

Araştırma Makalesi

**İlk Halka Arzlara Yönelik Kısa Dönem Fiyat Performans
İncelemesi ve Sektörel Karşılaştırma¹**

Murat DÜZER

Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Gölpaazarı MYO
murat.duzer@bilecik.edu.tr, ORCID: 0000-0003-4514-0798

Öz

Çalışmanın amacı, son yıllarda Borsa İstanbul pay piyasasında gerçekleşen ilk halka arzlarla ilişkin kısa dönem hisse getirilerini inceleyerek düşük fiyatlandırmanın varlığını araştırmak, yıllar ve sektörler itibariyle karşılaştırma yapmaktır. Bu amaçla Borsa İstanbul’da 2015-2021 yılları arasında halka arzı gerçekleşen 57 şirket incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, ilgili dönemde ilk gün ortalama %6,25 düzeyinde anormal getiri elde edilebileceği diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırmanın var olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca 2020 yılında ilk gün ortalama anormal getirilerin %10’un üzerinde olduğu ve 7 günlük kümülatif anormal getirilerinin %70 düzeyine ulaştığı sonucuna varılmıştır. 17 farklı sektörden 57 şirketin halka arz olduğu 2015-2021 döneminde en fazla halka arz bilişim sektöründe gerçekleşmiştir. İlk gün en yüksek ortalama anormal getirinin ise ulaştırma ve depolama sektöründe olduğu ve bu sektörü bilişim sektörünün izlediği görülmüştür. Bununla birlikte; 17 farklı sektörün 14’ünde, ilk gün ortalama anormal getirilerin pozitif olduğu, 3 sektörde negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu üç sektör; gayrimenkul yatırım ortaklığı, holding ve yatırım şirketleri ile insan sağlığı ve sosyal hizmetler sektörleridir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Düşük Fiyatlandırma, Borsa İstanbul.

JEL Sınıflandırma Kodları: G10, G14.

Short Term Price Performance Review and Sectoral Comparison on Initial Public Offerings²

Abstract

The aim of the study is to investigate the existence of underpricing by examining the short-term stock returns related to the initial public offerings in the Borsa Istanbul stock market in recent years, and to make comparisons by years and sectors. For this purpose, 57 companies that were offered to the public in Borsa Istanbul between the years 2015-2021 were examined. According to the results of the study, it has been determined that an average of 6.25% abnormal return can be obtained on the first day in the relevant period, in other words, there is underpricing. It was concluded that the average abnormal returns on the first day in 2020 were over 10% and the 7-day cumulative abnormal returns reached 70%. In the period of 2015-2021, when 57 companies from 17 different sectors were offered to the public, the most public offerings were realized in the informatics sector. It was observed that the highest average abnormal return on the first day was in the transportation and storage sector, followed by the information technology sector. However, in 14 of 17 different sectors, it was determined that the average abnormal returns on the first day were positive and negative in 3 sectors. These three sectors are real estate investment partnership, holding and investment companies, and human health and social services sectors.

Keywords: Initial Public Offering, Underpricing, Borsa Istanbul.

JEL Classification Codes: G10, G14.

¹ Bu çalışma, 4-7 Kasım 2021 tarihinde Malatya’da düzenlenen 8. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi’nde özet bildiri olarak sunulan “İlk Halka Arzlara Yönelik Kısa Dönem Fiyat Performans İncelemesi ve Sektörel Karşılaştırma” başlıklı bildirinin genişletilmiş halidir.

² Extended abstract is presented at the end of the article.

Geliş Tarihi (Received): 26.12.2021 – Kabul Edilme Tarihi (Accepted):24.05.2022

Atıfta bulunmak için / Cite this paper:

Düzer, M. (2022). İlk halka arzlarla yönelik kısa dönem fiyat performans incelemesi ve sektörel karşılaştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12 (1), 249-275. Doi: 10.18074/ckuiibfd.1038703.

1. Giriş

Bir şirketin halka açılarak çok ortaklı bir yapıya geçişi olarak ifade edilebilecek ilk halka arz süreci, şirket yaşamı içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. İlk halka arz; şirketin özel mülkiyetten halka açık mülkiyete geçişi olarak da tanımlanabilir. İlk halka arzdaki önce, şirketin hisseleri sınırlı sayıda kişinin elindeyken; ilk halka arzdaki sonra, şirketin mülkiyeti geniş bir tabana yayılmış olur. İlk halka arz ile şirketin organizasyonunda, sahiplik yapısında ve sermaye piyasaları ile ilişkilerinde önemli değişiklikler olmaktadır (Derrien, 2010, s. 475). Bununla birlikte ilk halka arz, şirket sahipliğinin evrimi şeklinde de ifade edilebilir. Genellikle yüksek iç sahiplik oranı ile faaliyetlerine başlayan şirketlerde ilk halka arz ile sahiplik yapısının da önemli bir değişime uğradığı söylenebilir (Helwege, Pirinsky ve Stulz, 2007, s. 995). Bu açıdan şirketin halka arzı; stratejik bir karar olup, şirketin iç ve dış çevresini etkileyen ve geleceğine de yön veren şirket tarihinin en önemli olaylarından birisidir (Karaa, 2018, s. 166).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ise halka arzı; “Çok sayıda yatırımcıya şirkete ortak olmaları amacıyla yapılan çağrı” olarak tanımlamıştır. Halka arzın; düşük maliyetli ve uzun vadeli kaynak sağlama, şirketin tanınırlığını, saygınlığını ve rekabet gücünü artırması, ikincil halka arzlarla fon temin etme imkanının bulunması, şirketin kurumsallaşmasının artması, küçük şirketlere büyüme fırsatı sunması, likidite sağlama ve finansman riskinin dağıtılması gibi avantajlı yönleri bulunmaktadır (SPK, 2021). Ayrıca halka arz olan şirketlerin mali tablolarının devlet ve yatırımcılar tarafından gözetim ve denetim altında olması, şirketlerin dengeli büyümelerine katkı sağlamaktadır (Bayrakdaroğlu ve Şan, 2015, s. 508). Halka arzın böyle avantajları olmakla birlikte şirketleri halka arza yönelten en önemli nedenlerden birisinin; şirket için öz sermayeyi artırma ile kurucuların ve diğer hissedarların servetlerinin bir kısmını nakde çevirebilecekleri piyasa ortamı sağlama arzusunun olduğu, tanıtım gibi finansal olmayan nedenlerin ise çoğu şirket için halka arz kararında küçük bir rol oynadığı (Ritter ve Welch, 2002, s. 1796) söylenebilir.

İlk halka arzlara ilişkin literatüre bakıldığında, araştırmacıların odaklandığı konulardan birisi düşük fiyatlandırma (Derrien, 2010, s. 475). Düşük fiyatlandırma, şirketin hisse senetlerinin gerçek değerinin altında halka arz edilmesi olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle düşük fiyatlandırma, bir hisse senedinin halka arz fiyatı ile ilk işlem günü kapanış fiyatı arasındaki olumlu farktır. Öte yandan hisse senetleri gerçek değerinin üzerinde halka arz ediliyorsa yüksek fiyatlandırma söz konusudur (Ünlü ve Ersoy, 2008, s. 244; Elma, 2020, s. 5). İlk halka arzlara katılan yatırımcılar, halka arz edilen şirketin hisse senetlerinin ilk işlem gününde yükseleceği beklentisiyle alım yapmaktadırlar (Otlı ve Ölmez, 2011, s. 16). Bu konuda yapılan çalışmaların çoğu, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem gününde düşük fiyatlandırıldığını ortaya koymaktadır (Ritter, 1984; Ljungqvist, 1994; Ritter ve Welch, 2002; Borges, 2007; Ünlü ve

Ersoy, 2008; Otlu ve Ölmez, 2011; Sağlam ve Çelik, 2011; Yazaroğlu, 2015; Açıkgoz ve Gökkaya, 2017; Khin, Wong ve Ting, 2017). Düşük fiyatlandırmanın neden kaynaklandığı konusunda araştırmacılar; yüksek ilk gün getirilerinin, yeni halka arz olan şirketlerin gönüllü olarak düşük fiyatlandırılmasının doğrudan bir sonucu olduğunu savunmaktadırlar. Ayrıca, ihraççı, aracı kurum ve yatırımcılar gibi bir halka arzın iki veya daha fazla aktörü arasında bilgi asimetrisinin bulunduğu ve düşük fiyatlandırmanın bu bilgi asimetrisinin sonucu ortaya çıktığına yönelik görüşler de yer almaktadır (Derrien, 2010, s. 477). Bu görüşe göre, düşük fiyatlandırmanın düzeyi bilgi asimetrisinin şiddetiyle doğru orantılıdır. Bilgi asimetrisi azaldıkça düşük fiyatlandırma da ortadan kalkabilir. Ayrıca bilgi asimetrisinin yanında düşük fiyatlandırmanın, aracılardan riskten kaçınması ve spekülasyon yatırımcıların varlığı gibi faktörlerden kaynaklandığını savunan açıklamalar da bulunmaktadır (Fıratoglu ve İmişiker, 2007, s. 18).

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul (BIST)'da 2015-2021 döneminde gerçekleşen ilk halka arzların kısa dönem fiyat performansını inceleyerek düşük fiyatlandırmanın varlığına yönelik kanıtlar elde etmektir. Bu amaçla 2015 Ocak – 2021 Ağustos döneminde halka arzı gerçekleşen 57 şirketin ilk 30 işlem gününe ilişkin fiyat verileri elde edilerek getiri performansları incelenmiş ve yıllık ve sektörel olarak karşılaştırmalar yapılmıştır.

Çalışmada giriş bölümünün ardından literatürde yer alan konu ile ilgili çalışmalar hakkında bilgi verilecektir. Sonrasında çalışmanın verisi ve yöntemi ele alınacak ve çalışmada elde edilen bulgular değerlendirilecektir. Çalışmanın son bölümünde ise sonuç ve öneriler bölümüne yer verilecektir.

2. Literatür

Literatürde yer alan çalışmaların genellikle düşük fiyatlandırma, sıcak ve soğuk piyasalarda³ halka arzların durumu ve uzun dönemde ilk halka arzların performansının incelenmesi ile ilgili olduğu görülmektedir. Bu çalışmalardan bazıları aşağıdaki gibidir:

Ritter (1984), 1977-1982 yılları arasında Amerika'da ilk halka arzı gerçekleşen 1028 şirketi incelemiştir. 1980 yılı Ocak ayında başlayıp 1981 yılı Mart ayında sona eren ve sıcak piyasa olarak nitelendirilen dönemde halka arzların ortalama ilk getirisi %48,4, geri kalan ve soğuk piyasa olarak adlandırılan dönemde gerçekleşen halka arzların ortalama ilk getirisi ise %16,3 olarak bulunmuştur. Ritter bu durumun, 1980 sıcak piyasasında risk ve beklenen getiri arasındaki pozitif denge ilişkisiyle açıklanabilir olduğunu savunmuştur.

³ **Sıcak Piyasa:** Genel piyasa koşullarının olumlu olduğu, alışılmışın dışında yüksek hacimli halka arzların ve ciddi düşük fiyatlandırmanın olduğu ve halka arzlara yüksek talebin geldiği piyasadır.

Soğuk Piyasa: Genel piyasa koşullarının olumsuz ve düşük sayıda halka arzın olduğu, düşük fiyatlandırmanın daha az görüldüğü ve halka arzlara olan talebin de düşük kaldığı piyasadır (Helwege ve Liang, 2004, s. 541).

Ljungqvist (1994), Almanya’da 1970-1993 yılları arasında gerçekleşen 189 ilk halka arzı düşük fiyatlandırma ve uzun dönem performansı açısından değerlendirmiştir. Çalışmada; borsanın getirisinin, makroekonomik ortamın ve içeriden bilgi sahibi olanların elde tutma oranları gibi faktörlerin düşük fiyatlandırmayı olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan ilk halka arzların uzun vadede piyasaya göre negatif performans gösterdikleri görülmüştür.

Ritter ve Welch (2002), ilk halka arzların ilk gün düşük fiyatlandırmasını ve uzun dönemli performanslarını incelemiştir. Bu amaçla 1980-2001 yılları arasında 6249 şirkete ait verilerin kullanıldığı çalışmada, ortalama ilk gün getirisinin %18,8 olduğu, 3 yıllık piyasaya göre düzeltilmiş getirinin ise -%23,4 olduğu görülmüştür.

Borges (2007) çalışmasında Portekiz’de 1987-2004 yılları arasında gerçekleşen 100 ilk halka arzı (57’si 1987’de gerçekleşmiş) inceleyerek düşük fiyatlandırmanın varlığını analiz etmiştir. Bunun için halka arz olan şirketlerin piyasaya göre ayarlanmış ilk getirileri ve uzun dönemli üç yıllık getirileri araştırılmıştır. Çalışmada sıcak piyasanın olduğu 1987 yılında gerçekleşen 57 halka arz ve 1988-2004 döneminde gerçekleşen 41 halka arz ayrı olarak incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre 1987 yılında eş benzeri görülmemiş bir halka arz yoğunluğunun olduğu ve bu yoğunluğun yatırımcı duyarlılığı ile ortaya çıkan fırsat penceresi ile açıklanabileceği belirtilmiştir. Ayrıca 1987 Ekim ayında piyasalarda gerçekleşen çöküşten önce 1987 yılı halka arzlarının ortalama getirisinin %87,5 olduğu görülmüştür. Öte yandan piyasadaki çöküşten önce gerçekleşen halka arzların uzun dönemli getirilerinin, çöküşten sonra gerçekleşen halka arzların uzun dönemli getirilerinden daha düşük olduğu ve uzun vadede fiyatların temel değerlere geri dönüş yaptığı sonucuna varılmıştır.

Ünlü ve Ersoy (2008), 1995-2008 döneminde gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmanın varlığını ve düşük fiyatlandırmaya etki eden faktörleri araştırmıştır. 112 şirketin verilerinin dahil edildiği çalışmada, ortalama ilk gün getirisinin %6,52 ve 21 günlük kümülatif getirinin ise %5,35 olduğu bulunmuştur. Ayrıca seçilen halka arz şeklinin, satış yönteminin ile şirket yaşının düşük fiyatlamayı etkilediği ve 20 yıldan daha uzun süre faaliyet süresi olan şirketlerin sabit fiyatla talep toplaması durumunda düşük fiyatlamının daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Küçükkoçaoğlu ve Alagöz (2009), İMKB’de uygulanan halka arz yöntemlerinin hangilerinin daha etkin olduğunu ve düşük fiyatlandırmaya olanak verdiğini araştırmışlardır. Bu amaçla 1993-2005 yılları arasında gerçekleşen halka arzlarda kullanılan sabit fiyat ile talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri karşılaştırılmıştır. Fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle yapılan halka arzlarda bulunan düşük fiyatlandırmanın, sabit fiyat ile talep toplamanın yapıldığı halka arzlardaki düşük fiyatlandırmaya göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan çalışmada, halka arz olacak şirketlerin yükselen piyasayı tercih ettiği

ve bunun düşük fiyatlandırmada önemli bir etken olabileceği bulgularına varılmıştır.

Derrien (2010), ilk halka arzların ilk gün düşük fiyatlanması, sıcak ve soğuk piyasalarda halka arzların durumu ve ilk halka arzların uzun dönemli negatif performansı ile bu konuların daha iyi anlaşılmasına yönelik davranışsal açıklamalar getirmeye çalışmıştır. Çalışmada ilk halka arzlarında düşük fiyatlamaların, bilgi asimetrisi ve halka arz piyasasının özellikleriyle ilgili karışık bir olgu olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırmanın çok uç noktalara ulaşmasının, davranışsal boyutu olmadan açıklamanın zor olduğu ve yatırımcı duyarlılığının fiyatları şirketin temel değerlerinin üzerine çıkarabileceği belirtilmiştir. Bu güçlü yatırımcı duyarlılığının olduğu dönemlerde halka arzda satılmayan hisseleri almayı taahhüt eden taraflar, halka arz olan şirketin temel değerinin üzerinde fakat yatırımcıların ödemeye istekli oldukları fiyatın altında halka arz fiyatı belirledikleri vurgulanmıştır. Bu yüzden güçlü duyarlılık dönemlerinde ilk halka arzların; yüksek halka arz fiyatları, kısa dönem yüksek getirileri ile yatırımcı duyarlılığı ortadan kalktığında fiyatların terse dönmesi ile karakterize edildiği ifade edilmiştir. Öte yandan çalışmada şirketlerin, yüksek halka arz fiyatları ve yüksek ilk gün getirisi gibi durumları gözleyerek yatırımcı duyarlılığının olduğu dönemleri belirleyebilirse bu durumun avantajlarından yararlanabileceğine yönelik çıkarımda bulunulmuştur.

Otlu ve Ölmez (2011), Ocak 2006-Haziran 2011 döneminde İMKB’de ilk kez halka arz edilen 53 şirketi inceledikleri çalışmalarında kısa dönemde düşük fiyatlandırma olgusunu araştırmışlardır. Bu şirketlere ait hisse senetlerinin ilk 21 günlük fiyat performansları ele alınarak ortalama anormal ile birikimli anormal getirileri hesaplanmıştır. Çalışmanın sonucunda, ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin %6,99 olduğu, diğer bir ifadeyle halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı bulunmuştur. Ayrıca bu düşük fiyatlandırmaya neden olabilecek faktörler çoklu regresyon analizi ile araştırılmış ve standart sapma ve ilk gün getirisinin hisse senedi fiyatlarını en çok etkileyen bağımsız değişkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sağlam ve Çelik (2011), 1993-2006 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda ilk defa tek kurum aracılığıyla halka arz olan 40 şirketin hisse senedi halka arz fiyatlarının kısa, orta ve uzun vade performanslarını inceleyerek düşük fiyatlandırmanın bulunup bulunmadığını belirlemek istemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre; 31 şirketin hisse senedi fiyatının ilk işlem gününde, 24 şirketin ise ilk işlem ayında düşük fiyatlandırıldığı bulunmuştur. Ayrıca ANOVA yöntemi kullanılarak yapılan değerlendirmede; düşük fiyatlandırma üzerinde, aracılık türünün, arz yılının ve arzı gerçekleştiren aracı kurumun önemli bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Kurtaran (2013), 1994-2009 yılları arasında gerçekleşen halka arzların ilk gün getirileri ile uzun dönemli performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. İlgili

dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 205 şirketin dahil edildiği çalışmanın sonuçlarına göre ilk gün %8,32 düşük fiyatlandırmanın olduğu ve istatistiki açıdan da anlamlı olduğu bulunmuştur. Ayrıca sektörel açıdan en yüksek ilk gün getirisinin diğer kuruluşlar sektöründe gerçekleştiği görülmüştür. Uzun dönemli performansların da incelendiği çalışmada; kümülatif düzeltilmiş getiri yöntemine göre ilk yılın sonunda negatif, ikinci ve üçüncü yılların sonunda ise pozitif getirinin elde edildiği tespit edilmiştir. Satın al elde tut yöntemine göre birinci, ikinci ve üçüncü yılın sonunda negatif getirinin elde edildiği görülmüştür. Ayrıca, ilk gün yatırımcısına yüksek getiriler sağlayan hisse senetlerinin, uzun vadede kümülatif getiriler yöntemine göre yüksek, satın al elde tut yöntemine göre ise düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Chipeta ve Jardine (2014), ilk halka arzların uzun dönemli faaliyet ve hisse fiyat performansını inceledikleri çalışmalarında 1996-2010 yılları arasında Güney Afrika borsasındaki 154 ilk halka arzı kapsayan örnekleme kullanmışlardır. İlk halka arzların, halka arz gerçekleştikten sonraki 3 yıllık sürede kıyaslanan endekslere göre negatif performans gösterdikleri görülmüştür. Ayrıca yapılan regresyon analizine göre, işlem hacminin yüksek olduğu yıllarda halka arz olan şirketlerin ve yüksek gelir tahmininde bulunan şirketlerin daha zayıf performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Khan, Anuar ve Malik (2014) çalışmalarında, ilk halka arz kavramının anlamını ve boyutlarını anlayabilmek için ilk halka arz kavramına ilişkin literatür taraması yapmışlardır. Yapılan literatür incelemesi sonucunda, ilk halka arz kavramının kurumsal iş dünyasında yaşanan değişmelere paralel olarak değişime uğradığı görülmüştür. Ayrıca ilk halka arz performansının şirketin başarı veya başarısızlığını önemli ölçüde etkilemesine rağmen, kısa dönemdeki yüksek performansın ve uzun dönemdeki piyasa altı performansın araştırmacılar açısından gizemini koruduğu bulunmuştur. Bu açıdan araştırmacıların ilk halka arzın şirket başarısı üzerindeki etkilerini inceleyerek ilk halka arzın kavramsal doğasını ve boyutlarını anlamalarının önemine vurgu yapılmıştır.

Çakır ve Akkoç (2015), Ocak 2008 ile Temmuz 2013 dönemi arasında halka arz edilen 121 hisse senedinin anormal ve kümülatif anormal getirilerini analiz etmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, hisse senetlerinin ilk gün %1,30 oranında anormal getiriye ulaştığı diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırmanın var olduğu görülmüştür. Sektörel incelemenin de yapıldığı çalışmada, en yüksek ilk gün getirisi idari ve destek hizmetleri sektöründe ortaya çıkmıştır.

Yazaroğlu (2015), 2010-2014 yılları arasında halka arz edilen 106 şirketin ilk 30 günlük hisse fiyat performansını; yıllara, işlem görülen pazara, sektöre, ortak satışına, halka arza katılan yatırımcı sayısına, halka açıklık oranına ve BIST Tüm Endeksine göre incelemiştir. Çalışmada ayrıca halka arz seferberliği kapsamında yapılan düzenlemelerin halka arzların fiyat performansına etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda ilgili dönemde gerçekleşen halka arzların ilk 30 gün getiri

ortalamasının pozitif olduğu görülmüştür. Ayrıca çalışmada ortak satışı olarak gerçekleşen halka arzlarında daha yüksek anormal getiriler gözlenirken otuzuncu gün sonunda sermaye artışı şeklinden gerçekleşen arzların getirisinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sektörlere göre yapılan değerlendirmede ise en iyi performansı aracı kurumların gösterdiği ve bu sektörü hizmet sektörünün takip ettiği görülmüştür.

Çelik (2016), Borsa İstanbul'da 2002-2014 döneminde gerçekleşen 56 halka arzı dahil ettiği çalışmasında ilk halka arzların faaliyet performansında, halka arz sonrası olumlu veya olumsuz yönde bir değişim olup olmadığını incelemiştir. Aktif devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, özsermaye karlılığı ve aktif karlılık oranının performans göstergesi olarak alındığı çalışmada; bu performans göstergelerindeki halka arz öncesi ve sonrasında medyan değerlerindeki değişim karşılaştırılmıştır. Halka arz öncesi yıl ile halka arz yılı, arz sonrası birinci, ikinci ve üçüncü yıl verilerinin karşılaştırıldığı çalışmanın sonuçlarına göre; ilk halka arzdaki faaliyet performansında bir düşüş gerçekleştiği ve özellikle ikinci yılda faaliyet performanslarındaki düşüşün en yüksek seviyeye ulaştığı görülmüştür. Bununla birlikte tüm performans göstergelerinde halka arzdaki son üçüncü yılda bir toparlanma olmakla birlikte bu toparlanmanın halka arz öncesi seviyeye ulaşamadığı tespit edilmiştir.

Yıldırım ve Dursun (2016), BIST'te gerçekleşen ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırmayı sektörler, halka arz ve aracılık şekilleri açısından incelemiştir. 2004-2014 yılları arasında halka arz olan 114 firmayı kapsayan çalışmanın sonuçlarına göre ilk gün %6 düzeyinde düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiştir. Mali sektör, en yüksek ilk gün ortalama anormal getiriye sahip sektör olurken, halka arz şekli açısından sadece ortak satışı ve ortak satışı ile sermaye artırımının bir arada olduğu halka arzlarında ilk gün getirileri birbirine çok yakın bulunmuştur. Aracılık şekli açısından da en yüksek ilk gün getirisi, kısmen bakiyeyi yüklenim şeklinde gerçekleşen halka arzlarında elde edilmiştir. Ayrıca ilk gün getirileri; sektörler, halka arz ve aracılık şekilleri açısından gruplar arasında anlamlı farklar bulunamamıştır.

Açıkgöz ve Gökkaya (2017), Türkiye'deki halka arz piyasasında halka arzın ilk getirileri ile oynaklığı arasında bir ilişki olup olmadığını incelemiştir. 1998-2013 döneminde gerçekleşen 173 halka arzın ilk getirileri, halka arzın ilk günü ve ilk ayına göre hesaplanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, halka arzın ilk getirileri ile bunların oynaklığı arasında halka arzın gerçekleştiği ay içerisinde pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırma olduğu görülmüştür. Ayrıca halka arzların ilk getirileri ile getirilerin oynaklığı arasındaki ilişkide kurumsal yatırımcı oranı, dış yatırımcı oranı ve aracı kurum bilinirliğinin önemli bir rol oynadığı tespit edilmiştir.

Khin vd., (2017), Malezya Borsası'nda 2008-2016 yılları arasında halka arz olan şirketlerin verilerini kullanarak ilk halka arzlarında düşük fiyatlandırmanın varlığını

ve büyüklüğünü analiz etmişlerdir. Ayrıca çalışmalarında, ilk halka arzın ilk ve uzun dönemli hisse performansı arasındaki ilişkiyi ve düşük fiyatlandırmada etkili olan faktörleri araştırmışlardır. Çalışmanın örnekleme 313 şirketten oluşmakta olup, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama ilk gün getirisinin %9,4 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca ilk halka arzların uzun dönemde getirilerinin negatife döndüğü belirlenmiştir.

Mhagama ve Topak (2019), 2003-2011 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştirilen 38 şirketin verileri kullanılarak ilk halka arz ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı ve faaliyet kar marjı şirket performans ölçüsü olarak alınmıştır. Medyan değişim analizi ve panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, ilk halka arz yılında ve ilk halka arz yılından sonraki yılda ilk halka arz öncesindeki yıla göre şirket performansının düştüğü tespit edilmiştir.

Elma (2020), Borsa İstanbul'da 2005-2015 yıllarında gerçekleşen 65 ilk halka arzı, düşük fiyatlama ve ilk 5 yıla kadarki uzun dönem getiri performansını incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, düşük fiyatlama ile üç yıllık kümülatif hisse senedi getiri oranları arasında negatif korelasyon olduğu bulunmuştur. Bununla birlikte halka arz oranlarındaki artışın, hisse senedi getirilerini özellikle halka arzın ilk yılında olumlu etkilediği ve halka arzdan sonra üç yıllık düşük performansa karşılık hisse senedi getirilerinin dördüncü yılda artış trendine girdiği saptanmıştır.

Kahraman ve Coşkun (2020), Türkiye'de 1993-2015 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen 320 şirketi örneklem olarak belirledikleri çalışmalarında düşük fiyatlandırmanın varlığını ve düşük fiyatlandırma seviyesinin zaman içerisinde değişip değişmediğini araştırmışlardır. Çalışmanın örnekleminde yer alan şirketler mali sektörde ve reel sektörde faaliyet gösteren şirketler olmak üzere iki gruba ayrılmış olup ilk 20 gün için üç farklı yöntemle anormal getiriler hesaplanmıştır. Çalışmada farklı anormal getiri hesaplama yöntemlerinin her birinde düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiş olup, düşük fiyatlandırma düzeyi %6,4 ile %7,2 arasında değişmektedir. Bununla birlikte reel ve mali sektör şirketleri açısından da durum değişmemiş, her iki sektörde düşük fiyatlandırmanın var olduğu belirlenmiştir. İlk üç gün istatistiki açıdan anlamlı olmak üzere anormal getirilerin elde edildiği, daha sonraki günlerde ise anormal getirinin negatife döndüğü gözlenmiştir. Ayrıca 1993-2000 döneminde halka arz olan şirketler için ilk gün anormal getiri %8,2 olurken, 2002-2015 döneminde halka arz olan şirketler %5,9 olduğu, diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırma seviyesinin zaman içerisinde azaldığı görülmüştür.

Yaşar, Terim ve Kayalı (2020), 2013-2018 döneminde ilk kez halka arz edilen 50 şirketin hisse senedi fiyatlarında düşük fiyatlandırmanın olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla şirketlere ait ilk 30 günlük fiyat hareketleri; yıllara, halka arz edilen şirketin işlem gördüğü pazara ve BIST 100 Endeksi'ne göre

incelenmiştir. Çalışmada, 2013 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun yapmış olduğu düzenlemeden sonra halka arz edilen şirket sayısında belirgin bir azalmanın yaşandığı görülmüştür. Bununla birlikte, ilgili dönemlerde dönem başı ve dönem sonu fiyatlarına bakılarak fiyat performans analizinin yapıldığı çalışmada, halka arz edilen şirketlerin ilk işlem gününde ortalama %14 değer kaybettiği ve sadece 2018 yılında düşük fiyatlandırmanın olduğu tespit edilmiştir. İşlem görülen pazara göre ilk 30 gün sonunda en çok getiriye Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlerin elde ettiği bulunmuştur. BIST 100 Endeksi ile yapılan karşılaştırmada ise, halka arz edilen hisse senedi getirilerinin endeks getirilerinin altında kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yer alan çalışmalarda, ilk halka arzlarla ilişkin düşük fiyatlandırmanın olup olmadığı belirlenirken genellikle kümülatif anormal getiriler yönteminin ve düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalarda ise regresyon analizinin kullanıldığı görülmektedir. İncelenen çalışmalarda, genel olarak ilk halka arzlarda ilk işlem günü itibariyle düşük fiyatlandırmanın olduğuna yönelik sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada ise ilk halka arz olan şirketlerin hisse senetlerinin, ilk gün ve ilk bir ay içinde anormal getiri sağlayıp sağlamadığına yönelik yıllar ve sektörler itibariyle güncel ve daha ayrıntılı bilgiler sunulmaktadır. Ayrıca bütün dünyayı etkileyen, olağan dışı bir durum olan salgın sürecinin yaşandığı 2020-2021 yıllarını kapsayan dönemde gerçekleşen halka arzların durumunu ve bu dönemdeki halka arzların getirilerine yönelik sonuçları göstermesi bakımından da çalışmanın literatüre önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

3. Yöntem

Çalışma örneklemini Ocak 2015 – Ağustos 2021 döneminde BIST'te ilk defa halka arz olan ve ilk 30 günlük hisse senedi fiyat verilerine ulaşılan 57 şirket oluşturmaktadır. Bu şirketlerin ilk 30 günlük hisse senedi fiyat verilerine ulaşılarak kısa dönem performans analizi yapılmıştır. Hisse senetlerinin kısa vadeli getirilerini hesaplarken kümülatif anormal getiriler yöntemi (Kurtaran, 2012, s. 116) kullanılmıştır. Bu yöntemde; önce hisse senetlerinin günlük getirisi hesaplanmıştır.

$$G_{i,t} = (F_{i,t} / F_{i,t-1}) - 1 \quad (1)$$

$G_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki getirisi

$F_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatı

$F_{i,t-1}$ = i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatı

Daha sonra piyasanın günlük getirisi aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

$$G_{m,t} = (F_{m,t} / F_{m,t-1}) - 1 \quad (2)$$

$G_{m,t}$ = BIST 100 Endeksi'nin t günündeki getirisi

$F_{m,t}$ = BIST 100 Endeksi'nin t günündeki kapanış fiyatı

$F_{m,t-1}$ = BIST 100 Endeksi'nin t-1 günündeki kapanış fiyatı

Hisse getirisinden piyasa getirisi çıkarılarak anormal getiriler bulunmuş ve son olarak anormal getirilerin toplanması suretiyle kümülatif anormal getirilere ulaşılmıştır.

$$AG_{i,t} = G_{i,t} - G_{m,t} \quad (3)$$

$$KAG = \sum_{t=1}^n AG_t \quad (4)$$

Yukarıdaki formüller ile bulunan anormal ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılığını test etmek için SPSS programı aracılığıyla tek örneklem t testi uygulanmıştır. Tek örneklem t testi, örneklemin belli bir değişkene ait ortalaması ile aynı değişkenin bilinen (varsayılan) ortalaması arasında fark olup olmadığını test etmek için kullanılır. Dolayısıyla "*H₀ = Örneklem ortalaması ile bilinen (varsayılan) ortalaması arasında fark yoktur*" şeklinde ifade edilebilir. (Gürbüz ve Şahin, 2018, s. 229). Bu çalışmada da ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin günlük getiri ortalamasının, piyasa getirisi kabul edilen BIST 100 endeksinin günlük getiri ortalamasından yüksek olup olmadığını, diğer bir ifadeyle de anormal getirinin elde edilip edilemeyeceğini incelemek için tek örneklem t testi kullanılmıştır. Ancak yıllara göre yapılan analizde 2016 yılında bir şirket halka arz olduğundan 2016 yılı için tek örneklem t testi uygulanmamıştır. Benzer şekilde sektörlere göre yapılan analizde aracı kurumlar, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, güvenlik ve soruşturma faaliyetleri, insan sağlığı ve sosyal hizmetler, mimarlık ve mühendislik faaliyetleri ile toptan ticaret sektöründe bir şirket yer aldığından bu sektörlerde tek örneklem t testi uygulanmamıştır. Çalışmada ele alınan şirketlerin halka arz bilgilerine Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), hisse senedi fiyat bilgilerine ise İş Yatırım resmî web sitesinden ulaşılmıştır.

Çalışma örneklemini oluşturan 57 şirketin yıllar ve sektörler itibariyle dağılımı Tablo 1'de gösterilmiştir. Bu kapsamda, çalışmada yer alan şirketlerin ilk 30 günlük anormal ve kümülatif anormal getirileri bulunarak düşük fiyatlandırmanın olup olmadığı incelenmiştir. Ayrıca bulunan anormal ve kümülatif anormal getiriler, yıllar ve sektörler itibariyle karşılaştırılmıştır.

Tablo 1: 2015-2021 Döneminde İlk Halka Arzı Gerçekleşen Şirketlerin Yıllara ve Sektörlere Göre Dağılımı

	Sektör	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Toplam
1	Ana metal sanayi		1			1		1	3
2	Aracı Kurumlar							1	1
3	Bilişim			1	1	2	1	5	10
4	Elektrik Gaz ve Buhar				1	1	1	4	7
5	Gıda, İçecek ve Tütün						2	2	4
6	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	1							1
7	Güvenlik ve Soruşturma Faaliyetleri	1							1
8	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)			1	2			2	5
9	Holding ve Yatırım Şirketleri					1		1	2
10	İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmetler				1				1
11	Kimya, İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünler	2					2	5	9
12	Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları	1			2				3
13	Mimarlık ve Mühendislik Faaliyetleri: Teknik Muayene ve Analiz						1		1
14	Perakende Ticaret			1	1	1			3
15	Taş ve Toprağa Dayalı							3	3
16	Toptan Ticaret						1		1
17	Ulaştırma ve Depolama				1			1	2
	Toplam	5	1	3	9	6	8	25	57

Tablo 1 incelendiğinde, 2015-2021 döneminde 57 şirketin halka arz olduğu ve en fazla ilk halka arzın 25 şirket ile çalışmanın kaleme alındığı dönemde henüz tamamlanmamış olan 2021 yılında gerçekleştiği görülmektedir. En az ilk halka arz ise sadece bir şirketin halka arz olduğu 2016 yılında gerçekleşmiştir. 2018 yılından itibaren önceki üç yıla göre halka arz olan şirket sayısında artış yaşanmaya başlamış ve 2021 yılında halka arz olan şirket sayısı en yüksek sayıya ulaşmıştır. 2021 yılında ilk halka arz olan şirket sayısında yaşanan artışın nedenleri arasında, 2020 yılında piyasanın ve ilk halka arz olan şirketlerin olumlu bir performans sergilemesi ve bireysel yatırımcı sayısının artmasına bağlı olarak 2020 yılında gerçekleşen halka arzlara yüksek talep gelmesi sayılabilir. Şöyle ki 2020 yılı Ocak ayında hisse senedi yatırımcı sayısı 1.240.897 iken, 2021 Eylül ayında bu sayı 2.409.270'e ulaşmıştır (Veri Analiz Platformu, 2021).

Yine Tablo 1 incelendiğinde 2015-2021 döneminde 17 farklı sektörde yer alan şirketlerin halka arz olduğu ve en fazla ilk halka arzın 10 şirket ile bilişim

sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. Bilişim sektörünü 9 şirket ile kimya sektörü, 7 şirket ile elektrik gaz ve buhar sektörü ve 5 şirket ile GYO sektörü takip etmektedir. Buna karşılık aracı kurumlar, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, güvenlik ve soruşturma faaliyetleri, insan sağlığı ve sosyal hizmetler, mimarlık ve mühendislik faaliyetleri ile toptan ticaret sektörlerinde sadece bir şirketin halka arz olduğu dikkat çekmektedir.

4. Bulgular

2015-2021 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşen şirketlerin hisse senetlerinin anormal ve kümülatif anormal getirileri Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2. İlk Halka Arzı Gerçekleşen Şirketlerin Anormal ve Kümülatif Anormal Getirileri

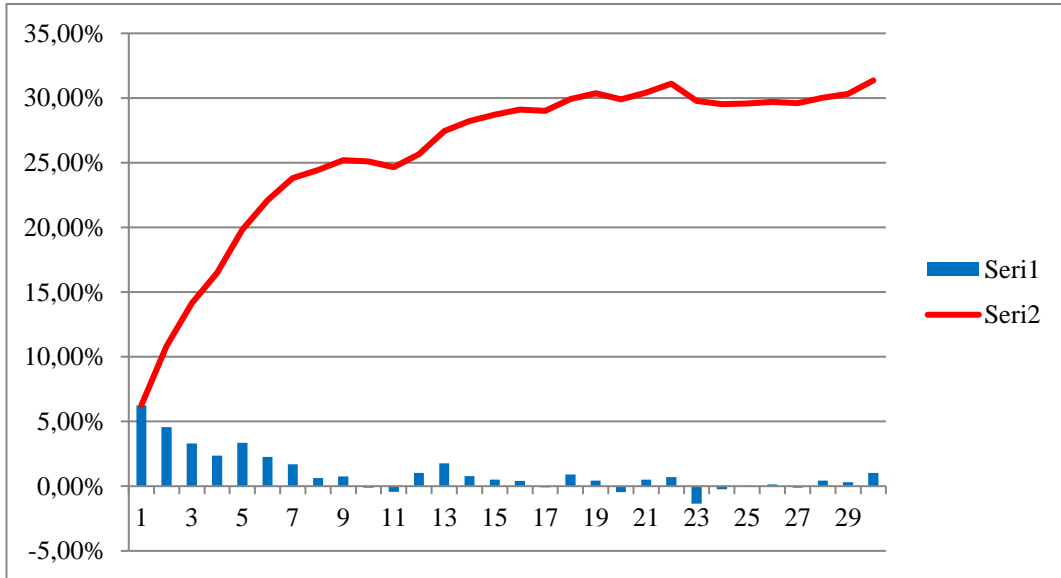
Gün	Anormal Getiriler	Kümülatif Anormal Getiriler
1	6,25%*	6,25%*
2	4,57%*	10,83%*
3	3,31%*	14,14%*
4	2,35%*	16,49%*
5	3,35%*	19,84%*
6	2,27%*	22,11%*
7	1,69%*	23,80%*
8	0,63%	24,43%*
9	0,76%	25,19%*
10	-0,10%	25,09%*
11	-0,44%	24,65%*
12	1,02%	25,67%*
13	1,77%*	27,44%*
14	0,77%	28,21%*
15	0,50%	28,71%*
16	0,41%	29,11%*
17	-0,10%	29,02%*
18	0,91%	29,93%*
19	0,43%	30,36%*
20	-0,45%	29,91%*
21	0,50%	30,41%*
22	0,71%	31,12%*
23	-1,35%*	29,77%*
24	-0,23%	29,54%*
25	0,03%	29,57%*

Tablo 3. İlk Halka Arzı Gerçekleşen Şirketlerin Anormal ve Kümülatif Anormal Getirileri (Devamı)

Gün	Anormal Getiriler	Kümülatif Anormal Getiriler
26	0,14%	29,71%*
27	-0,11%	29,59%*
28	0,43%	30,02%*
29	0,30%	30,33%*
30	1,03%*	31,36%*

*%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 2'deki veriler incelendiğinde, 2015-2021 döneminde halka arzı gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün anormal getirisinin %6,25 olduğu ve bu sonucun istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre ilk gün düşük fiyatlandırmanın varlığından söz edilebilir. Ayrıca ilk günden sonra anormal getirinin giderek azaldığı fakat ilk dokuz gün aralıksız pozitif anormal getirinin elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. 10. günden itibaren ise -%2 ile +%2 aralığında anormal getiriler ortaya çıkmıştır. İlk 7 gün ile 13, 23 ve 30. günlerde ortaya çıkan anormal getirilerin istatistiki açıdan da anlamlı olduğu bulunmuştur. İlk 30 günde sadece 7 gün negatif anormal getiri, geri kalan 23 günde pozitif anormal getiri söz konusudur. Anormal ve kümülatif anormal getirilerin ilk 30 güne ait seyri grafik olarak Şekil 1'de gösterilmiştir.



Şekil 1: Anormal ve Kümülatif Anormal Getiriler

Tablo 2 ve Şekil 1'de de görüleceği üzere, 2015-2021 döneminde kümülatif anormal getirilerin yedinci işlem gününde %23,80'e, onbeşinci işlem gününde

%28,71'e, yirmibirinci işlem gününde %30,41'e ve otuzuncu işlem gününde %31,36'ya ulaştığı görülmektedir. Buna göre özellikle ilk yedi günde kümülatif getiri oranının önemli bir artışla %23,80'e yükseldiği, geri kalan günlerinde ise kümülatif getiri oranının daha düşük kaldığı söylenebilir. Ayrıca ilk 30 güne ilişkin bulunan kümülatif anormal getirilerin istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan ortaya çıkan anormal ve kümülatif anormal getirilerin yıllar itibarıyla görünümü ise sırasıyla Tablo 3 ve Tablo 4'teki gibidir.

Tablo 4: Yıllara Göre Anormal Getiriler

Anormal Getiriler (AG)							
Gün	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	4,44%	-1,32%	3,96%	5,20%	6,85%	11,55%*	5,73%*
2	2,50%	0,54%	-0,01%	4,38%	2,11%	10,64%*	4,42%*
3	2,72%	-2,60%	-1,29%	-0,02%	1,89%	11,00%*	3,30%*
4	1,57%	-2,31%	0,63%	-1,54%	0,01%	10,46%*	2,27%
5	3,74%	3,90%	6,83%	-1,38%	-1,31%	10,91%*	3,23%*
6	0,23%	-1,98%	2,05%	-0,89%	0,23%	9,09%*	2,32%
7	-1,42%*	0,90%	2,32%	-0,60%	-0,16%	6,34%	2,06%
8	1,20%	-1,70%	-2,04%*	0,87%	-0,15%	3,93%	-0,03%
9	0,78%	-0,26%	-0,10%	0,51%	-1,15%*	4,21%	0,34%
10	0,01%	-0,55%	-2,67%	0,13%	-0,50%	-0,97%	0,50%
11	-0,28%	0,00%	-3,88%	0,44%	-0,99%	-0,69%	-0,18%
12	-0,61%	-1,02%	0,19%	-0,89%	0,30%	0,27%	2,62%*
13	2,06%	0,62%	-1,50%	0,03%	0,17%	6,58%*	1,63%
14	0,35%	-0,76%	-0,47%	-0,29%	0,14%	0,34%	1,73%
15	0,84%	-1,29%	1,08%	-0,33%	3,03%	-2,53%*	1,09%
16	-1,07%*	-1,88%	4,38%	0,64%	0,72%	-1,95%	0,92%
17	-1,33%*	-0,51%	-1,00%	-0,66%	-0,97%	-2,32%	1,40%
18	1,50%	-0,37%	-0,02%	0,02%	-0,77%	2,71%	1,10%
19	0,29%	0,87%	0,06%	0,55%	0,10%	-0,71%	0,89%
20	-0,81%	-1,01%	4,48%	-0,26%	-0,36%	-0,03%	-1,18%
21	-0,29%	-2,52%	-1,82%	-0,41%	-1,54%	-0,38%	2,16%*
22	-1,84%*	-2,35%	6,39%	-0,47%	1,25%	1,24%	0,78%
23	-2,28%	-0,09%	-4,34%	-2,17%*	1,50%	-2,05%	-1,01%
24	-0,26%	1,41%	-3,17%	-0,28%	-0,06%	0,48%	-0,19%
25	0,97%	0,69%	-1,73%	0,23%	0,72%	2,05%	-0,87%
26	0,22%	-1,24%	0,52%	-0,59%	-0,11%	1,04%	0,17%
27	1,68%	1,04%	0,51%	0,37%	-0,68%	1,22%	-1,06%
28	-0,48%	0,64%	-0,19%	0,30%	1,16%	1,61%	0,18%
29	0,28%	-1,00%	-0,07%	0,45%	0,65%	0,72%	0,13%
30	0,72%	-1,47%	-0,02%	0,47%	-1,24%	1,23%	2,01%*

*%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 3 incelendiğinde, sadece bir şirketin ilk halka arzının gerçekleştiği yıl olan 2016’da ilk gün anormal getiri negatiftir. Diğer yıllarda ise ilk gün pozitif anormal getirinin elde edilebileceği görülmektedir. İlk gün en yüksek anormal getiri %11,55 oranıyla 2020 yılında elde edilmiştir. 2018 yılından itibaren her yıl ilk gün anormal getiri oranlarının %5’in üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan 2020 yılında ilk 5 gün %10’un üzerinde olmak üzere, ilk dokuz gün boyunca yüksek oranlarda anormal getirilerin elde edilebileceği, sonrasında ise nispeten daha düşük oranlarda pozitif veya negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Ayrıca 2020 yılında ilk 6 gün, 2021 yılında ise ilk 3 gün ve 5. gün elde edilen pozitif anormal getirilerin istatistiki açıdan da anlamlı olduğu tespit edilmiştir. 2015 yılında 11, 2016 yılında 20, 2017 yılında 17, 2018 yılında 15, 2019 yılında 14, 2020 yılında 9 ve 2021 yılında 7 gün negatif anormal getiri, diğer günlerde pozitif anormal getiri elde edilmiştir. 2016 ve 2017 yılları dışında kalan diğer yıllarda en yüksek pozitif anormal getiri, ilk gün itibariyle elde edilirken; 2016 ve 2017 yıllarında beşinci gün elde edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlara göre, 2016 yılı haricinde diğer yıllarda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerinin ilk gün düşük fiyatlandırıldığı söylenebilir.

Tablo 5: Yıllara Göre Kümülatif Anormal Getiriler

Kümülatif Anormal Getiriler (KAG)							
Gün	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	4,44%	-1,32%	3,96%	5,20%	6,85%	11,55%*	5,73%*
2	6,94%	-0,78%	3,96%	9,58%	8,95%	22,19%*	10,15%*
3	9,66%	-3,38%	2,66%	9,56%	10,85%	33,19%*	13,45%*
4	11,23%	-5,69%	3,29%	8,01%	10,85%	43,64%*	15,73%*
5	14,97%	-1,80%	10,12%	6,63%	9,55%	54,56%*	18,96%*
6	15,21%	-3,78%	12,17%	5,74%	9,77%	63,65%*	21,28%*
7	13,78%	-2,88%	14,50%	5,14%	9,62%	69,99%*	23,34%*
8	14,98%	-4,58%	12,45%	6,02%	9,46%	73,92%*	23,31%*
9	15,76%	-4,84%	12,35%	6,53%	8,31%	78,13%*	23,65%*
10	15,77%	-5,39%	9,68%	6,65%	7,81%	77,15%*	24,15%*
11	15,49%	-5,39%	5,80%	7,10%	6,82%	76,46%*	23,97%*
12	14,89%	-6,41%	5,99%	6,20%	7,12%	76,73%*	26,59%*
13	16,95%	-5,80%	4,49%	6,23%	7,29%	83,31%*	28,22%*
14	17,29%	-6,55%	4,02%	5,94%	7,43%	83,65%*	29,95%*
15	18,13%	-7,84%	5,10%	5,61%	10,46%	81,12%*	31,04%*
16	17,06%	-9,72%	9,48%	6,24%	11,18%	79,17%*	31,95%*
17	15,74%	-10,23%	8,48%	5,59%	10,21%	76,85%*	33,35%*
18	17,23%	-10,60%	8,46%	5,61%	9,44%	79,56%*	34,46%*
19	17,52%	-9,73%	8,51%	6,16%	9,54%	78,85%*	35,35%*
20	16,71%	-10,75%	12,99%	5,90%	9,18%	78,82%*	34,17%*

Tablo 6: Yıllara Göre Kümülatif Anormal Getiriler (Devamı)

Kümülatif Anormal Getiriler (KAG)							
Gün	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
21	16,42%	-13,27%	11,17%	5,49%	7,64%	78,44%*	36,33%*
22	14,58%	-15,62%	17,56%	5,02%	8,89%	79,68%*	37,11%*
23	12,29%	-15,71%	13,21%	2,85%	10,39%	77,63%*	36,10%*
24	12,03%	-14,30%	10,04%	2,57%	10,33%	78,11%*	35,91%*
25	13,00%	-13,62%	8,32%	2,81%	11,05%	80,16%*	35,04%*
26	13,22%	-14,86%	8,84%	2,22%	10,94%	81,20%*	35,21%*
27	14,91%	-13,82%	9,35%	2,58%	10,26%	82,42%*	34,15%*
28	14,43%	-13,19%	9,16%	2,88%	11,42%	84,03%*	34,33%*
29	14,71%	-14,19%	9,09%	3,33%	12,07%	84,75%*	34,47%*
30	15,42%	-15,66%	9,07%	3,80%	10,83%	85,98%*	36,47%*

*%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 4 incelendiğinde, 2020 yılında ilk 30 gün sonunda bulunan %85,98'lik getiri oranı dikkat çekmektedir. Buna göre 2020 yılındaki ilk halka arzlara katılan yatırımcıların, ilk otuz işlem günü sonunda diğer yıllarla kıyaslanamayacak ölçüde yüksek bir oranda getiri elde edebildikleri görülmektedir. 2021 yılında da ilk 30 gün sonunda %36,47 oranında kümülatif anormal getiri elde etme imkanı mevcut olsa da 2020 yılı ile kıyaslandığında bu getiri oranının düşük kaldığı söylenebilir. Öte yandan 2021 yılının ilk 30 günlük kümülatif getiri oranı, 2020 yılı hariç diğer yılların getiri oranlarına göre oldukça yüksektir. Ayrıca 2020 ve 2021 yılları için bulunan ilk 30 güne ilişkin kümülatif getiri oranlarının istatistiki olarak da anlamlı olduğu bulunmuştur.

Çalışmanın analiz dönemi olan 2015-2021 döneminde sadece 2016 yılında ilk 30 işlem günü sonunda negatif kümülatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte ilk 30 işlem günü sonunda, 2015 yılında %15,42, 2019 yılında %10,83, 2017 yılında %9,07 ve 2018 yılında %3,80 oranında kümülatif anormal getiriler elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. En yüksek kümülatif anormal getiri oranlarına; 2015 yılı için %18,13 ile on sekizinci günün sonunda, 2017 yılında %14,50 ile yedinci günün sonunda, 2018 yılında 9,58 ile ikinci günün sonunda, 2019 yılı için %12,07 ile yirmi dokuzuncu günün sonunda, 2020 yılında %85,98 ile otuzuncu günün sonunda ve 2021 yılında %37,11 ile yirmi ikinci günün sonunda ulaşıldığı görülmektedir. 2016 yılında ise en yüksek negatif kümülatif anormal getiri oranı otuzuncu günün sonunda ortaya çıkmıştır. Buna göre en yüksek kümülatif anormal getiri oranlarının farklı günlerde elde edildiği söylenebilir.

Çalışmada ayrıca ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin hisse senedi getirileri, sektörel olarak incelenmiştir. Sektörlere göre ilk 30 gün için elde edilen anormal getiri oranları iki ayrı tablo halinde Tablo 5 ve Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 5: Sektörlere Göre Anormal Getiriler-1

Anormal Getiriler (AG)									
Gün	Ana Metal Sanayi	Aracı Kurumlar	Bilişim	Elektrik, Gaz ve Buhar	Gıda, İçecek ve Tütün	Gir. Ser. Yat. Ortaklık.	Güv. ve Soruş. Faal.	GYO	Holding ve Yat. Şirketleri
1	4,19%	9,37%	12,71%*	3,23%	6,94%	8,83%	2,61%	-2,42%	-6,86%
2	2,41%	9,68%	6,27%	2,53%	4,84%	11,24%	1,20%	2,65%	-4,49%
3	-3,60%	10,42%	6,08%	1,45%	5,83%	8,67%	-0,34%	-0,86%	2,32%
4	1,09%	-4,73%	5,97%*	-1,63%	5,97%	8,29%	0,98%	-0,92%	-5,85%
5	3,71%	8,18%	3,77%	0,26%	7,05%	1,24%	6,65%	1,21%*	-1,53%
6	-0,74%	-0,96%	3,06%	2,26%	7,22%	11,28%	1,83%	-0,28%	0,17%
7	-2,10%	1,55%	4,23%*	2,29%	4,49%	-2,14%	-2,16%	-0,22%	-0,33%
8	-0,21%	-0,01%	-1,14%	2,97%	2,66%	-2,81%	1,99%	-0,59%	-1,33%
9	0,44%	-2,49%	-1,28%	1,76%	3,28%	1,74%	-0,80%	0,14%	-3,01%
10	-0,16%	0,73%	-1,45%	1,00%	4,81%	-2,65%	-2,67%	0,30%	0,80%
11	-2,08%	-1,13%	-3,01%*	-0,76%	-0,84%	-2,49%	-0,79%	1,21%	-2,79%
12	-0,75%	1,68%	3,66%	-0,24%	-0,68%	0,52%	-2,13%	-0,81%	-1,55%
13	1,62%	0,87%	1,11%	1,32%	4,18%	5,94%	3,31%	-0,10%	-1,36%
14	-0,13%	0,32%	1,84%	0,79%	3,15%	-2,26%	1,73%	2,28%	1,13%
15	6,65%	1,25%	-1,10%	0,22%	3,91%	-0,55%	3,40%	1,03%	-0,49%
16	-0,75%	-1,25%	1,62%	0,31%	5,49%	-2,23%	0,11%	-0,40%	-2,70%
17	-1,41%	-0,21%	2,33%	-0,89%	-1,15%	-2,43%	-1,85%	1,07%	-0,39%
18	-0,92%	-0,75%	1,70%	2,12%	0,47%	-0,10%	5,75%	0,42%	0,48%
19	1,01%	0,64%	0,88%	0,14%	1,88%	2,90%	-0,45%	0,90%	-0,19%
20	-0,70%	-0,25%	0,30%	-1,15%	-0,07%	-3,70%	0,40%	0,38%	-0,67%
21	-1,21%	1,87%	1,55%	-1,85%*	5,82%	-0,45%	1,16%	0,67%	1,40%
22	-1,44%	-0,12%	4,56%	-0,71%	1,77%	-3,63%	-0,29%	-1,07%	3,71%
23	0,06%	1,20%	-2,07%	-2,20%*	0,33%	1,64%	-16,96%	1,50%	-1,85%
24	2,35%	0,49%	-1,62%	0,10%	-0,52%	0,03%	3,51%	0,46%	-0,82%
25	-1,73%	-0,26%	-1,28%	0,66%	4,41%	1,34%	3,12%	0,91%	-0,91%
26	0,22%	0,94%	-1,78%	-0,86%	-0,11%	-0,92%	1,62%	0,13%	-1,35%
27	-0,50%	0,73%	-0,48%	0,50%	0,18%	7,20%	-0,85%	0,30%	-1,18%
28	2,56%	0,22%	1,16%	-0,57%	1,71%	-4,58%	1,43%	0,38%	-0,96%
29	3,24%	-1,06%	1,92%	-0,65%	1,88%	-0,91%	1,55%	0,14%	-0,96%
30	2,48%	-0,40%	2,73%*	0,19%	2,23%	1,17%	-0,84%	-2,14%	2,20%

%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 6: Sektörlere Göre Anormal Getiriler - 2

Anormal Getiriler (AG)								
Gün	İnsan Sağ. ve Sos. Hiz.	Kimya, İlaç, PLP Ürünler	Metal Eşya, Makine	Mimarlık ve Müh. Faal.	Pera-kende Ticaret	Taş ve Toprağa Dayalı	Toptan Ticaret	Ulaş. ve Depolama
1	-1,05%	8,64%*	5,96%	8,99%	1,23%	8,58%	9,44%	14,53%
2	-0,46%	5,37%*	6,03%	9,47%	-0,16%	5,67%	9,95%	12,72%
3	-1,24%	5,07%*	7,11%	9,79%	-1,11%	2,08%	9,01%	-0,64%
4	0,81%	5,30%*	-2,56%	11,08%	-0,09%	1,51%	8,54%	2,81%
5	-0,97%	6,49%*	-3,20%	10,50%	1,57%	6,20%	8,61%	1,36%
6	1,78%	4,68%	-1,32%	13,87%	0,22%	4,61%	-9,75%	-6,59%
7	-3,10%	5,31%*	-2,08%	9,15%	-0,31%	1,04%	-9,99%	-4,40%
8	-1,19%	2,78%	1,96%	12,19%	-0,49%	-2,52%	-0,73%	-4,63%
9	1,53%	1,73%	-0,33%	11,32%	-0,07%	5,01%	-0,20%	-2,96%
10	-0,36%	2,63%	-0,01%	-11,61%	-0,84%	-4,99%	-1,58%	-4,08%
11	0,74%	2,31%	0,47%	8,48%	0,32%	-0,14%	-0,98%	-3,50%
12	-0,12%	3,28%	-1,90%	8,47%	0,16%	-1,49%	0,15%	3,36%
13	0,28%	3,46%	0,99%	8,92%	0,79%	4,51%	0,25%	-3,68%
14	0,06%	2,55%	0,31%	-0,40%	-2,34%	-4,45%	0,04%	-4,50%
15	0,64%	1,39%	-0,69%	-4,99%	-0,64%	-1,45%	-0,20%	-2,87%*
16	0,97%	-2,18%	0,80%	0,41%	0,69%	3,39%	0,69%	-0,55%
17	0,18%	0,83%	-0,24%	-7,87%	-3,10%	0,15%	-1,27%	-1,37%
18	0,07%	1,51%	-1,49%	-0,42%	-0,37%	0,59%	-1,05%	2,35%
19	0,11%	0,51%	1,85%	-2,26%	-0,01%	-1,46%*	-0,26%	-3,19%
20	-1,81%	-0,69%	-0,54%	-0,26%	-0,06%	-0,78%*	0,90%	-1,92%
21	0,35%	-0,23%	-0,14%	-0,14%	-0,20%	0,92%	0,82%	-1,49%
22	0,38%	0,33%	-1,49%	-6,39%	-0,33%	1,17%	4,06%	-0,15%
23	-0,50%	-1,79%	-0,03%	-2,45%	-3,74%	0,63%	-2,32%	-0,53%*
24	1,11%	-0,93%	-0,41%	4,61%	-0,03%	-1,71%	2,38%	-0,26%
25	1,35%	-0,82%	-1,62%	-1,49%	0,75%	-1,62%	-1,39%	3,33%
26	0,27%	3,53%	-1,50%	-3,06%	1,67%	0,31%	1,40%	0,09%
27	-0,96%	-0,39%	0,28%	-2,60%	-0,22%	-0,77%	1,40%	-1,44%
28	-0,27%	-0,42%	0,59%	-0,26%	1,12%	-0,60%	6,32%	0,08%
29	-0,15%	-0,60%	-0,14%	1,81%	1,51%	-3,47%	-2,98%	0,02%
30	-0,09%	1,75%	0,93%	1,31%	-1,31%	1,75%	-0,81%	-0,07%

*%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 5 ve Tablo 6 incelendiğinde ilk gün için en yüksek anormal getiri %14,53 oranıyla ulaştırma ve depolama sektöründe gerçekleşmiştir. Bilişim sektörü

%12,71 oranıyla ikinci sırada gelmektedir. Bu iki sektörü; %9,44 getiri oranıyla toptan ticaret sektörü, %9,37 getiri oranıyla aracı kurumlar sektörü ve %8,99 getiri oranıyla mimarlık ve mühendislik faaliyetleri sektörü izlemektedir. 17 farklı sektörde gerçekleşen halka arzlarda ilk gün sadece üç sektör için negatif anormal getiri söz konusudur. Diğer 14 sektör hisse senetlerinde ise pozitif anormal getiriler gerçekleşmiştir. Negatif anormal getirinin ortaya çıktığı sektörler; holding ve yatırım şirketleri (-%6,86), GYO (-%2,42) ve insan sağlığı ve sosyal hizmetler (-%1,05) sektörleridir. Kimya sektörü için ilk 5 gün ve 7. gün için bulunan anormal getiriler ve bilişim sektöründe 1, 4, 7, 11 ve 30. günler için elde edilen anormal getiriler istatistiki olarak da anlamlı bulunmuştur. Sektörlere göre elde edilen kümülatif getiri oranları ise Tablo 7 ve Tablo 8’de gösterilmiştir.

Tablo 7: Sektörlere Göre Kümülatif Anormal Getiriler - 1

Kümülatif Anormal Getiriler									
Gün	Ana Metal Sanayi	Aracı Kurumlar	Bilişim	Elektrik, Gaz ve Buhar	Gıda, İçecek ve Tütün	Gir. Ser. Yat. Ortaklık.	Güv. ve Soruş. Faal.	GYO	Holding ve Yat. Şirketleri
1	4,19%	9,37%	12,71%*	3,23%	6,94%	8,83%	2,61%	-2,42%	-6,86%
2	6,60%	19,04%	18,97%*	5,76%	11,78%	20,07%	3,81%	0,23%	-11,34%
3	3,00%	29,46%	25,06%*	7,21%	17,60%	28,74%	3,47%	-0,64%	-9,02%
4	4,09%	24,73%	31,03%*	5,59%	23,58%	37,03%	4,45%	-1,56%	-14,87%
5	7,80%	32,91%	34,80%*	5,85%	30,62%	38,27%	11,11%	-0,34%*	-16,40%
6	7,06%	31,95%	37,86%*	8,11%	37,84%	49,55%	12,93%	-0,63%	-16,23%
7	4,96%	33,49%	42,09%*	10,40%	42,33%	47,40%	10,77%	-0,85%	-16,56%
8	4,74%	33,48%	40,95%*	13,37%	44,98%	44,59%	12,76%	-1,44%	-17,90%
9	5,19%	31,00%	39,68%*	15,13%	48,26%	46,33%	11,96%	-1,31%	-20,91%
10	5,03%	31,73%	38,22%*	16,13%	53,07%	43,68%	9,29%	-1,00%	-20,11%
11	2,95%	30,60%	35,21%*	15,36%	52,22%	41,18%	8,50%	0,21%	-22,90%
12	2,20%	32,27%	38,88%*	15,12%	51,54%	41,71%	6,37%	-0,61%	-24,45%
13	3,82%	33,14%	39,99%*	16,45%	55,72%	47,65%	9,68%	-0,70%	-25,81%
14	3,68%	33,47%	41,83%*	17,24%	58,87%	45,39%	11,41%	1,58%	-24,68%
15	10,33%	34,71%	40,72%*	17,46%	62,79%	44,84%	14,81%	2,61%	-25,16%
16	9,58%	33,46%	42,34%*	17,78%	68,27%	42,61%	14,92%	2,22%	-27,86%
17	8,17%	33,25%	44,67%*	16,89%	67,13%	40,18%	13,07%	3,29%	-28,25%
18	7,25%	32,50%	46,37%*	19,01%	67,59%	40,07%	18,82%	3,70%	-27,77%
19	8,26%	33,14%	47,25%*	19,15%	69,48%	42,97%	18,37%	4,61%	-27,96%
20	7,56%	32,89%	47,55%*	18,00%	69,41%	39,28%	18,77%	4,99%	-28,63%
21	6,35%	34,75%	49,10%*	16,14%*	75,22%	38,83%	19,93%	5,66%	-27,22%
22	4,91%	34,63%	53,66%*	15,44%	77,00%	35,20%	19,63%	4,59%	-23,51%
23	4,96%	35,83%	51,59%*	13,24%*	77,33%	36,84%	2,67%	6,09%	-25,36%
24	7,31%	36,33%	49,97%*	13,34%	76,81%	36,87%	6,18%	6,55%	-26,18%
25	5,58%	36,07%	48,69%*	14,00%	81,22%	38,21%	9,30%	7,46%	-27,10%
26	5,80%	37,00%	46,90%*	13,14%	81,10%	37,29%	10,92%	7,59%	-28,44%

Tablo 7: Sektörlere Göre Kümülatif Anormal Getiriler – 1 (Devamı)

27	5,30%	37,73%	46,43%*	13,64%	81,28%	44,49%	10,08%	7,89%	-29,62%
28	7,85%	37,95%	47,59%*	13,08%	82,99%	39,91%	11,51%	8,27%	-30,59%
29	11,09%	36,90%	49,51%*	12,43%	84,87%	39,00%	13,06%	8,41%	-31,54%
30	13,57%	36,50%	52,23%*	12,62%	87,11%	40,17%	12,22%	6,28%	-29,34%

*%5 seviyesinde anlamlı

Tablo 8: Sektörlere Göre Kümülatif Anormal Getiriler - 2

Kümülatif Anormal Getiriler								
Gün	İnsan Sağ. ve Sos. Hiz.	Kimya, İlaç, PLP Ürünler	Metal Eşya, Makine	Mimarlık ve Müh. Faal.	Pera-kende Ticaret	Taş ve Toprağa Dayalı	Toptan Ticaret	Ulaş. ve Depolama
1	-1,05%	8,64%*	5,96%	8,99%	1,23%	8,58%	9,44%	14,53%
2	-1,51%	14,01%*	11,99%	18,46%	1,06%	14,24%	19,38%	27,25%
3	-2,76%	19,08%*	19,10%	28,25%	-0,05%	16,32%	28,39%	26,61%
4	-1,95%	24,38%*	16,54%	39,33%	-0,14%	17,83%	36,93%	29,42%
5	-2,91%	30,87%*	13,34%	49,83%	1,43%	24,04%	45,54%	30,78%
6	-1,13%	35,55%	12,02%	63,71%	1,66%	28,64%	35,79%	24,19%
7	-4,23%	40,86%*	9,94%	72,85%	1,35%	29,68%	25,80%	19,79%
8	-5,42%	43,65%	11,89%	85,04%	0,86%	27,16%	25,07%	15,16%
9	-3,89%	45,38%	11,57%	96,36%	0,79%	32,17%	24,87%	12,20%
10	-4,24%	48,01%	11,55%	84,74%	-0,05%	27,18%	23,29%	8,12%
11	-3,50%	50,32%	12,02%	93,22%	0,27%	27,04%	22,32%	4,63%
12	-3,62%	53,60%	10,12%	101,69%	0,43%	25,55%	22,46%	7,99%
13	-3,34%	57,07%	11,11%	110,61%	1,22%	30,06%	22,71%	4,31%
14	-3,27%	59,62%	11,42%	110,21%	-1,12%	25,62%	22,75%	-0,19%
15	-2,63%	61,01%	10,73%	105,22%	-1,76%	24,16%	22,56%	-3,07%*
16	-1,66%	58,83%	11,53%	105,63%	-1,07%	27,56%	23,24%	-3,62%
17	-1,49%	59,66%	11,29%	97,76%	-4,18%	27,70%	21,97%	-4,99%
18	-1,42%	61,18%	9,81%	97,33%	-4,55%	28,30%	20,93%	-2,64%
19	-1,31%	61,69%	11,66%	95,08%	-4,56%	26,84%*	20,67%	-5,83%
20	-3,12%	60,99%	11,12%	94,81%	-4,62%	26,06%*	21,58%	-7,76%
21	-2,77%	60,77%	10,99%	94,67%	-4,82%	26,98%	22,40%	-9,25%
22	-2,39%	61,10%	9,50%	88,28%	-5,15%	28,15%	26,46%	-9,40%
23	-2,89%	59,30%	9,47%	85,83%	-8,89%	28,78%	24,14%	-9,93%*
24	-1,77%	58,37%	9,06%	90,44%	-8,93%	27,08%	26,51%	-10,19%
25	-0,43%	57,55%	7,43%	88,95%	-8,18%	25,46%	25,12%	-6,86%
26	-0,16%	61,08%	5,94%	85,89%	-6,51%	25,77%	26,52%	-6,77%
27	-1,12%	60,69%	6,22%	83,29%	-6,73%	25,00%	27,92%	-8,21%
28	-1,39%	60,27%	6,81%	83,03%	-5,61%	24,41%	34,25%	-8,13%
29	-1,54%	59,67%	6,67%	84,84%	-4,10%	20,94%	31,27%	-8,11%
30	-1,63%	61,43%	7,61%	86,15%	-5,41%	22,69%	30,46%	-8,18%

*%5 seviyesinde anlamlı

Halka arzdan sonra ilk 30 günün sonunda en yüksek kümülatif anormal getiri oranları; %87,11 oranıyla gıda, içecek ve tütün sektörü ile %86,15 oranıyla mühendislik ve mimarlık faaliyetleri sektöründe gerçekleşmiştir. Bununla birlikte kimya sektöründe yer alan şirketlerin halka arzına katılan yatırımcılar ilk 30 günün sonunda ortalama %61,43'lük bir getiri oranına ulaşabilirken, bilişim sektörü şirketlerinin halka arzına katılan yatırımcılar %52,23'lük getiri oranı elde etme imkanları ortaya çıkmıştır. Öte yandan bilişim sektörü için ilk 30 günde elde edilen her kümülatif getiri oranı istatistiki olarak da anlamlı bulunmuştur. Kimya sektörü için ise ilk 5 gün ve 7. Gün için ortaya çıkan kümülatif anormal getiri oranları istatistiki açıdan anlamlıdır.

Holdingle ve yatırım şirketleri, insan sağlığı ve sosyal hizmetler, perakende ticaret ve ulaştırma ve depolama sektörlerinde yer alan şirketlerin halka arzına katılan yatırımcılar, almış oldukları hisse senetlerini ilk 30 gün boyunca elde tutmaları durumunda negatif kümülatif getiriyle karşılaşacaklardır. Diğer sektörlerin şirketlerinin halka arzlarına katılan yatırımcılar ise ilk 30 gün sonunda pozitif kümülatif getiri elde edebileceklerdir. Ayrıca holding ve yatırım şirketleri ile insan sağlığı ve sosyal hizmetler sektörlerinde yer alan şirketlere yatırım yapan yatırımcıların, ilk 30 günün tamamında negatif kümülatif getiriyle karşılaşma durumları söz konusudur.

5. Sonuç ve Öneriler

İlk halka arz, meydana getireceği birçok önemli değişiklik nedeniyle şirketlerin yaşam sürecinde önemli bir noktayı oluşturmaktadır. İlk halka arz, şirketler açısından arz ettiği önemle birlikte literatürde de araştırmacıların ilgi gösterdiği konular arasında yer almaktadır. İlk halka arzlar ile ilgili literatüre bakıldığında çalışmaların; düşük fiyatlandırma, sıcak ve soğuk piyasalarda halka arzlar ile ilk halka arzların uzun dönemli performansı üzerine odaklanıldığı görülmektedir.

Çalışmada, Türkiye'de son yıllarda gerçekleşen ilk halka arzların kısa dönem hisse senedi fiyat performansı incelenerek düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmış, yıllar ve sektörler itibarıyla karşılaştırmalar yapılmıştır. Bu amaçla öncelikle ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin günlük getirisinden piyasanın günlük getirisi çıkarılarak anormal getiriye ulaşılmış, anormal getirilerin toplanması suretiyle de kümülatif anormal getiriler elde edilmiştir. Daha sonra anormal ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılığı, tek örneklem t testi ile test edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, analiz edilen 2015-2021 döneminde en fazla ilk halka arzın 2021 yılında, en az ilk halka arzın ise 2016 yılında gerçekleştiği görülmüştür. Öte yandan en fazla ilk halka arz; sırasıyla bilişim, kimya, enerji ve GYO sektörlerinde gerçekleşmiştir. Çalışmada ayrıca ilk halka arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin, ilk gün %6,25 oranında düşük fiyatlandırıldığı sonucuna ulaşılmış ve bu sonucun istatistik açıdan anlamlı olduğu bulunmuştur. Elde edilen bu sonuç; düşük fiyatlandırmanın var olduğu sonucuna ulaşan Ünlü & Ersoy (2008), Otlu & Ölmez (2011), Çakır & Akkoç (2015),

Açıkgöz & Gökkaya (2017) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Buna karşılık bu sonuç, yüksek fiyatlandırmanın olduğu sonucuna ulaşan Yaşar vd., (2020)'nin çalışmasından farklılık göstermektedir. Aynı zamanda ilk 30 günün sonunda kümülatif anormal getiri oranının, %31,36 olduğu bulunmuştur. İlk halka arz olan hisse senetlerinde özellikle ilk 7-10 gün boyunca yüksek getirilerin elde edilebileceği, daha sonra ise getirilerin nispeten düşük kaldığı gözlenmiştir.

Çalışmada, 2020 yılında gerçekleşen ilk halka arzlarda 30 günün sonundaki kümülatif anormal getiri oranının %85,98 olduğu ve incelenen dönemler arasında en yüksek getirinin 2020 yılında olduğu görülmüştür. 2016 yılındaki halka arzlarda ise hem ilk gün sonunda negatif anormal getiri hem de 30 günün sonunda negatif kümülatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Ayrıca 2016 yılı dışındaki diğer yıllarda 30 günün sonunda pozitif kümülatif anormal getirinin elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Sektörel olarak bakıldığında ise en yüksek ilk gün getirisi, ulaştırma ve depolama sektöründe gerçekleşen ilk halka arzlarda elde edilmiştir. İlk gün getirisi açısından ulaştırma ve depolama sektörünü; bilişim, toptan ticaret ve aracı kurumlar sektöründe gerçekleşen halka arzlar takip etmiştir. Buna karşılık ilk gün itibarıyla negatif anormal getiri ortaya çıkan sektörler ise holding ve yatırım şirketleri, GYO ile insan sağlığı ve sosyal hizmetler sektörü olarak sıralanmaktadır. Bu üç sektör dışında kalan 14 sektörde gerçekleşen ilk halka arzlarda ilk gün itibarıyla pozitif anormal getiriler elde edilmiştir. Ayrıca, 30 günün sonunda en yüksek kümülatif anormal getiri %87,11 oranıyla gıda, içecek ve tütün sektöründe gerçekleşmiştir. Bu sektörü; sırasıyla mimarlık ve mühendislik faaliyetleri, kimya ve bilişim sektörleri izlemektedir. Diğer taraftan holding ve yatırım şirketleri, ulaştırma ve depolama, perakende ticaret ile insan sağlığı ve sosyal hizmetler sektörlerinde ilk 30 günün sonunda negatif kümülatif anormal getiri oranlarıyla karşılaşılmıştır.

2015 Ocak ile 2021 dönemindeki ilk halka arzların kısa dönem getirilerinin incelendiği çalışmanın sonuçları genel olarak; yıllar itibarıyla ilk halka arz olan şirket sayılarının dalgalı bir seyir izlediğini, 2021 döneminde halka arz olan şirket sayısında büyük bir artış yaşandığını, ilk gün düşük fiyatlandırmanın var olduğunu ve özellikle 2020 yılında ilk halka arzlara katılan yatırımcıların kısa vadede önemli kümülatif getiriler elde edebileceğini göstermiştir. Elde edilen sonuçlarıyla çalışma, son yıllardaki ilk halka arzların kısa dönem performansına ilişkin yıllar ve sektörler açısından güncel bir bakış açısı sunmaktadır. Ayrıca çalışmanın sonuçları ilk halka arzlara katılma düşüncesinde olan yatırımcılara, hangi sektörlerde gerçekleşen ilk halka arzların daha cazip ve kısa vadede getirilerin hangi zaman diliminde daha yüksek olduğuna yönelik bilgi sağlayarak, yatırım stratejilerini belirlemelerine yardımcı olabilir. Şirketler açısından değerlendirildiğinde, düşük fiyatlama sonucu hisse senetlerinin kısa vadede yüksek performans göstermesi, şirket hisselerine olan talebi artırabileceği gibi

piyasa değerinin yükselmesini de sağlayabilir. Bu durum aynı zamanda daha küçük ölçekteki şirketlerin tanınırlığının artmasına da katkıda bulunabilir.

Çalışmanın sonuçlarından hareketle ileride yapılacak çalışmalarda, 2020 yılında elde edilen yüksek getirilerin sürdürülebilir olup olmadığı, nedenleri ve uzun vadedeki durumu araştırılabilir. Ayrıca yapılacak araştırmalar; halka arz yöntemi, halka arzın büyüklüğü, halka arz edilen fonların dağıtım şekli gibi farklı kriterler açısından da genişletilebilir.

Kaynakça

- Açıkgöz, Ş. ve Gökkaya, V. (2017). Türkiye’de ilk halka arz getirilerinin değişkenliği. *Ege Akademik Bakış*, 17 (1), 33-58.
- Bayrakdaroğlu, A. ve Şan, F. B. (2015). Bireylerin hisse senedi piyasasına katılım eğilimlerine etki eden ekonomik olmayan faktörler üzerine ampirik bir araştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (2), 507-530.
- Borges, M. R. (2007). Underpricing of initial public offerings: The case of Portugal. *Int Adv Econ Res*, 13, 65–80.
- Chipeta, C. ve Jardine, A. (2014). A review of the determinants of long run share price and operating performance of initial public offerings on the Johannesburg Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*, 13(5), 1161-1176.
- Çakır, H. ve Akkoç, S. (2015). İlk halka arzların kısa dönem fiyat performansları: Borsa İstanbul’da sektörel karşılaştırmalı bir uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (4), 159-170.
- Çelik, M. K. (2016). Firmaların ilk halka arz sonrası faaliyet performanslarının değerlendirilmesi: Borsa İstanbul örneği. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12 (27), 267-282.
- Derrien, F. (2010). Initial public offerings. H. K. Baker ve J. R. Nofsinger, (Ed.). *Behavioral finance: Investors, corporations and markets* içinde (s. 475-490). USA: John Wiley & Sons.
- Elma, O. E. (2020). Underpricing puzzle at the scope of share return: A closer look at initial public offerings at Borsa Istanbul. *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 16 (1), 1-14.

- Fıratoğlu, B. ve İmişiker, S. (2007). *İlk Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyat İstikrarı Sağlamaya Yönelik İşlemler*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- Gürbüz, S. ve Şahin, F. (2018). Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri. 5. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Helwege, J. ve Liang, N. (2004). Initial public offerings in hot and cold markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (3), 541-569.
- Helwege, J., Pirinsky, C. ve Stulz, R. M. (2007). Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. *The Journal of Finance*, 62 (3), 995-1028.
- Kahraman, İ. K. ve Coşkun, E. (2020). İlk halka arzda düşük fiyatlama seviyesi zamanla değişiyor mu? Borsa İstanbul üzerine bir araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34 (1), 141-161.
- Karaa, İ. E. (2018). Borsa İstanbul'a kayıtlı firmaların halka arz öncesi ve sonrası finansal karakteristikleri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak 2018, 165-176.
- Khan, S., Anuar, M. A. ve Malik, M. F. (2014). Review of short term and long term performance of initial public offering. *Sains Humanica*, 2:3 (2014), 113-116.
- Khin, E. W., Wong, W. B. ve Ting, L. S. (2017). Initial public offering (IPO) underpricing in Malaysian settings. *Journal of Economic & Financial Studies*, 05 (03), 14-25.
- Kurtaran, A. T. (2012). *Türkiye'de ilk halka arzların fiyat performanslarının sektörler itibariyle karşılaştırılması*. Doktora Tezi, Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi.
- Kurtaran, A. T. (2012). Türkiye'deki ilk halka arzların ilk getirileri ile uzun dönem fiyat performansları arasındaki ilişkinin analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 11 (Yaz 2013), 185-210.
- Küçükkocaoğlu, G. ve Alagöz, A. (2009). İMKB'de uygulanan halka arz yöntemlerinin karşılaştırmalı analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24 (2), 65-86.
- Ljungqvist, A. P. (1994). Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, 41 (1997), 1309-1320.

- Mhagama, F. L. ve Topak, M. S. (2019). The relationship between initial public offering and firm performance: A research on Borsa İstanbul (BIST). *Istanbul Gelisim University Journal of Social Sciences*, 6 (GELISIM-UWE 2019 Special Issue), October 2019, 82-93.
- Otlu, F. ve Ölmez, S. (2011). Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansları ile fiyat performansını etkileyen faktörlerin incelenmesi, İMKB’de bir uygulama. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2 (2), 14-44.
- Ritter, J. R. (1984). The "Hot Issue" Market of 1980. *The Journal of Business*, 57 (2), 215-240.
- Ritter, J. R. ve Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.
- Sağlam, G. Y. ve Çelik, A. E. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda düşük fiyatlandırma ve aracılık türü, arz yılı, aracı kurum etkileri üzerine bir araştırma. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12 (2), 289-303.
- SPK, (2021). *Halka Açılma Sözlüğü*. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/16/1>, (Erişim Tarihi: 15.06.2021).
- Ünlü, U. ve Ersoy, E. (2008). İlk halka arzlarda düşük fiyatlama ve kısa dönem performansın belirleyicileri: 1995-2008 İMKB örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2), 243-258.
- Veri Analiz Platformu, (2021). *Yatırımcı İstatistikleri*. <https://www.vap.org.tr/uyruk-bazinda-yatirimci-sayilari>, (Erişim Tarihi: 10 Ekim 2021).
- Yaşar, G., Terim, B. ve Kayalı, C. (2020). Borsa İstanbul’da 2013-2018 yılları arasında ilk kez halka arz edilen payların kısa dönem performanslarının incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12 (4), 3965-3980.
- Yazaroğlu, B. (2015). *2010-2014 Yılları arasında halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem performansları*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.
- Yıldırım, D. ve Dursun, A. (2016). Borsa İstanbul’daki ilk halka arzlarda ilk gün düşük fiyat anomalisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30 (1), 189-202.

Short Term Price Performance Review and Sectoral Comparison On Initial Public Offerings

Extended Abstract

1. Introduction

The initial public offering process, which can be expressed as the transition of a company to a multi-partner structure by going public, has an important place in the life of the company. An initial public offering can also be defined as the transition of the company from private ownership to public ownership. Before the initial public offering, the company's shares are in the hands of a limited number of people; After the initial public offering, the ownership of the company is spread over a wide base. With the initial public offering, there are significant changes in the organization of the company, its ownership structure, and its relations with the capital markets (Derrien, 2010, p. 475). However, an initial public offering can also be expressed as the evolution of company ownership. It can be said that the ownership structure has undergone a significant change with the initial public offering in companies that generally start their activities with a high internal ownership rate (Helwege, Pirinsky and Stulz, 2007, p. 995). In this respect, the company's public offering is a strategic decision, and it is one of the most important events in the company's history, which affects the company's internal and external environment and shapes its future (Karaa, 2018, p. 166).

Looking at the literature on initial public offerings, one of the focuses of researchers is underpricing (Derrien, 2010, p. 475). Underpricing can be defined as the public offering of the company's shares below their true value. In other words, underpricing is the positive difference between the initial public offerings price of a stock and the closing price on the first trading day (Ünlü and Ersoy, 2008, p. 244; Elma, 2020, p. 5).

This study aims to obtain evidence for the existence of underpricing by examining the short-term price performance of the initial public offerings in Borsa Istanbul (BIST) in the 2015-2021 period.

2. Method

The sample of the study consists of 57 companies that were offered to the public for the first time in the BIST between January 2015 and August 2021 and whose stock price data were accessed for the first 30 days. Short-term performance analysis was made by accessing the stock price data of these companies for the first 30 days. The cumulative abnormal returns method was used to calculate the short-term returns of stocks (Kurtaran, 2012, p. 116). In this method, first the daily return of stocks and then the daily return of the market are calculated. Abnormal returns were found by subtracting market returns from stock returns, and finally, cumulative abnormal returns were obtained by summing abnormal returns. In addition, to test the significance of abnormal and cumulative abnormal returns, a single sample t-test was applied through the SPSS program.

3. Results and Discussion

According to the results obtained from the study, it is seen that the first day abnormal return of the stocks of the companies that have been offered to the public between 2015 and 2021 is 6.25% and this result is statistically significant. Accordingly, the existence of low pricing on the first day can be mentioned. In addition, the highest abnormal return on the first day was achieved in 2020 with a rate of 11.55%. However, it is seen that the investors participating in the initial public offerings

in 2020 were able to achieve a high rate of return of 85.98% at the end of the first thirty trading days, which cannot be compared to other years. In the sectoral analysis, the highest abnormal return for the first day was in the transportation and storage sector, with a rate of 14.53%. The information technology (IT) sector comes in second with a rate of 12.71%. In the public offerings that took place in 17 different sectors, there were negative abnormal returns for only three sectors on the first day. Positive abnormal returns were realized in the other 14 sector stocks. At the end of the first 30 days after the public offering, the highest cumulative abnormal return rates were in the food, beverage, and tobacco sector with a rate of 87.11% and the engineering and architectural activities sector with a rate of 86.15%.

4. Conclusion

In the study, the short-term stock price performance of the initial public offerings in Turkey in recent years was examined, the existence of underpricing was investigated, and comparisons were made by years and sectors. According to the results of the study, in the analysed period of 2015-2021, it was observed that the most initial public offering took place in 2021 and the least initial public offering in 2016. However, the most initial public offerings were realized in the IT, chemistry, energy, and real estate investment partnership sectors, respectively. In the study, it was also concluded that the stocks that were offered to the public were underpriced by 6.25% on the first day, and this result was found to be statistically significant.

In general, the results of the study examining the short-term returns of the initial public offerings between January 2015 and 2021; It has been shown that the number of companies with initial public offerings has fluctuated over the years, and there has been a great increase in the number of companies offering public offerings in 2021, and low pricing on the first day. In addition, the results of the study can help the investors who are thinking of participating in the initial public offerings, to determine their investment strategies by providing information on which sectors the initial public offerings are more attractive and in which period the returns are higher in the short term. When evaluated in terms of companies, the high performance of stocks in the short term as a result of underpricing may increase the demand for company shares as well as increase the market value. This can also contribute to increased recognition of smaller companies. Based on the results of the study, it can be investigated whether the high returns obtained in 2020 are sustainable, the reasons, and the long-term situation in future studies.