_Fon	292	18.957	2.427	0	22.644
Halka_Açıklık	292	0.284	0.104	0.062	0.748
Firma_Yaş	292	2.909	0.656	0.693	4.419

Tablo 5a ve Tablo 5b'de yer alan korelasyon analizi sonuçları, halka arz sonrası getiri performansı ile yatırımcı duyarlılığı arasında anlamlı ilişkilerin varlığına işaret etmektedir. Özellikle, hem günlük hem de aylık ve yıllık periyotlardaki yatırımcı duyarlılığı göstergeleri ile halka arzların ilk gün ve sonraki dönem getirileri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Bu durum, yatırımcı iymserliğinin yüksek olduğu dönemlerde halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin, piyasaya çıktıkları ilk günlerde daha yüksek getiriler sağlama eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, duyarlılık göstergeleri ile kontrol değişkenleri arasında da dikkate değer ilişkiler bulunmaktadır. Örneğin, halka arz yoğunluğu ve toplanan fon miktarı gibi değişkenler, genellikle duyarlılığın yüksek olduğu dönemlerde artış göstermektedir. Bu bulgular, yatırımcı duyarlılığının sadece hisse senedi getirilerini değil, aynı zamanda halka arz piyasasının genel dinamiklerini de etkileyen önemli bir faktör olduğunu düşündürmektedir.

Tablo 5a. Korelasyon Analizi (Birinci Kısım)

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AR_Günlük_Getiri	(1)	1.00							
Günlük_Getiri	(2)	0.97***	1.00						
Aylık_SATAG	(3)	0.40***	0.40***	1.00					
Aylık_KAG	(4)	0.34***	0.35***	0.96***	1.00				
Yıllık_SATAG	(5)	0.23***	0.22***	0.35***	0.36***	1.00			
Yıllık_KAG	(6)	0.23***	0.22***	0.44***	0.47***	0.61***	1.00		
Günlük_Duyarlılık	(7)	0.15***	0.14***	0.11**	0.10**	0.07	0.08	1.00	
Aylık_Duyarlılık	(8)	0.36***	0.35***	0.18***	0.19***	0.22***	0.32***	0.17***	1.00

Tablo 5b. Korelasyon Analizi (ikinci Kısım)

		(1)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
AR_Günlük_Getiri	(1)	1.00							
Yıllık_Duyarlılık	(9)	0.26***	1.00						
İşlem_Pazarı	(10)	0.16***	0.07	1.00					
Aracı_Kurum	(11)	0.04	0.06	-0.05	1.00				
HA_Küme	(12)	0.12**	0.10*	-0.02	0.06	1.00			
Toplanan_Fon	(13)	0.13**	0.20***	-0.35***	-0.01	0.18***	1.00		
Halka_Açıklık	(14)	-0.04	0.03	0.19***	-0.03	-0.10*	-0.28***	1.00	
Firma_Yaş	(15)	-0.05	0.08	0.01	0.04	0.03	0.01	-0.02	1.00

3.2 Regresyon Sonuçları

Tablo 6, Halka arzların ilk gün getiri performansını açıklamaya yönelik kurulan regresyon modellerinin sonuçlarını göstermektedir. İlk gün anormal getiri (AR_Günlük_Getiri) bağımlı değişkenli modelin F-istatistiği, modelin bütünsel olarak istatistiksel anlamlılığını teyit etmektedir ($F = 5.89$, $p < 0.001$). Modelin açıklama gücü, bağımsız değişkenlerin ilk gün anormal getirilerindeki varyansın yaklaşık yüzde yirmi üçünü açıkladığını göstermektedir ($R^2 = 0.2296$). Temel araştırma değişkeni olan günlük yatırımcı duyarlılığının katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($t = 1.96$, $p < 0.05$). Bu bulgu, piyasa iyimserliğinin yoğun olduğu günlerde gerçekleştirilen halka arzların, ilk işlem seansında sistematik olarak daha yüksek anormal getiriler sergilediğini göstermektedir. Kontrol değişkenleri arasında firma yaşı ve toplanan fon büyüklüğünün negatif katsayıları, olgun ve büyük ölçekli halka arzların görece daha düşük ilk gün getirileri sağladığına işaret etmektedir. Bu çerçevede, yüksek yatırımcı duyarlılığının halka arzların kısa vadeli performansını pozitif yönde etkileyeceğine dair hipotez, ampirik bulgular tarafından desteklenmektedir.

Tablo 6. Halka Arz Olan Şirketlerde Günlük Yatırımcı Duyarlılığının Ölçümü

	AR_Günlük_Getiri		Günlük_Getiri	
	Katsayı	t-istatistik	Katsayı	t-istatistik
Günlük_Duyarlılık	0.0046	1.96**	0.0039	1.74*
İşlem_Pazarı	0.0167	1.59	0.0163	1.57
Aracı_Kurum	0.0074	1.00	0.0083	1.14
HA_Küme	0.0021	0.27	0.0041	0.51
Toplanan Fon	-0.0111	-2.26**	-0.0105	-2.13**
Halka_Açıklık	-0.0578	-1.40	-0.0461	-1.11
Firma_Yaş	-0.0129	-2.08**	-0.0120	-1.98**
Sabit	0.2927	3.09***	0.2740	2.88***
Yıl Kukla Değişkenleri	Evet		Evet	
Sektör Kukla Değişkenleri	Evet		Evet	
Gözlem	292		292	
R ²	0.2296		0.2211	
F Değeri	5.89***		5.55***	

Tablo 7’de sunulan bir aylık performans dönemini kapsayan regresyon analizi sonuçları, yatırımcı duyarlılığının etkilerinin ilk günle sınırlı kalmadığını ortaya koymaktadır. Aylık satın al ve tut anormal getirisi (Aylık_SATAG) modelinin F-istatistiği, modelin genel anlamlılığını doğrulamaktadır ($F = 15.87$, $p < 0.001$). Modelin R-kare değeri, açıklayıcı değişkenlerin aylık anormal getirilerdeki varyansın yaklaşık

yüzde on beşini açıkladığını göstermektedir ($R^2 = 0.1497$). Aylık yatırımcı duyarlılığı değişkeninin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı katsayısı ($t = 2.11$, $p < 0.05$), yüksek duyarlılık dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin takip eden aylık süreçte de piyasa ortalamasını aşan performans sergilediğine işaret etmektedir. Bu sonuç, yatırımcı duyarlılığının yarattığı momentum etkisinin kısa vadeli bir süreçte devam ettiğini göstermektedir. Dolayısıyla, yatırımcı duyarlılığının kısa vadeli halka arz performansını pozitif yönde etkileyeceği yönündeki hipotez hem günlük hem de aylık zaman dilimlerinde ampirik destek bulmaktadır.

Tablo 7. Halka Arz Olan Şirketlerde Aylık Yatırımcı Duyarlılığının Ölçümü

	Aylık_SATAG		Aylık_KAG	
	Katsayı	t-istatistik	Katsayı	t-istatistik
Aylık_Duyarlılık	0.072	2.11**	0.042	1.94
İşlem_Pazarı	0.224	2.80***	0.127	2.53***
Aracı_Kurum	-0.035	-0.51	-0.036	-0.82
HA_Küme	0.069	0.83	0.038	0.77
Toplanan Fon	0.044	2.12**	0.026	1.98**
Halka_Açıklık	0.250	0.92	0.248	1.48
Firma_Yaş	-0.117	-1.85*	-0.069	-1.74*
Sabit	-0.072	-0.15	-0.054	-0.18
Yıl Kukla Değişkenleri	Evet		Evet	
Sektör Kukla Değişkenleri	Evet		Evet	
Gözlem	292		292	
R^2	0.1497		0.1521	
F Değeri	15.87***		8.92***	

Tablo 8, Halka arz sonrası bir yıllık performansı inceleyen regresyon modelinin bulgularını göstermektedir. Yıllık kümülatif anormal getiri (Yıllık_KAG) modelinin F-istatistiği, modelin istatistiksel anlamlılığını teyit etmektedir ($F = 8.88$, $p < 0.001$). Modelin açıklama gücü, bağımsız değişkenlerin yıllık anormal getirilerdeki varyansın yaklaşık yüzde yirmi dokuzunu açıkladığını göstermektedir ($R^2 = 0.2856$). Kritik bulgu, yıllık yatırımcı duyarlılığı değişkeninin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı katsayısıdır ($t = -2.03$, $p < 0.05$). Bu sonuç, yüksek duyarlılık dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin uzun vadede sistematik olarak piyasa ortalamasının altında performans sergilediğini göstermektedir. Bu bulgu, davranışsal finans literatüründe sıklıkla tartışılan "aşırı tepki hipotezi" ile tutarlılık arz etmektedir. Başlangıçtaki aşırı iyimserliğin neden olduğu yüksek değerlemeler, uzun vadede piyasa tarafından düzeltilmekte ve bu durum hisse senedi performansında sistematik düşüşlere yol açmaktadır. Bu çerçevede, yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin uzun vadede düşük performans göstereceğine ilişkin hipotez, ampirik bulgular tarafından güçlü bir şekilde desteklenmektedir.

Tablo 8. Halka Arz Olan Şirketlerde Yıllık Yatırımcı Duyarlılığının Ölçümü

	Yıllık_SATAG		Yıllık_KAG	
	Katsayı	t-istatistik	Katsayı	t-istatistik
Yıllık_Duyarlılık	-0.349	-2.20**	-0.147	-2.03**
İşlem_Pazarı	0.493	2.62***	0.213	2.39**
Aracı_Kurum	0.298	2.04**	0.089	1.20
HA_Küme	0.553	1.72*	0.141	1.66*
Toplanan Fon	0.066	1.32	-0.043	-1.21
Halka_Açıklık	0.365	0.40	0.185	0.32
Firma_Yaş	-0.077	-0.63	-0.014	-0.25
Sabit	-1.298	-1.06	1.348	1.64*

Yıl Kukla Değişkenleri	Evet	Evet
Sektör Kukla Değişkenleri	Evet	Evet
Gözlem	292	292
R ²	0.1328	0.2856
F Değeri	2.74***	8.88***

4. Tartışma

Bu çalışmanın bulguları, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki çok boyutlu ve zamana bağlı değişken etkilerini ortaya koyarak, davranışsal finans literatürüne özgün katkılar sunmaktadır. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde halka arz edilen şirketlerin kısa vadede anormal pozitif getiriler sağlarken, uzun vadede sistematik olarak piyasa performansının altında kaldığını göstermektedir. Bu asimetrik ilişki yapısı, başlangıçta formüle edilen üç temel hipotezin tamamının ampirik olarak desteklendiğini ve Türkiye sermaye piyasasında yatırımcı psikolojisinin halka arz dinamikleri üzerinde belirleyici bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. Özellikle güncel literatürdeki çalışmalarla karşılaştırıldığında, elde edilen bulgular gelişmekte olan piyasalarda duyarlılık etkilerinin daha oynak ve kalıcı olduğuna dair önemli kanıtlar sunmaktadır. Zhang ve Du'nun (2025) ekonomik politik belirsizlik dönemlerinde halka arz düşük fiyatlandırmasının arttığını gösteren bulguları, bu çalışmada tespit edilen yüksek duyarlılık-yüksek ilk gün getirisi ilişkisini destekler niteliktedir. Benzer şekilde, Vamossy'nin (2025) sosyal medya duyularının halka arz getirilerine etkisini inceleyen çalışması, dijital çağda yatırımcı duyarlılığının ölçümünde yeni veri kaynaklarının önemini vurgularken, Google Trends bazı yaklaşımın geçerliliğini de dolaylı olarak teyit etmektedir. Dahası, bu bulgular yatırımcı duyarlılığının sadece geleneksel finansal göstergelerle değil, aynı zamanda dijital ayak izleri ve çevrimiçi arama davranışlarıyla da güvenilir şekilde ölçülebileceğini göstermektedir.

İlk gün getiri performansına ilişkin elde edilen bulgular, Türkiye piyasasında yakın dönemde gerçekleştirilen çalışmalarla karşılaştırıldığında hem benzerlikler hem de önemli farklılıklar sergilemektedir. İlbasmış'ın (2023) COVID-19 döneminde Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arzları inceleyen çalışmasında, pandemi dönemindeki ortalama ilk gün getirisinin %8.2 olduğu ve bunun pandemi öncesi dönemin üzerinde seyrettiği rapor edilmiştir. Mevcut çalışmada 2020-2021 pandemi dönemini de kapsayan analizde ortalama ilk gün anormal getirisinin %6.6 olarak bulunması, pandemi etkisinin tüm örneklem üzerinde normalize olduğunu göstermektedir. Daha da önemlisi, İlbasmış'ın çalışmasında vurgulanan belirsizlik ortamının halka arz performansını artırması bulgusu, yatırımcı duyarlılığı endeksinin volatilité bileşeniyle tutarlılık göstermektedir. Arslan vd. (2025) tarafından Türkiye'de kredili alım-satım işlemleri ve düzenleyici politikaların halka arz düşük fiyatlandırmasına etkisinin incelendiği güncel çalışmada, 2010-2022 döneminde ortalama düşük fiyatlandırmanın %7.3 olduğu ve kredili işlem yapabilme imkanının bu oranı artırdığı ortaya konulmuştur. Bu bulgu, mevcut çalışmada tespit edilen yüksek duyarlılık dönemlerindeki artan ilk gün getirilerini, kaldırıcı pozisyonların yarattığı ek talep baskısıyla açıklayabilecek tamamlayıcı bir mekanizma sunmaktadır. Özellikle 2021-2023 döneminde Türkiye'de artan bireysel yatırımcı sayısı ve kredili işlem hacmindeki genişleme, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkisini güçlendiren yapısal faktörler olarak değerlendirilebilir. Bu dönemde Borsa İstanbul'da hesap açan yatırımcı sayısının 2 milyondan 7 milyona yükselmesi ve günlük ortalama işlem hacminin tarihi rekorlar kırmaması, piyasa derinliğinin artmasına rağmen volatilitenin de yükseldiğini göstermektedir.

Aylık performans düzeyinde elde edilen bulgular, kısa vadeli momentum etkisinin Türkiye piyasasında belirgin olduğunu ve bu etkinin yatırımcı duyarlılığıyla güçlü bir etkileşim içinde bulunduğunu göstermektedir. Aylık duyarlılık endeksinin satın al ve tut anormal getirisi (SATAG) üzerinde tespit edilen pozitif ve anlamlı etkisi (katsayı=0.072, $p<0.05$), Sheikh vd.'nin (2025) Çin ve Pakistan piyasalarında yatırımcı duyarlılığının sürü davranışı üzerindeki etkisini inceleyen çalışmasıyla benzerlik göstermektedir. Sheikh vd. tarafından yüksek duyarlılık dönemlerinde yatırımcıların sürü davranışı sergileme eğiliminin arttığı ve bu durumun özellikle gelişmekte olan piyasalarda daha belirgin olduğu

tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular, Türkiye'de benzer bir mekanizmanın işlediğini ve ilk gün başarılı performans gösteren halka arzların, takip eden haftalarda da yatırımcı ilgisini üzerinde toplamayı sürdürdüğünü ortaya koymaktadır. Bu durum, Bandopadhyaya ve Fei'nin (2024) yatırımcı duyarlılığının varlık fiyatları üzerindeki kalıcı etkilerini vurgulayan teorik çerçevesiyle uyumludur. Ayrıca, Dumrongwong ve Papangkorn'un (2025) mutluluk endeksi ile halka arz performansı arasında pozitif ilişki tespit eden çalışması, makro düzeydeki duyarlılık göstergelerinin mikro düzeyde şirket performanslarını etkileyebileceğini göstermesi açısından mevcut bulguları desteklemektedir. Türkiye özelinde Bakırhan ve Sayılğan'ın (2023) 2010-2020 dönemini kapsayan çalışmasında, halka arzların ilk 21 günlük kümülatif anormal getirisinin ortalama %8.7 olduğu rapor edilmiştir. Bu çalışmada aylık kümülatif anormal getiri (KAG) ortalamasının %24.3 olarak bulunması, 2021-2024 dönemindeki yoğun halka arz aktivitesinin ve bu dönemdeki yüksek piyasa volatilitésinin etkisini yansıtmaktadır. Bu farklılık, örneklem döneminin ve piyasa koşullarının halka arz performansı üzerindeki kritik etkisini vurgulamaktadır. Ayrıca, Türkiye'de son yıllarda artan perakende yatırımcı katılımı ve sosyal medya üzerinden organize olan yatırım gruplarının varlığı, momentum etkisinin güçlenmesine katkıda bulunmaktadır.

Uzun vadeli performans analizinden elde edilen negatif ilişki bulgusu, literatürdeki "uzun vadede düşük performans" anomalisiyle tutarlılık göstermekle birlikte, Türkiye piyasasına özgü dinamikleri de yansıtmaktadır. Yıllık yatırımcı duyarlılığı endeksinin hem SATAG hem de KAG üzerinde tespit edilen negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi (SATAG için katsayı=-0.349, $p<0.05$; KAG için katsayı=-0.147, $p<0.05$), başlangıçtaki aşırı iyimserliğin zamanla rasyonel seviyelere geri dönüş sürecini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu bulgu, Chen'in (2025) yatırımcı duyarlılığının geleneksel kantitatif ticaret stratejilerini optimize etmede kullanılabileceğini gösteren çalışmasıyla birlikte değerlendirildiğinde, duyarlılık temelli ters yatırım stratejilerinin potansiyel karlılığına işaret etmektedir. Zhao'nun (2025) yatırımcı duyarlılığı, finansman kısıtları ve kurumsal risk arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmasında, yüksek duyarlılık dönemlerinde halka açılan şirketlerin aşırı değerlendirilmesi nedeniyle uzun vadede finansman maliyetlerinin artabileceği ve bu durumun operasyonel performansı olumsuz etkileyebileceği gösterilmiştir. Bu mekanizma, tespit edilen uzun vadeli negatif performansın sadece piyasa düzeltmesinden değil, aynı zamanda şirketlerin halka arz sonrası dönemde karşılaştıkları yapısal zorluklardan da kaynaklanabileceğini düşündürmektedir. Avcı'nın (2025) Türkiye'de şirketlerin neden halka açıldığını ve neden özelleştirme yaptığını inceleyen çalışmasında, 2000-2022 döneminde halka açılan şirketlerin %18'inin sonraki beş yıl içinde borsadan çıktığı ortaya konulmuştur. Bu bulgu, tespit edilen uzun vadeli düşük performansın, bazı şirketler için kalıcı değer kaybına ve nihayetinde piyasadan çıkışa kadar uzanan bir sürecin parçası olabileceğini göstermektedir. Özellikle yüksek duyarlılık dönemlerinde halka açılan ve temel değerlerinin çok üzerinde fiyatlanan şirketlerin, sonraki dönemlerde piyasa beklentilerini karşılayamadıkları ve bu durumun hisse senedi performanslarına kalıcı olarak yansıdığı görülmektedir.

Çalışmanın metodolojik yaklaşımı, özellikle makroekonomik faktörlerden arındırılmış kompozit duyarlılık endeksinin kullanılması açısından, Türkiye literatüründe önemli bir boşluğu doldurmaktadır. Önceki çalışmaların çoğunda tek bir duyarlılık göstergesi kullanılırken veya makroekonomik arındırma yapılmadan ham göstergeler kullanılırken, bu çalışmada Baker ve Wurgler'in (2006, 2007) metodolojisi Türkiye piyasasına başarıyla adapte edilmiştir. Temel Bileşenler Analizi ile elde edilen duyarlılık endekslerinin farklı zaman dilimlerinde değişen faktör yüklemeleri göstermesi, yatırımcı psikolojisinin dinamik ve çok boyutlu yapısını ortaya koymaktadır. Günlük modelde volatilité ve momentum değişkenlerinin baskın olması kısa vadeli risk algısının önemini vurgularken, aylık ve yıllık modellerde Google arama yoğunluğu ve işlem hacmi değişkenlerinin öne çıkması, orta ve uzun vadede yatırımcı ilgisi ve likidite faktörlerinin belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, Singh vd.'nin (2024) medya duyarlılığının halka arz performansındaki rolünü inceleyen çalışmasıyla tutarlılık göstermekte ve farklı bilgi kaynaklarının yatırımcı davranışları üzerindeki tamamlayıcı etkilerini vurgulamaktadır. Ayrıca, makroekonomik değişkenlerden arındırma sürecinin önemi, özellikle Türkiye gibi makroekonomik volatilitenin yüksek olduğu gelişmekte olan piyasalarda daha da belirgin hale

gelmektedir. Enflasyon, döviz kuru oynaklığı ve faiz oranlarındaki değişimlerin kontrol edilmesi, yatırımcı duyarlılığının saf etkisinin izole edilmesini sağlamış ve bulguların güvenilirliğini artırmıştır.

SONUÇLAR VE ÖNERİLER

Bu çalışma, 2010-2024 döneminde Türkiye sermaye piyasasında gerçekleştirilen 292 halka arz inceleyerek, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerindeki etkilerini davranışsal finans perspektifinden analiz etmiştir. Araştırmanın temel katkısı, makroekonomik faktörlerden arındırılmış kompozit duyarlılık endeksleri kullanarak, yatırımcı psikolojisinin halka arz anomalilerindeki rolünü sistematik olarak ortaya koymasındır.

Çalışmanın bulguları, yatırımcı duyarlılığının halka arz performansı üzerinde zaman boyutuna bağlı olarak değişen etkiler yarattığını göstermektedir. Yüksek duyarlılık dönemlerinde gerçekleştirilen halka arzların ilk gün ve kısa vadede yüksek getiriler sağlaması, piyasa katılımcılarının aşırı iyimserlik ve sürü davranışı sergilediğini ortaya koymaktadır. Ancak uzun vadede bu ilişkinin tersine dönmesi, başlangıçtaki irrasyonel coşkunun sürdürülebilir olmadığını ve piyasanın zamanla rasyonel değerleme seviyelerine döndüğünü göstermektedir. Bu bulgular, Etkin Piyasa Hipotezi'nin öngörülerıyla çelişmekte ve davranışsal finans teorilerinin açıklayıcı gücünü desteklemektedir.

Araştırmanın pratik çıkarımları üç ana paydaş grubu için önem taşımaktadır. İlk olarak, şirket yöneticileri ve halka arz danışmanları açısından, piyasa duyarlılığının zamanlaması kritik bir stratejik karar değişkeni olarak değerlendirilmelidir. Yüksek duyarlılık dönemlerinde yapılan halka arzlar, şirketler için daha yüksek değerlemeler ve dolayısıyla daha fazla fon toplama imkanı sunabilir; ancak bu durum uzun vadede hissedar değeri yaratma baskısını da artırmaktadır. İkinci olarak, yatırımcılar açısından bulgular, halka arz yatırım kararlarında piyasa psikolojisinin dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. Özellikle uzun vadeli yatırım stratejisi benimseyen kurumsal yatırımcıların, yüksek duyarlılık dönemlerindeki halka arzlara temkinli yaklaşımları ve temel analize dayalı değerlendirme yöntemlerini önceleyerek pozisyon almaları önerilmektedir. Üçüncü olarak, düzenleyici otoriteler açısından, aşırı spekülasyon dönemlerinde halka arz süreçlerinin daha sıkı denetlenmesi ve yatırımcı korunmasına yönelik ilave tedbirlerin alınması değerlendirilebilir.

Bu araştırma, metodolojik titizliğe rağmen birtakım kısıtlılıklar içermektedir. Öncelikle, yatırımcı duyarlılığının ölçümünde kullanılan değişkenlerin seçimi ve ağırlıklandırılması konusunda evrensel bir konsensüs bulunmamaktadır. Her ne kadar Temel Bileşenler Analizi objektif bir yöntem sunsa da, farklı gösterge setleri veya alternatif boyut indirgeme teknikleri farklı sonuçlar üretebilir. İkinci olarak, çalışmanın örneklemini 2010-2024 dönemini kapsamakta olup, bu dönem Türkiye ekonomisinde yaşanan spesifik makroekonomik ve politik olaylardan etkilenmiştir. Bulguların farklı dönemlere veya farklı ülkelere genellenebilirliği, ilave ampirik kanıtlar gerektirmektedir.

Üçüncü bir kısıt, halka arz sonrası performans ölçümünde kullanılan zaman pencerelerinin seçimidir. Her ne kadar günlük, aylık ve yıllık periyotlar literatürde yaygın olarak kullanılsa da, farklı zaman dilimlerinde (örneğin 3 yıllık veya 5 yıllık) yapılacak analizler farklı dinamikleri ortaya çıkarabilir. Dördüncü olarak, çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri halka arz performansını etkileyen tüm faktörleri kapsamayabilir. Özellikle şirketlere özgü finansal performans göstergeleri, kurumsal yönetim kalitesi veya sektörel rekabet dinamikleri gibi değişkenlerin modele dahil edilmesi, açıklama gücünü artırabilir. Son olarak, içsellik sorunu tam olarak giderilememiş olabilir; yatırımcı duyarlılığı ile halka arz kararları arasında potansiyel bir eş zamanlılık bulunmaktadır ve bu durum nedensellik çıkarımlarını zorlaştırmaktadır.

Bu çalışmanın bulguları, gelecekteki araştırmalar için önemli yönelimler sunmaktadır. Öncelikle, yatırımcı duyarlılığının ölçümünde alternatif veri kaynaklarının kullanılması, bulguların sağlamlığını test etmek açısından değerli olacaktır. Özellikle sosyal medya duyarlılık analizleri, metin madenciliği teknikleri ve makine öğrenmesi yöntemlerinin entegrasyonu, duyarlılık ölçümünde yeni boyutlar

açabilir. Twitter, LinkedIn veya finansal forumlardaki halka arza özgü tartışmaların sentiment analizi, şirket düzeyinde daha granüler duyarlılık ölçümleri sağlayabilir.

İkinci olarak, farklı ülkeler veya bölgesel piyasalar arasında karşılaştırmalı analizler yapılması, yatırımcı duyarlılığı etkilerinin kültürel ve kurumsal faktörlerden nasıl etkilendiğini ortaya koyabilir. Özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki farklılıkların sistematik olarak incelenmesi, piyasa gelişmişlik düzeyinin duyarlılık-performans ilişkisindeki moderatör rolünü aydınlatılabilir. Üçüncü olarak, yatırımcı heterojenitesinin dikkate alındığı analizler, kurumsal ve bireysel yatırımcı duyarlılığının farklı etkilerini ortaya çıkarabilir. Yatırımcı tipolojisine göre ayrıştırılmış duyarlılık ölçümleri ve bunların halka arz performansı üzerindeki diferansiyel etkileri, daha sofistike politika önerileri geliştirilmesine katkı sağlayabilir.

Dördüncü araştırma yönelimi, halka arz sonrası kurumsal yönetim değişikliklerinin ve operasyonel performansın yatırımcı duyarlılığıyla ilişkisinin incelenmesidir. Yüksek duyarlılık dönemlerinde halka açılan şirketlerin uzun vadeli değer yaratma kapasitelerinin, finansal olmayan performans göstergeleriyle de değerlendirilmesi, literatüre önemli katkılar sunabilir. Son olarak, davranışsal finans teorilerinin diğer kurumsal finansman kararlarına (örneğin ikincil halka arzlar, özel plasmanlar, tahvil ihraçları) uygulanması, yatırımcı psikolojisinin sermaye piyasalarındaki rolünün daha bütüncül anlaşılmasını sağlayabilir. Bu bağlamda, yatırımcı duyarlılığının sadece halka arzlarda değil, genel olarak kurumsal finansman döngülerinde nasıl bir rol oynadığının araştırılması, teorik ve pratik açıdan değerli içgörüler sunacaktır.

Etik Standartlara Uyum

Çıkar Çatışması: Yazar(lar), bu çalışmada herhangi bir çıkar çatışmasının bulunmadığını beyan eder. Çalışmanın hazırlanması ve yayınlanma sürecinde, yazar(lar) ile üçüncü kişiler veya kurumlar arasında hukuki veya etik herhangi bir anlaşmazlık ya da menfaat ilişkisi mevcut değildir.

Etik Kurul İzni: Bu çalışma, deneysel bir uygulama veya kişisel verilerin kullanımını içermediğinden ve insan/denek katılımı gerektirecek bir veri toplama yöntemi kullanılmadığından, etik kurul izni gerektirecek bir kapsamda değildir. Dolayısıyla, etik kurul iznine başvurulmamıştır.

Finansal Destek: Bu araştırma kapsamında herhangi bir kişi, kurum ya da kuruluştan finansal destek alınmamıştır.

Teşekkür: Bu çalışmanın veri analizi ve istatistiksel değerlendirme süreçlerinde bilgi ve deneyimlerini bizimle paylaşan, yapıcı eleştiri ve önerileriyle araştırmamıza önemli katkılar sağlayan Dr. Abdullah Kürşat Merter'e teşekkürlerimizi sunarız.

KAYNAKÇA:

- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Andersen, T. G., Bollerslev, T., Diebold, F. X., & Ebens, H. (2001). The distribution of realized stock return volatility. *Journal of financial economics*, 61(1), 43-76.
- Antoniou, C., Doukas, J. A., & Subrahmanyam, A. (2016). Investor sentiment, beta, and the cost of equity capital. *Management Science*, 62(2), 347–367.
- Arslan, A. G., Colak, G., & Pirgaip, B. (2025). The impact of margin trading and regulatory policy on IPO underpricing: evidence from Türkiye. *Borsa Istanbul Review*.
- Avci, S. B. (2025). Why Companies Go Public and Private: The Case of Türkiye. *Borsa Istanbul Review*.

- Baker, M., & Wurgler, J.** (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Baker, M., & Wurgler, J.** (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Barber, B. M., & Odean, T.** (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Bakırhan, R., & Sayılğan, G.** (2023). Halka Arz Sonrası Uzun Dönemli Hisse Senedi Getirileri: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (97), 231-250.
- Bandopadhyaya, A., & Fei, X.** (2024). Measures and Applications of Investor Sentiment. *Portfolio Management Research*, 33(5).
- Bildik, R., & Yılmaz, M. K.** (2008). The market performance of initial public offerings in the Istanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2(2), 49–76.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T.** (2004). Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*, 78(2), 405–440.
- Canbaş, S., & Kandır, S. Y.** (2009). Investor sentiment and stock returns: Evidence from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(4), 36-52.
- Chen, Z.** (2025). Investor sentiment and optimizing traditional quantitative trading strategies. *International Review of Financial Analysis*.
- Chordia, T., Subrahmanyam, A., & Anshuman, V. R.** (2001). Trading activity and expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 59(1), 3–32.
- Cornelli, F., Goldreich, D., & Ljungqvist, A.** (2006). Investor sentiment and pre-IPO markets. *The Journal of Finance*, 61(3), 1187–1216.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P.** (2015). The sum of all FEARS: Investor sentiment and asset prices. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 1–32.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H.** (2002). Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of Monetary Economics*, 49(1), 139–209.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J.** (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Derrien, F.** (2005). IPO pricing in “hot” market conditions: Who leaves money on the table? *The Journal of Finance*, 60(1), 487–521.
- Dicle, M. F., & Levendis, J.** (2018). IPO activity and market volatility. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 7(1), 2–13.
- Dumrongwong, K., & Papangkorn, S.** (2025). Happiness and IPO performance. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 46, 101044.
- Duong, H. N., Goyal, A., Kallinterakis, V., & Veeraraghavan, M.** (2021). Market manipulation rules and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101846.
- Durukan, M. B.** (2006). IPO underpricing and ownership structure: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. In **M. Levis** (Ed.), *Initial public offerings* (pp. 263–278). Butterworth-Heinemann.

- Fama, E.** (1997). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. Unpublished working paper, University of Chicago, IL.
- Gao, X., Ritter, J. R., & Zhu, Z.** (2013). Where have all the IPOs gone? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1663–1692.
- Green, T. C., & Hwang, B. H.** (2012). Initial public offerings as lotteries: Skewness preference and first-day returns. *Management Science*, 58(2), 432–444.
- Guo, X., Gu, C., Zhang, C., & Li, S.** (2024). Institutional herding and investor sentiment. *Journal of Financial Markets*, 68, 100891.
- Gupta, V., Singh, S., & Yadav, S. S.** (2022). The impact of media sentiments on IPO underpricing. *Journal of Asia Business Studies*, 16(5), 786–801.
- Ibrahim, F. A., & Benli, V. F.** (2022). Impact of investors sentiment on İHA performance: evidence from NASDAQ and NYSE. *Journal of Business, Economics and Finance*, 11(1), 1-14.
- İlbasmış, M.** (2023). Underpricing and aftermarket performance of İHAs during the Covid-19 period: evidence from Istanbul Stock Exchange. *PLoS One*, 18(2), e0281288.
- Kaplanski, G., & Levy, H.** (2010). Sentiment and stock prices: The case of aviation disasters. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 174–201.
- Keleş, E., & Arat, M. E.** (2016). Yatırımcı duyarlılığı temsilcileri ve sermaye getirilerinin tahmini. *Öneri Dergisi*, 12(45), 307-326.
- Kiyamaz, H.** (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), 213–227.
- Lemmon, M., & Portniaguina, E.** (2006). Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1499–1529.
- Ling, D. C., Naranjo, A., & Scheick, B.** (2014). Investor sentiment, limits to arbitrage and private market returns. *Real Estate Economics*, 42(3), 531–577.
- Ljungqvist, A.** (2007). IPO underpricing. In **B. E. Eckbo** (Ed.), *Handbook of empirical corporate finance* (Vol. 1, pp. 375–422). Elsevier.
- Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R.** (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667–1702.
- Loughran, T., & McDonald, B.** (2013). IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 307–326.
- Loughran, T., & Ritter, J.** (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 5–37.
- Loughran, T., & Ritter, J. R.** (1995). The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23–51.
- Lowry, M.** (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67(1), 3–40.
- Malkiel, B. G.** (1989). Efficient market hypothesis. In **J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman** (Eds.), *Finance* (pp. 127–134). Palgrave Macmillan.

- Malkiel, B. G.** (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.
- Neal, R., & Wheatley, S.** (1998). Do measures of investor sentiment predict returns? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 523–547.
- Odean, T.** (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 53(6), 1887–1934.
- Olsen, R. A.** (1998). Behavioral finance and its implications for stock-price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10–18.
- Özyeşil, M.** (2018). Dönemsel Halka Arzlarda Şirket Büyüklüğü ve Halka Arz Yönteminin Kısa ve Uzun Dönem Hisse Senedi Fiyat Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması [Unpublished doctoral dissertation]. İstanbul Üniversitesi.
- Padmavathy, M.** (2024). Behavioral finance and stock market anomalies: Exploring psychological factors influencing investment decisions. *Shanlax International Journal of Management*, 11, 191–197.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L.** (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
- Piccoli, P., & Chaudhury, M.** (2018). Overreaction to extreme market events and investor sentiment. *Applied Economics Letters*, 25(2), 115–118.
- Ritter, J. R.** (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R., & Welch, I.** (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K.** (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Ryu, D., Kim, H., & Yang, H.** (2017). Investor sentiment, trading behavior and stock returns. *Applied Economics Letters*, 24(12), 826–830.
- Sheikh, M. F., Bhutta, A. I., & Parveen, T.** (2025). Herding or reverse herding: The reaction to change in investor sentiment in the Chinese and Pakistani markets. *International Journal of Emerging Markets*, 20(1), 74–91.
- Shiller, R. J.** (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Singh, A. K., Shrivastav, R. K., & Harjai, P.** (2024). Media sentiment and its role in shaping IPO performance. *FIIB Business Review*, 23197145241279670.
- Thorp, E. O.** (2008). The Kelly criterion in blackjack sports betting, and the stock market. In **S. A. Zenios & W. T. Ziemba** (Eds.), *Handbook of asset and liability management* (pp. 385–428). North-Holland.
- Uygur, U.** (2014). The impacts of investor sentiment on different economic sectors: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Borsa Istanbul Review*, 14(4), 236–241.

- Vamosy, D. F.** (2025). Social media emotions and IPO returns. *Journal of Money, Credit and Banking*, 57(1), 31–67.
- Vismara, S.** (2018). Information cascades among investors in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(3), 467–497.
- Welch, I.** (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Welch, I.** (1992). Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of Finance*, 47(2), 695–732.
- Zhang, M., & Du, W.** (2025). Economic policy uncertainty, investor sentiment and IPO underpricing. *International Review of Financial Analysis*, 105, 104420.
- Zhao, C. X.** (2025). Investor sentiment, financing constraints, and corporate risk. *International Review of Financial Analysis*.
- Zhong, H., Yan, R., Li, S., & Chen, M.** (2020). The psychological expectation of new project income under the influence of the entrepreneur's sentiment from the perspective of information asymmetry. *Frontiers in Psychology*, 11, 1416.

EXTENDED SUMMARY

Research Problem:

The present study investigates the persistent anomalies in the Turkish initial public offering (IPO) market, specifically the phenomena of significant first-day price increases (underpricing) and subsequent long-term underperformance. These patterns have been shown to challenge the assumptions of traditional finance theories, including the Efficient Market Hypothesis (EMH). The research proffers the hypothesis that these anomalies can be largely explained through the lens of behavioral finance, attributing them to the impact of investor sentiment. The study utilized a comprehensive dataset of 292 IPOs on Borsa Istanbul from 2010 to 2024, a period characterized by substantial market volatility and fluctuating investor psychology.

Research Questions

The central research question guiding this study is whether investor sentiment systematically drives IPO performance in Turkey. Specifically, this study examines whether an increase in investor sentiment results in higher first-day returns. The second research question concerns the long-term persistence or reversal of the initial impact of sentiment and its potential consequences, specifically whether it leads to underperformance. The study hypothesizes that IPOs launched during periods of high sentiment will demonstrate higher initial returns but lower long-term abnormal returns, as the initial optimism corrects over time.

Introduction & Literature Review

The introduction situates the research within the long-standing debate between traditional and behavioral finance. EMH posits the existence of rational investors and informationally efficient prices, whereas behavioral finance acknowledges the role of psychological biases. As demonstrated in the extant literature, initial public offering (IPO) markets, which are characterized by elevated uncertainty and information asymmetry, exhibit a heightened vulnerability to sentiment effects. It highlights a methodological deficit in extant Turkish literature, wherein numerous studies have relied on single sentiment proxies or have neglected to isolate the pure effect of sentiment from macroeconomic conditions. The present study addresses this lacuna by adopting the robust methodology of Baker and Wurgler (2006), which is widely accepted in international literature but has seen limited application in Türkiye.

Methodology

In order to provide a more accurate measure of investor sentiment, this study constructs a composite investor sentiment index for the Turkish market. The index is derived from the first principal component of six different market-based sentiment proxies, as outlined in the methodology developed by Baker and Wurgler (2006). It is imperative to note that these proxies are first orthogonalized with respect to a set of macroeconomic variables. This ensures that the index captures pure investor sentiment, purged of business cycle effects. The study then employs this composite index as the primary independent variable in a series of multiple regression models. The dependent variables in this study are the short-term performance of IPOs, measured by the first-day return (underpricing), and the long-term performance, measured by one-year Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHARs). The analysis is conducted on a sample of 292 companies that went public on Borsa Istanbul between 2010 and 2024, controlling for firm-specific characteristics and market conditions.

Findings

The empirical results provide substantial support for the study's hypotheses. The regression analysis reveals a statistically significant and positive relationship between the composite investor sentiment index and first-day IPO returns. This finding suggests that IPOs initiated during periods of heightened investor optimism are more prone to exhibit significant underpricing. In contrast, the study identified a substantial negative correlation between investor sentiment at the time of the IPO and long-term (one-year) abnormal returns. This finding indicates that the initial enthusiasm for these stocks diminishes, and the prices of stocks that were initially elevated by optimistic investors tend to exhibit substandard performance in comparison to the market during the subsequent year.

Discussion

The findings confirm that investor sentiment is a key determinant of both short-term and long-term IPO performance in the Turkish market. The findings of this study are consistent with the principles of behavioral finance theory, which posits that periods of optimism can result in the overvaluation of assets and subsequent market corrections. The initial high returns appear to be driven by sentiment-fueled demand and herding behavior rather than fundamentals alone. The subsequent underperformance can be interpreted as the market's eventual correction, as the initial hype subsides and valuations revert towards their fundamental levels. This dynamic supports the "hot issue market" phenomenon, where periods of high sentiment coincide with both a higher volume of IPOs and higher initial returns.

Conclusions

The study concludes that investor sentiment plays a pivotal role in explaining the dual anomalies of underpricing and long-term underperformance in the Turkish IPO market. The research employs a methodologically robust composite index, and the findings provide compelling evidence that behavioral factors are a systematic force in IPO pricing. The findings of this study have important practical implications. For investors, the initial returns observed in IPOs may be indicative of sentiment rather than sustainable value. For firms and underwriters involved in IPO issuance, the strategic significance of timing IPOs to capitalize on favorable market sentiment is emphasized. The results of the study emphasize the importance of regulatory oversight in identifying and addressing potential sentiment-driven speculative bubbles, with a view to safeguarding market integrity. It is recommended that future research build on these findings by exploring the role of social media sentiment and extending the analysis to different holding periods.