Araştırma Makalesi

Yatırımcı Duyarlılığı Ekseninde Anormal Getiriler: Borsa İstanbul'da Sıcak Halka Arz Piyasası Döngüsünün Sınanması

Uğur UZUN[1]

[1] Doç. Dr., Artvin Çoruh Üniversitesi, Hopa İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, uguruzun@artvin.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0499-4546

Öz: Bu çalışma ile Borsa İstanbul'da 2023 ve 2024 yıllarında ilk kez işlem görmeye başlayan payların kısa vadeli getiri performansının "Sıcak Halka Arz Piyasası" teorisi kapsamında karşılaştırılarak fiyat hareketlerinin yatırımcı duyarlılığı temelinde analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Çalışmanın veri seti 2023 yılında 56 ve 2024 yılında 33 olmak üzere halka arzı tamamlanıp ikincil piyasada işlem görmeye başlayan toplam 89 şirketin pay fiyatları ile halka arz hacmi, katılımcı sayısı ve talep oranı istatistiklerinden oluşmaktadır. Pay fiyat verilerinin analizi sürecinde olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Araştırma bulguları her iki yılda da halka arz sonrası payların ilk işlem gününde anlamlı pozitif anormal getiriler oluştuğunu gösterirken düşük fiyatlama anomalisinin varlığını güçlü şekilde desteklemektedir. 2023 yılı halka arzlarında 8. gün sonuna kadar kesintisiz devam eden anlamlı pozitif ortalama anormal getiri trendi gözlenirken 20. gün sonu itibarıyla %55,20 oranında kümülatif ortalama anormal getiri gerçekleşmiştir. Buna karşın 2024 yılında söz konusu fiyat hareketi 2. gün sonuna kadar sürmüş ve kümülatif getiri %24,50 seviyesine gerilemiştir. Bu sonuç 2023 yılı için sıcak halka arz piyasası döngüsünün varlığını destekler nitelikte olup 2024 yılında piyasanın rasyonel bir dengeye yöneldiğini işaret etmektedir. İncelenen iki dönem arasında görülen bu ciddi fiyat hareketi değişiminin belirleyicileri incelendiğinde ise kümülatif anormal getiriler üzerinde halka arz büyüklüğünün negatif, halka arzlara talep düzeyinin pozitif yönlü anlamlı bir etki yarattığı belirlenmiştir. İncelenen dönemde yıl değişkeninin istatistiksel olarak anlamsız bulunması ise 2023 yılına göre 2024 yılında gözlenen getiri performansı farklılığının salt bir takvim yılı etkisinden değil, irrasyonel coşku ve yatırımcı duyarlılığından kaynaklandığına işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Sıcak Halka Arz Piyasası, Anormal Getiri, Yatırımcı Duyarlılığı, Olay Çalışması

Jel Kodları: G12, G14, G41.

Abnormal Returns in the Context of Investor Sentiment: Testing the Hot Issue Market Cycle in Borsa Istanbul

Abstract: This study aims to compare the short-term return performance of shares that began trading on Borsa Istanbul in 2023 and 2024 within the "Hot Issue Market" framework, analyzing price movements based on investor sentiment. The dataset consists of share prices, IPO volumes, participant numbers, and subscription rates for 89 companies (56 in 2023; 33 in 2024). The event study methodology was employed in the analysis of share price data. Findings indicate that in both years, significant positive abnormal returns occurred on the first trading day, strongly supporting the existence of the underpricing anomaly. In 2023, a significant positive average abnormal return trend continued uninterrupted until the 8th trading day, reaching a cumulative average abnormal return (CAAR) of 55.20% by the 20th day. In contrast, this price movement lasted only until the 2nd day in 2024, with the CAAR declining to 24.50%. This confirms the hot issue market cycle for 2023 and indicates that the market converged to a rational equilibrium in 2024. An investigation into the determinants of this significant shift in price dynamics between the two examined periods revealed that the size of initial public offerings (IPOs) had a significant negative impact on cumulative abnormal returns, while the demand level for IPOs exerted a significant positive effect. Furthermore, the statistical insignificance of the year variable indicates that the return performance differential observed in 2024 compared to 2023 stems not from a mere calendar year effect, but directly from irrational exuberance and investor sentiment.

Keywords: Initial Public Offering, Hot Issue Market, Abnormal Return, Investor Sentiment, Event Study

Jel Codes: G12, G14, G41

Atıf: Uzun, U. (2026). Yatırımcı duyarlılığı ekseninde anormal getiriler: Borsa İstanbul'da sıcak halka arz piyasası döngüsünün sınanması. *Fiscaoeconomia, 10*(2), 1-18. https://doi.org/10.25295/fsecon.1930359

Geliş Tarihi: 14.04.2026
Kabul Tarihi: 03.07.2026

Telif Hakkı: © 2024. (CC BY) (https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

1. Giriş

Finansman kaynaklarının varlığı ile bu kaynaklara uygun koşullarda erişim imkânı, işletmelerin gelişimi, büyümesi ve başarısı açısından önde gelen faktörler arasında yer almaktadır (Ou & Haynes, 2006). Günümüzün değişen ve gelişen piyasa yapısında şirketlerin finansman ihtiyaçları giderek artmaktadır. Bu ihtiyacın giderilmesi noktasında özellikle borsaların etkinliğinin ve yatırımcılar tarafından bilinirliliğinin yükselmesiyle beraber halka arz işlemi önemli finansman yöntemlerinden birine dönüşmüştür.

Hem şirketler hem de bu bağlamda ekonominin geneli açısından sürdürülebilir bir kalkınma düzeyine ulaşabilmek öncelikli hedeflerden biridir. Bunun için özellikle istikrarlı bir şekilde yatırım yapıp, üreten, ihraç eden ve istihdam sağlayan işletmelerin kolay ve düşük maliyetle finansman kaynaklarına erişebilmesi ve böylelikle öz kaynaklarını güçlendirmesi fark yaratabilecek bir unsurdur. "*Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için farklı yollardan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrının devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder*" (Borsa İstanbul, t.y.). Sermaye piyasası enstrümanlarının halka arzı ile işletmeler finansman sağlama noktasında geleneksel bankacılık sistemi dışında bir seçeneğe sahip olmaktadır.

Halka açılma özellikle yeni kurulmuş ya da yaşam döngülerinin başlarında olan genç şirketlerin sermayeye erişimini sağlayarak yatırımlarını hayata geçirebilmesine ve faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmesine imkân sunabilir. Bununla birlikte şirket paylarının menkul kıymet borsaları aracılığıyla kolaylıkla alınıp satılabilir bir nitelik kazanması, mevcut pay sahiplerinin yatırımlarını daha fazla çeşitlendirebilmelerine ve şirkete yaptıkları yatırım sonucunda sermaye kazancı elde edebilmelerine olanak sağlamaktadır. (Ljungqvist, 2004). Özellikle pay senetlerinin halka arzı şirketlerin gerek öz kaynaklarını olumlu yönde etkileyerek mali yapısının güçlenmesine gerekse sonraki dönemlerde yeni borçlanmaların daha uygun şartlarda yapılabilmesine imkân vermektedir (Rajan, 2012). Şirketlerin bu avantajlara erişebilmesi ve halka arz sürecinin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasında en önemli hususlardan biri yatırımcıların ilgili finansman sürecine yeterli düzeyde katılım sağlaması olmaktadır. Halka arz sonrası sahip olunacak payların kısa ya da uzun vadede yaratabileceği kazanç/kayıp seviyesi ile ilgili beklenti ve tahminler, yatırımcıların halka arz sürecine katılım düzeyi açısından en etkili unsurların başında gelmektedir. Yatırımcı beklentileri farklı motivasyon kaynaklarına dayanabilir.

Borsa İstanbul örnekleminde Türkiye pay piyasasında son yıllarda halka arz faaliyetlerinde ciddi bir artış gözlenmektedir. Pandemi ile birlikte pay piyasasına ilgi ve bu bağlamda piyasa işlem hacmi önemli bir ivmelenme kazanmıştır. Halka açılan firma sayısındaki artışta pandeminin yarattığı koşulların etkili olduğu bir gerçektir. Bu çalışmada Borsa İstanbul'da 2023 ve 2024 yıllarında gerçekleştirilen halka arzların ikincil piyasadaki kısa vadeli getiri hareketleri olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular ile halka açılan şirket sayısı, halka arz hacmi ve yatırımcıların halka arz süreçlerine katılım düzeyleri birlikte değerlendirmeye tabi tutularak yatırımcı duyarlılığı, geleneksel piyasa etkinliği ve davranışsal finans çerçevesinde tartışılmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve

Teorik açıdan geleneksel finans, piyasa katılımcılarının rasyonel hareket ettiği ve piyasaların etkin olduğu varsayımına dayanır. Pay fiyatlarının tüm bilgileri içerdiğini (Fama, 1970) ve gelecekteki performansın sistematik olarak öngörülemez olduğunu (Fama, 1965) savunur. Yatırımcıların kamuya açık bilgileri kullanarak sistematik olarak piyasa getirisinin üzerinde anormal getiri elde etmesi mümkün değildir (Jensen, 1978). Halka arz süreçleri sonucu sahip olunan payların kısa vadede yatırımcılarına pozitif getiri sağladığı genel olarak kabul edilmektedir. (Ibbotson, 1975; Aggarwal vd., 1993; Jewartowski & Lizińska, 2012; Yadav vd., 2018). Halka arz edilen payların kısa vadedeki pozitif performansı, geleneksel finans teorileri kapsamında genellikle asimetrik bilgi ile

açıklanmaktadır (Rock, 1986; Miller & Reilly, 1987; Allen & Faulhaber, 1989; Muscarella & Vetsuypens, 1989). Şirket yönetimi, aracı kurum ve yatırımcı arasında, bilgi düzeyindeki farklılıklar sonucu ortaya çıkan bilgi asimetrisi, halka arzlarda payların düşük fiyatlanmasına yol açmaktadır (Baron, 1982; Beatty & Ritter, 1986; Benveniste & Spindt, 1989). Bu durum ise kısa vadeli getirilerin pozitif bir seyir izlemesine zemin oluşturmaktadır. Ancak ilgili teoriler özellikle günümüz piyasa koşullarında, halka arzların hacim ve getiri düzeyleri ile yatırımcıların halka arzlara katılım seviyelerinde dönemsel olarak ciddi farklılıklar oluşmasını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bazı dönemlerde halka arz süreçlerinde çok yüksek hacim ve yatırımcı talebi gözlenebilirken bir dönem sonrasında aynı piyasada çok daha düşük değerlerle karşılaşılabilmektedir.

Piyasaların bu türdeki dönemsel hareketleri, etkin piyasa hipotezi ve rassal yürüyüş teorisi gibi geleneksel finans kalıplarının açıklayamadığı anomaliler oluşturmaktadır. Literatürde halka arz piyasalarının döngüsel olarak hareket ettiği ve bu doğrultuda tahmin edilebilir kalıplar izlediği görüşü ileri sürülmüştür. Özellikle ilk gün ortalama getirilerinin yüksek olduğu ve çok kısa vadede pozitif getirilerin gözlendiği, işlem hacimleri ile yeni ihraç sayılarında ciddi artışların yaşandığı dönemler "Sıcak Halka Arz Piyasası (Hot Issue Market)" olarak tanımlanmaktadır (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984). Bu dönemlerde yatırımcıların piyasa ile ilgili aşırı iyimser olduğu, kazanç potansiyeline sahip genç büyüme şirketlerine ve belirli sektörlere yöneldiği gözlemlenmektedir. Şirketler ise yatırımcıların aşırı iyimserlik halinden yararlanmak için yoğun bir şekilde halka açılma kararı aldığı bu dönemleri, fırsat penceresi olarak görmektedir. Bu dönemin bir diğer özelliği düşük fiyatlama anomalisidir. Halka arz edilen payların ihraç fiyatı piyasadaki benzer paylara göre düşük seviyede belirlenmektedir. Özellikle daha riskli yapıdaki şirketlerin, sıcak dönemleri bir fırsat olarak görüp, halka açılma zamanı olarak bu dönemleri tercih ettikleri ve bu bağlamda daha düşük ihraç fiyatı belirledikleri görüşü ileri sürülebilmektedir (Ritter, 1984). Kısa vadede bu durum yatırımcılara getiri potansiyeli noktasında avantaj sağlamakla birlikte uzun vadede özellikle küçük, genç ve nispeten daha riskli şirketlerin paylarının ortalamanın altında bir fiyat performansı gösterebildiğine dair bulgular bulunmaktadır (Ibbotson vd., 1994; Ibbotson & Ritter, 1995; Ritter & Welch, 2002).

İlk halka arzlarda payların fiyatlandırılması, halka açılan şirketlerin ilgili dönemde finansal piyasalarda izlenebilen bir fiyat göstergesinin bulunmaması nedeniyle kolaylıkla gerçekleştirilememektedir. Ayrıca özellikle genç şirketlerin geçmiş performanslarının kamuoyu tarafından yeterince bilinmemesi de fiyatlandırmada bir zorluk yaratmaktadır. İhraç fiyatının düşük tespit edilmesi halka açılan şirketin bu süreçten yeterince faydalanamayıp görece daha az sermaye toplamasına sebebiyet verebilir. İhraç fiyatının yüksek olması ise yatırımcılar nezdinde daha az getiri potansiyeli yaratacağı için halka arza katılımın nispeten daha sınırlı kalmasına neden olabilir. Halka arz edilen paylarla ilgili özellikle ilk gün getirileri başta olmak üzere kısa vadede anormal getiriler, halka arz işlem hacmi ve getirilerinde döngüsel hareketler ve uzun vadede düşük fiyat performansı gibi anomalilerle karşılaşılabilmektedir (Ibbotson vd., 1994). İlgili anomalileri açıklama konusunda ise geleneksel finans modelleri yetersiz kalmaktadır.

Halka arz piyasalarında nispeten yeni ihraç sayısının daha az, halka arz hacminin daha düşük ve ilk gün getirilerinin daha sınırlı olduğu soğuk halka arz piyasasının aksine sıcak dönemlerde halka arz ihraç sayısı ve hacmi çok daha yüksek seviyelere ulaşırken ilk gün getirilerinde de ciddi artışlar gözlenmektedir. Halka arz piyasalarında döngüsel olarak bu dönemlerin oluşmasında, halka açılan şirketlerin özelliklerinden ziyade halka arz olan şirket sayısı ve bu bağlamda halka arz hacminin temel faktör olduğu ifade edilebilir. Sıcak ve soğuk dönemlerde halka açılan şirketler arasında şirket yaşı, kârlılık ve büyüme potansiyeli gibi şirket özellikleri açısından önemli farklılıkların olmadığı ancak halka arz sayısı ve hacmi noktasında ciddi farklılıklar olduğu bulguları mevcuttur. Düşük fiyatlama, yoğun yatırımcı talebi ve halka arzlara yüksek katılım sıcak dönemlerin diğer belirgin özellikleridir (Helwege & Liang, 2004).

Döngüsel hareketlerin oluşmasında yatırımcı duyarlılığı önemli bir rol oynamaktadır. Davranışsal finans çerçevesinde ele alınan yatırımcı duyarlılığı olgusu varlık fiyatlarının tespit edilmesinde ana risk unsurlarından biri olarak kabul edilir (Shleifer, 2000). Özellikle değerleme süreci daha öznel ve arbitrajı zor olan paylarda yatırımcı duyarlılığının etkileri daha hissedilir olmaktadır (Baker & Wurgler, 2006). Halka arz edilen payların gösterge olarak geçmiş fiyat verilerinin bulunmaması, değerlemesi ve ihraç fiyatının tespitinde sübjektif kriterleri ön plana çıkaracaktır. Ayrıca bu payların ilk işlem günlerinde açığa satış olanaklarının sınırlı olması da arbitrajını zorlaştırmaktadır. Bu doğrultuda halka arz edilen payların fiyat performansı üzerinde yatırımcı duyarlılığının etkili olduğu görüşü, güçlü bir argüman haline dönüşmektedir. Yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu dönemlerde genç, küçük, kârlı olmayan ve kâr payı dağıtmayan, büyüme potansiyeli fazla ancak volatilitesi yüksek ve sorunlu paylar, izleyen dönemlerde nispeten daha az getiri sağlamaktadır. Duyarlılığın düşük olduğu dönemlerde ise tam tersi bir performans ortaya çıkmaktadır. Payların gelecekteki getiri düzeyleri döngüsel hareketlerin başlangıcındaki duyarlılık göstergelerine bağlı olarak şekillenmektedir (Baker & Wurgler, 2006).

Halka arz süreçleri, şirketler tarafından piyasa koşulları ve yatırımcı duyarlılığı dikkate alınarak zamanlanmaktadır (Ritter, 1991). Diğer bir ifadeyle geleneksel finans yaklaşımının aksine uygulamada şirketler halka açılma kararlarında piyasa zamanlamasına önem vermektedirler. Bununla beraber önemli hususlardan biri de ihraç fiyatının belirlenmesinde izlenecek politikadır. Bu noktada özellikle piyasa yapısı ve şartları doğrultusunda ihracı gerçekleştiren aracı kurumlar payları gerçek değerinden daha düşük veya daha yüksek fiyattan ihraç etme yaklaşımlarını uygulayabilir. Sıcak halka arz piyasalarında aşırı iyimser yatırımcı grubunun varlığı sürü davranışı etkisiyle rasyonel olmayan fiyat hareketleri ile anormal getiriler oluşmasına neden olabilmektedir. İrrasyonel davranış sergileyen aşırı iyimser kitle, genel olarak bireysel müşterilerden oluşmakta ve kararlarında piyasa coşkusu ve eğilimleri etkili olmaktadır. Piyasa katılımcıları içinde sayısal olarak çoğunluğu teşkil eden bu kesim halka arz piyasalarında yatırımcı duyarlılığı olgusunu da temsil etmektedir. Çoğunlukla kurumsal müşterilerin oluşturduğu düzenli veya sürekli yatırımcı grubu ise genel olarak rasyonel hareket etmekte ve payların gerçek değerini daha doğru belirleyebilmektedirler. Bu noktada kurumsal müşterilerin halka arza yüksek düzeyde katılımını teşvik etmek için ilgili payların düşük fiyattan ihracı yöntemi izlenebilir. Bu durumun temel sebebi ise özellikle yatırımcı iyimserliğinin çok yüksek olduğu sıcak dönemlerde kurumsal yatırımcıların halka arz sonucu sahip olduğu payları uzun süreli tutmaktan ziyade kısa vadede ciddi düzeyde getiri sağlayarak bireysel yatırımcılara devretme isteğidir. Kurumsal yatırımcılar için halka arz sonrası piyasada yatırımcı duyarlılığının değişmesi ve gerçekleşebilecek anormal fiyat hareketleri sonucunda payların devredilemeyerek elde kalması bir risk unsurudur. Halka arzlarda düşük fiyatlama politikası bu riskin bir karşılığı olarak görülebilmektedir. Sıcak halka arz piyasaları iyimser yatırımcıların yüksek miktarda olduğu dönemleri ifade etmektedir (Ljungqvist vd., 2006).

Payların halka arz fiyatının belirlenmesinde şirketin içsel değeri etkili olmakla birlikte bireysel yatırımcı duyarlılığı da önemli bir unsurdur. Aracı kurumlar ve şirketler, bireysel yatırımcılara göre piyasa hakkında daha fazla bilgiye sahiptir ve doğal olarak halka arz sürecinden daha yüksek bir getiri veya nakit girişi yaratmak ister. Bu bağlamda eğer piyasada aşırı iyimser bir yatırımcı talebi mevcutsa bu durumdan yararlanmak için paylar gerçek değerinin daha üzerinde bir değerden fiyatlanabilir. Sıcak dönemlerde piyasanın halka arzlara bakış açısı ve yatırım coşkusu çok yoğun olduğu için paylar yüksek fiyattan ihraç edilmesine rağmen talep görmekte ve anormal ilk gün getirileri ile karşılaşılmaktadır. Uzun vadede oluşacak negatif getirilere ise payları pahalı fiyattan satın alan bireysel yatırımcılar maruz kalmaktadır. Bu yaklaşımda dikkat edilmesi gereken nokta ise fiyatın yatırımcı duyarlılığını tersine çevirecek ölçüde yüksek belirlenmemesidir (Derrien, 2005). Aslında bu düşünce, düşük fiyatlama yaklaşımı ile çelişmemektedir. Sıcak piyasalarda paylar genellikle iskontolu olarak ihraç edilmekle

birlikte bu düşük fiyatlama piyasadaki yatırımcı iyimserliğinden kaynaklı olarak gerçek değerin üzerinde belirlenmiş fiyat düzeyinden gerçekleştirilmektedir.

Türkiye'de 2023 yılında halka arz edilen şirket sayısı, halka arz hacmi ve halka arzlara katılım düzeyinde gözle görülür bir ivmelenme olmuştur. Daha sonraki dönemlerde ise bu güçlü trendin yavaşlamaya başlandığı gözlemlenmiştir. Türkiye pay piyasasının gösterge endeksi olan Borsa İstanbul 100 endeksi (BİST 100) 2023 yılının ilk yarısında genel olarak yatay bir seyir izlerken sonrasında önemli bir yükseliş hareketi sergileyerek ciddi getiri fırsatları yaratarak pay piyasasına ilginin artmasına sebebiyet vermiştir. Bu durumu Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) verileri de desteklemektedir. 2023 yılı sonu itibariyle bir önceki yıl sonuna göre Türkiye'deki toplam pay senedi yatırımcı sayısı 3.783.487 adetten 7.643.862'ye yükselerek yaklaşık %102'lik bir artış göstermiştir (Tablo 1). Bireysel (gerçek kişi) yatırımcı sayısındaki artış ise %175 düzeyinde olmuştur. MKK tarafından aylık olarak yayınlanan yatırımcı sayısı verilerinin yıllık ortalaması hesaplanıp incelendiğinde de benzer bir durum görülmektedir. 2022 yılı aylık ortalama yatırımcı sayısı 2.698.498 seviyesindeyken 2023 yılında ise 5.784.519 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle ortalama yatırımcı sayısı dikkate alındığında 2023 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %114 düzeyinde bir artış yaşanmıştır. Bireysel yatırımcı sayısını açısından ise %121'lik bir yükseliş görülmektedir. 2025 yılı verileri de dâhil edildiğinde aylık bazda Türkiye'de toplam pay senedi yatırımcı sayısının en yüksek seviyeye ulaştığı dönem 8.555.838 adet ile Ekim 2023'tür.

2024 yılının ilk yarısında ise BİST 100 endeksi önceki yıldan gelen ivmenin etkisiyle genel itibariyle yükseliş hareketine devam etmiş ancak sonrasında bu ivme kaybolarak düşüş hareketlerinin de gözlendiği yatay bir seyir izlemiştir. 2024 yılı sonu itibariyle toplam pay senedi yatırımcı sayısı 6.869.141 olurken bir önceki yıl sonuna göre yaklaşık %10 düzeyinde bir düşüş gözlenmektedir. 2023 yılı aylık ortalama yatırımcı sayısı ise 7.552.901 seviyesi ile bir önceki yıla göre yaklaşık %30 oranında artmıştır. Bireysel yatırımcı sayısı açısından her iki durumda da aynı oransal değişimler yaşanmıştır. Bireysel pay senedi yatırımcı sayısında 2023 yılında yaşanan ciddi orandaki yükselişten hareketle piyasa ile ilgili aşırı iyimser bir bakış açısının olduğu, 2024 yılında ise yatırımcılar nezdinde piyasanın normalleşmeye başladığı ifade edilebilir.

Tablo 1. Türkiye Pay Piyasası Yatırımcı Sayısı İstatistikleri

Tarih	Bireysel Yatırımcı Sayısı	Değişim (%)	Toplam Yatırımcı Sayısı	Değişim (%)
2022	2.772.099		3.783.487	
2023	7.630.937	175	7.643.862	102
2024	6.855.951	-10	6.869.141	-10
2022 (Aylık Ort.)	2.604.302		2.698.498	
2023 (Aylık Ort.)	5.772.249	121	5.784.519	114
2024 (Aylık Ort.)	7.539.731	30	7.552.901	30

Kaynak: MKK verilerinden yazar tarafından derlenmiştir.

Borsa İstanbul'da tamamlanan halka arzlar açısından bir karşılaştırma yapmak gerekirse hem halka arz sayısı hem de arzlara gösterilen talep düzeyi açısından 2023 yılında çok yüksek seviyelere ulaşılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) verilerine göre ilgili yılda halka arz süreci tamamlanan ve payları borsada işlem görmeye başlayan şirket sayısı 56 olurken 2024 yılında ise bu sayı 33 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 2). Bu bilgiler şirketlerin 2023 yılının piyasa şartlarını, halka açılma zamanlaması açısından daha olumlu bulduğu kanaatini desteklemektedir. 2023 yılında bir önceki yıla göre halka arz süreci tamamlanan şirket sayısında yaklaşık %47 oranında yükseliş olurken 2024 yılında ise %40 civarında bir düşüş gerçekleşmiştir. Sıcak halka arz piyasalarının göstergelerinden biri, piyasa iyimserliğinin ve yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin halka açılmayı tercih etmesi sonucunda halka arz sayısı ve hacminde gözlenen ciddi artıştır (Ibbotson & Jaffe, 1975; Baker & Wurgler, 2006).

Tablo 2. Halk Açılan Şirket Sayısı

Yıl	Borsada Payı İşlem Görmeye Başlayan Şirket Sayısı
2022	38
2023	56
2024	33
2025	18

Kaynak: SPK

2023 yılının diğer bir belirgin özelliği ise yatırımcıların halka arz süreçlerine yoğun katılımı ve yatırımcı talebinin yüksekliği olmuştur. KAP bildirimlerinden derlenen bilgiler doğrultusunda 2023 yılı içinde tamamlanan tüm halka arzlarda toplam planlanan tahsisat yaklaşık 3,94 milyar lot düzeyinde olurken yatırımcı talebi ise yaklaşık 38 milyar lot ile bu rakamın 9,6 katı seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılı içinde tamamlanan halka arzlarda ise yaklaşık 2,24 milyar lot pay dağıtımı yapılmıştır. Bu yılda halka arz sayısındaki düşüşe paralel olarak dağıtılan lot miktarının azalması beklenilebilir; ancak asıl dikkat çekici olan yatırımcı talebinin 7,7 milyar lot seviyesinde gerçekleşmiş olmasıdır. Diğer bir ifadeyle dağıtılan miktara göre talep oranı yaklaşık 3,4 kat olmuş ve görece olarak bir önceki yılın ciddi düzeyde gerisinde kalmıştır.

Pay dağıtımı gerçekleştirilen katılımcı sayıları açısından ise 2023 yılı içinde tamamlanan halka arzlarda toplamda yaklaşık 123 milyon katılımcıya dağıtım gerçekleştirilirken 2024 yılında ise katılımcı sayısının %53'lük ciddi bir düşüşle 58 milyon seviyesine gerilemiştir. Halka arz başına ortalama katılımcı sayısı ise yaklaşık 2,2 milyondan 1,8 milyon seviyesine düşmüştür. Ortalama katılımcı sayısındaki bu azalış, toplam başvuru sayısındaki düşüşe göre daha sınırlı kalsa da bu durum marjinal yatırımcıların piyasadan çekildiği ve yatırımcı davranışının coşkulu katılımdan seçici katılıma dönüştüğüne işaret etmektedir. Yatırımcı talep katsayısındaki (9,6 kattan 3,4 kata) keskin düşüş de piyasanın normalleşmeye başladığını teyit eder niteliktedir. Özellikle 2024 yılının ikinci yarısı dikkate alındığında ortalama katılımcı sayısının 765 bin seviyelerine kadar inmesi; yatırımcılar nezdinde 2023 yılı halka arz piyasası hakkındaki aşırı iyimser tutumun 2024 yılının ilk aylarında da kısmen devam ettiğini, ancak sonrasında yatırımcı duyarlılığının ciddi düzeyde azaldığını açıkça ortaya koymaktadır. Katılımcı sayısı ve talep düzeyinin düşmesi bağlamında yatırımcıların halka arzlara ilgisinin ve piyasa ile ilgili aşırı iyimser halinin 2024 yılında azaldığını ifade etmek yanlış olmayacaktır.

Tablo 3. Halk Arzlarda Planlanan Tahsisat, Dağıtım, Katılımcı ve Talep İstatistikleri

İstatistikler	2023	2024
Toplam Tahsisat (Lot)	3.940.630.193	2.247.613.042
Toplam Talep (Lot)	37.935.236.468	7.707.034.588
Talep Karşılama Katsayısı (Kat)	9,6	3,4
Toplam Katılımcı Sayısı	123.881.240	58.472.354
Halka Arz Başına Ortalama Katılımcı Sayısı	2.212.165	1.827.261

Kaynak: KAP bildirimlerinden yazar tarafından derlenmiştir.

Sıcak halka arz piyasalarının belirgin özelliklerinden olan halka açılan şirket sayısının fazlalığı, yoğun talep ve yüksek katılım iştahı gibi istatistikler 2023 yılı için sıcak piyasa hipotezinin hacimsel boyutunu doğrulamakla birlikte yeterli olmamaktadır. Söz konusu hipotezin net bir şekilde doğrulanması için varlık fiyatlarında "ilk gün getirisi" anomalilerinin varlığının da kanıtlanması, diğer bir ifadeyle pay senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başlamasıyla beraber anormal getiri hareketleri ile pozitif bir ayrışmanın gözlenmesi gerekir. Bu doğrultuda, 2023-2024 yıllarındaki talep dinamiklerinin halka arz sonrası ilk gün getirileri üzerine ne şekilde yansıdığının ve anormal getiri düzeylerinin ampirik olarak irdelenmesi, piyasa karakteristiğinin daha net bir şekilde ortaya konulabilmesi için kritik öneme sahiptir.

3. Metodoloji

Çalışmanın temel amacı Türkiye'de 2023 ve 2024 yılı halka arz dönemlerini inceleyerek "Sıcak Halka Arz Piyasası" teorisi kapsamında kısa vadeli fiyat performanslarını karşılaştırmaktır. Türkiye halka arz piyasası 2023 yılında yatırımcı duyarlılığının aşırı iyimser ve piyasa coşkusunun yüksek olduğu bir görünüme sahipken 2024 yılı ise yatırımcı duyarlılığının zayıfladığı ve piyasa coşkusunun yerini daha temkinli bir görünüme bıraktığı bir dönem özelliği sergilemektedir. Bu çerçevede çalışma kapsamında söz konusu yıllarda tamamlanan halka arz süreçlerine odaklanılmıştır. Yatırımcı duyarlılığındaki değişimin dönemler arasında payların kısa vadeli performans farklılıkları ile literatürde düşük fiyatlama anomalisi ile ilişkilendirilen ilk gün getirilerini (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984) açıklayıp açıklamadığı ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu doğrultuda, halka arz edilen payların fiyat hareketleri aracılığıyla piyasa performansını ölçmek ve anormal getirilerin oluşup oluşmadığını tespit etmek amacıyla finans literatüründe yaygın olarak başvurulan Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır.

Pay senedi bölünmelerinin pay fiyatı üzerindeki etkisinin ortaya konulması amacıyla 1933 yılında J.C. Dolley tarafından gerçekleştirilen araştırmanın, olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan ilk çalışma olduğu literatürde kabul görmektedir (Başdaş & Oran, 2014). Sonrasında ilgili yöntemin hem metodolojisi hem de uygulama alanı geliştirilerek çeşitli çalışmalar ortaya konulmuştur. Özellikle Ball & Brown (1968) tarafından firma kazançlarının pay senedi fiyatına etkisi ile Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) tarafından pay senedi bölünmelerinin fiyat üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmalar yönteme ilişkin birtakım önemli değişiklikler ileri sürmüş ve olay çalışması yönteminin günümüzdeki şeklinin oluşmasında öncü olmuştur (MacKinlay, 1997).

Finans literatüründe olay çalışması yöntemi, finansal piyasalara tesir edebilecek nitel veya nicel haber, olay, duyuru vb. gelişmelerin etkisini ölçebilmek amacıyla kullanılan bir metottur. Bu bağlamda finans alanındaki çalışmalarda; sermaye artırımı, şirket birleşme veya satın alımları, siyasal ve ekonomik gelişmeler, çeşitli işletme haber ve duyuruları gibi önemli olay ya da gelişmeler sonucunda, pay sahipleri açısından anormal getirilerin oluşup oluşmadığının belirlenmesi amacıyla olay çalışması yöntemi kullanılmaktadır (Peterson, 1989). Bununla beraber söz konusu metot, etkin piyasalar hipotezinin incelenmesi ve özellikle yarı güçlü formda etkinlik düzeyinin test edilmesinde sıklıkla başvurulan bir yöntemdir. (Ross vd., 2002).

Olay çalışması yöntemi temel olarak, yatırımcıların piyasaya ulaşan yeni bir bilgi veya gerçekleşen bir olaya ne yönde ve hangi boyutta tepki verdiğini tespit etmek amacıyla tercih edilmektedir. Pay senedi fiyatlarında meydana gelen değişimin, genel piyasa endeksinden istatistiksel olarak farklılaşması durumunda anormal getiri meydana gelme olasılığı mevcuttur (Bowman, 1983). Olay çalışması yönteminde genel itibariyle ilgili olayın öncesi ve sonrası incelenirken; ilk halka arz süreçlerinde pay senetleri ikincil piyasada ilk kez işlem görmeye başladığı için yalnızca olay günü ve sonrası dikkate alınır (Ritter, 1991). Bu kapsamda yöntemin temel amacı, belirlenmiş zaman aralığında (olay penceresi) her bir gün için anormal getiri (Abnormal Return-AR) ile kümülatif anormal getirinin (Cumulative Abnormal Return-CAR) hesaplanmasıdır. Anormal getiri, beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark alınarak elde edilirken; kümülatif anormal getiri ise, olay penceresi olarak ifade edilen belirli ve sınırlı sayıdaki günler için günlük anormal getirilerin toplanmasıyla bulunur (Campbell vd., 1997).

Olay çalışması metodolojisinde beklenen getirinin hesaplanması için Sabit Ortalama Getiri Modeli (Constant Mean Return Model), Piyasa Modeli (Market Model) ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) gibi çeşitli istatistiksel modellerden yararlanılabilmektedir (MacKinlay, 1997). Ancak söz konusu geleneksel modeller, pay senedinin geçmiş dönem fiyat verilerini kapsayan bir tahmin penceresi belirlenerek sistematik riskin (β) hesaplanmasını gerektirmektedir. Halka arz süreçlerinin doğası gereği bu modellerin kullanımının sınırlandığı durumlarda, geçmiş veriye ihtiyaç duymayan ve olay çalışmalarında literatürde sıklıkla tercih edilen 'Piyasaya Göre

Düzeltilmiş Getiri Modeli' (Market-Adjusted Return Model) uygulanabilmektedir. Bu model, pay senedinin beklenen getirisinin, ilgili dönemdeki piyasa portföyü (endeks) getirisine eşit olduğu varsayımına dayanan pratik ve güçlü bir yaklaşımdır (Brown & Warner, 1980). Piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeli bağlamında izlenen süreç adımları aşağıdaki gibidir (Çömlekçi vd., 2021; Sakarya, 2011).

Öncelikle halka arz edilen payların borsada işlem görmesi sonrasında gerçekleşen günlük getirileri logaritmik olarak hesaplanmaktadır (Strong, 1992).

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) \quad (1)$$

Eşitlik 1'de R_{it}, i pay senedinin t günündeki logaritmik getirisini; P_{it}, i pay senedinin t günündeki kapanış fiyatını; P_{it-1} ise i pay senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir. Sonraki adım piyasa getirisinin belirlenmesidir. Bu doğrultuda Borsa İstanbul için BİST 100 endeksi gösterge olarak alınmış ve endeksin günlük getirileri logaritmik olarak hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{E_t}{E_{t-1}}\right) \quad (2)$$

Eşitlik 2'de R_{mt}, piyasa endeksinin t günündeki logaritmik getirisini; E_t, endeksin t günündeki kapanış fiyatını; E_{t-1} ise endeksin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir. Bu adımdan sonra analizin gerçekleştirileceği dönem için günlük anormal getiriler Eşitlik 3 (Brown ve Warner, 1980) ile belirlenir.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

AR_{it}, i pay senedinin t günündeki piyasa göre düzeltilmiş anormal getirisini ifade etmektedir. Halka arz edilen her bir pay senedinin belirlenen dönem boyunca günlük anormal getirilerinin hesaplanmasının ardından ortalama anormal getirilerin (AAR) elde edilmesi sürecine geçilir. Bu doğrultuda halka arz piyasanın genel eğilimini belirleyebilmek için çapraz kesit (cross-sectional) toplulaştırma işlemi gerçekleştirilerek incelenen dönemde her gün için AAR değerleri hesaplanır (MacKinlay, 1997).

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{it} \quad (4)$$

AAR_t, t günündeki ortalama anormal getiriyi, N ise analize dâhil edilen (halka arz edilen) şirket sayısını göstermektedir. Son adımda ise halka arz edilen payların ilk işlem günü ve sonrasını kapsayan belirlenen zaman dilimindeki toplam etkiyi tespit edebilmek için kümülatif ortalama anormal getiri (Cumulative Average Abnormal Return) değerleri Eşitlik 5 kullanılarak hesaplanır (MacKinlay, 1997).

$$CAAR_T = \sum_{t=1}^{T} AAR_t \quad (5)$$

Hesaplanan anormal getirilerin parametrik varsayımlardan bağımsızlığını sınamak ve analiz sonuçlarının istatistiksel güvenilirliğini artırmak amacıyla, sağlamlık kontrolü (robustness check) olarak parametrik olmayan İşaret Testi (Sign Test) uygulanmıştır. Olay çalışmalarında sıklıkla tercih edilen bu test, anormal getirilerin yalnızca uç değerlerden kaynaklanıp kaynaklanmadığının kontrolünü sağlarken, tespit edilen fiyatlama anomalilerinin piyasa geneline yayılan ortak bir eğilimi yansıtıp yansıtmadığını sınamaktadır (Cowan, 1992).

Olay çalışması ve işaret testi aracılığıyla ele alınan dönemde gerçekleştirilen anormal getirilerin varlığı ve fiyatlama döngüleri istatistiksel olarak test edilirken, kısa vadede fiyatlama anomalileri ile karşılaşılması durumunda sonraki adımda çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanarak halka arz getirilerinin belirleyicileri incelenmeye çalışılmıştır. Diğer bir ifadeyle, incelenen dönemde sıcak halka arz piyasa döngüsünün

varlığını destekleyen anormal getiri farklılıklarının tespiti halinde ilgili farklılığının hangi dinamiklerden kaynaklandığının belirlenmesi amacıyla regresyon modelinden yararlanılmıştır.

Regresyon modelinde bağımlı değişken olarak araştırma dönemi olan 2023 ve 2024 yıllarında halka arz edilen şirket paylarının ilk işlem günü ile birlikte 21 günlük kümülatif ortalama anormal getirileri kullanılmıştır. Sıcak halka arz piyasası literatürü çerçevesinde açıklayıcı değişkenler belirlenmiştir. Bu bağlamda halka arz olan şirketlerin bilgi asimetrisinden kaynaklı belirsizlik primi ile kurumsallaşma düzeyinin etkisini tespit edebilmek için şirketlerin halka arz büyüklüğü ve şirket yaşı verileri açıklayıcı değişkenler olarak modelde yer almaktadır. Her iki değişken de doğal logaritmaları alınarak modele dâhil edilmiştir (Ritter, 1991). Ayrıca, yatırımcı coşkusunu temsil etmesi amacıyla halka arzlarda tahsis edilen miktara göre talep katsayısı verisinin logaritması ile halka arz edilen şirket paylarının ikincil piyasadaki göreli kıtlığını yansıtan halka açıklık oranı verisi de diğer açıklayıcı değişkenler olarak modelde yer almaktadır (Derrien, 2005). Son olarak, 2023-2024 yıllarındaki halka arzlarda dönemsel bir farklılık veya kırılma olup olmadığının kontrolü için yıl kukla değişkeni modele ilave edilmiştir. Regresyon modeli nihai eşitliği aşağıda yer almaktadır.

$$\mathrm{CAAR}_{20,\mathrm{i}} = \beta_0 + \beta_1(Yıl_i) + \beta_2(lnArzBuyuklugu_i) + \beta_3(lnTalep_i) + \beta_4(HAcıklık_i) + \beta_5(Yas_i) + \epsilon_i \quad (6)$$

Çalışmanın veri setini Borsa İstanbul bünyesinde halka arz süreçleri tamamlanan ve ilk işlem günleri 2023 ve 2024 yılları içinde gerçekleşen pay senetleri (Tablo 4) oluşturmaktadır.

Tablo 4. İlk İşlem Günleri 2023 ve 2024 Yılı İçinde Gerçekleşen Halka Arzlar

Yıl	Halka Arz Edilen Şirketler
2023	Söke Değirmencilik San. ve Tic. A.Ş. (SOKE) - Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri T.A.Ş. (TNZTP) - Astor Enerji A.Ş. (ASTOR) - Maçkolik İnternet Hizmetleri Tic. A.Ş. (MACKO) - Oncosem Onkolojik Sistemler San. ve Tic. A.Ş. (ONCSM) - SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. (SDTTR) - Bülbüloğlu Vinç San. ve Tic. A.Ş. (BVSAN) - Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İth. İhr. Tic. ve San. A.Ş. (GOKNR) - Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (AKFYE) - Eksun Gıda Tarım San. ve Tic. A.Ş. (EKSUN) - Koza Polyester San. ve Tic. A.Ş. (KOPOL) - Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri San. Tic. A.Ş. (EUPWR) - Cvk Maden İşletmeleri San. ve Tic. A.Ş. (CVKMD) - GraınTurk Tarım A.Ş. (GRTRK) - Cw Enerji Mühendislik Tic. ve San. A.Ş. (CWENE) - Büyük Şefler Gıda Tur. Teks. Danış. Org. Eğitim San. ve Tic. A.Ş. (BIGCH) - Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. (KAYSE) - Bien Yapı Ürünleri San. Tur. ve Tic. A.Ş. (BIENY) - Katılımevim Tasarruf Finansman A.Ş. (KTLEV) - Pasifik Eurasia Lojistik Dış Tic. A.Ş. (PASEU) - Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma San. A.Ş. (FORTE) - A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (A1CAP) - Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik San. A.Ş. (KLSER) - Atakey Patates Gıda San. ve Tic. A.Ş. (ATAKP) - Fuzul GYO A.Ş. (FZLGY) - Asce GYO A.Ş. (ASGYO) - İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (IZENR) - Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. (TATEN) - Ofis Yem Gıda San. Tic. A.Ş. (OFSYM) - Enerya Enerji A.Ş. (ENERY) - Baydöner Restoranları A.Ş. (BYDNR) - Kuzugrup GYO A.Ş. (KZGYO) - Ebebek Mağazacılık A.Ş. (EBEBK) - Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat San. A.Ş. (GIPTA) - Tarkim Bitki Koruma San. ve Tic. A.Ş. (TARKM) - Adra GYO A.Ş. (ADGYO) - Reeder Teknoloji San. ve Tic. A.Ş. (REEDR) – Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat San. ve Tic. A.Ş. (HATSN) - Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda Top. Per. İhr. A.Ş. (DMRGD) - Meka Beton Santralleri İmalat San. ve Tic. AS (MEKAG) - Dofer Yapı Malzemeleri San. ve Tic. A.Ş. (DOFER) - Borlease Otomotiv A.Ş. (BORLS) - Mhr GYO A.Ş. (MHRGY) - Tab Gıda San. ve Tic. A.Ş. (TABGD) - Vera Konsept GYO A.Ş. (VRGYO) - Agrotech Yüksek Teknoloji ve Yatırım A.Ş. (AGROT) - Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. (EKOS) - 1000 Yatırımlar Holding A.Ş. (BINHO) - Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (SKYMD) - Çates Elektrik Üretim A.Ş. (CATES) - Batı Ege GYO A.Ş. (BEGYO) - Mega Metal San. ve Tic. A.Ş. (MEGMT) - Sur Tatil Evleri GYO A.Ş. (SURGY) - Kuzey Boru A.Ş. (KBORU) - Avrupakent GYO A.Ş. (AVPGY) - Tureks Turunç Madencilik İç ve Dış Tic. A.Ş. (MARBL)
2024	Pasifik Teknoloji (PATEK) - Bor Şeker A.Ş. (BORSK) - Limak Doğu Anadolu Çimento San. ve Tic. A.Ş. (LMKDC) - Alves Kablo San. ve Tic. A.Ş. (ALVES) - Oba Makarnacılık San. ve Tic. A.Ş. (OBAMS) - Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. (MOGAN) - Artemis Halı A.Ş. (ARTMS) - Odine Solutions Teknoloji Tic. ve San. A.Ş. (ODINE) - Ic Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. (ENTRA) - Rönesans Gayrimenkul Yat. A.Ş. (RGYAS) - Koton Mağazacılık Teks. San. ve Tic. A.Ş. (KOTON) - Lila Kağıt San. ve Tic. A.Ş. (LILAK) - Koç Metalurji A.Ş. (KOCMT) - Altınkılıç Gıda ve Süt San. Tic. A.Ş. (ALKLC) - Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Tic. A.Ş. (HOROZ) - Yiğit Akü Malzemeleri Nakliyat Tur. İnş. San. ve Tic. A.Ş. (YIGIT) - Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. (ONRYT) - Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş. (HRKET) - Özyaşar Tel ve Galvanizleme San. A.Ş. (OZYSR) - Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş. (SEGMN) - Efor Çay San. Tic. A.Ş. (EFORC) - Dct Trading Dış Ticaret A.Ş. (DCTTR) - Gündoğdu Gıda Süt Ürünleri San. ve Dış Tic. A.Ş. (GUNDG) - Kıraç Galvaniz Telekominikasyon Metal Mak. İnş. Elektrik San. ve Tic. A.Ş. (TCKRC) - Bahadır Kimya San. ve Tic. A.Ş. (BAHKM) - Ahes GYO A.Ş. (AHSGY) - Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. (ALTNY) - Özata Denizcilik San. ve Tic. A.Ş. (OZATD) - Sümer Varlık Yönetim A.Ş. (SMRVA) - Çağdaş Cam San. ve Tic. A.Ş. (CGCAM) - Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş (BINBN) - Cem Zeytin A.Ş. (CEMZY) - Durukan Şekerleme San. ve Tic. A.Ş. (DURKN)

Olay çalışması kapsamında 2023 yılı için 56, 2024 yılı için ise 33 halka arz incelenmiştir (Tablo 4). Çalışma döneminde bazı halka arz süreçlerinde talep toplama

tarihi yılın son günlerine denk gelmekle birlikte sürecin tamamlanıp ilgili payların borsada işlem görmesi ve ilk gün getirileri sonraki yılın ilk günlerinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda 2022 yılının son günlerinde halka arz edilen iki şirketin borsadaki ilk işlem günleri 2023 yılı olduğu için bu iki halka arz analize dâhil edilmiştir. Benzer şekilde 2024 yılının sonunda talep toplama süreci başlayan bir şirket ise 2025 yılı başında borsa ilk kez işlem görmeye başladığı için analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Bununla beraber herhangi bir sektör ayrımına gidilmeden, ele alınan çalışma dönemi içinde halka arz süreçleri tamamlanıp borsada işlem görmeye başlayan tüm paylar piyasanın genel durumunu gözlemleyebilmek açısından analiz sürecine katılmıştır. Olay çalışması kapsamında piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeli 2023 ve 2024 yılı halka arzları için ayrı ayrı uygulanırken payların ilk işlem günleri de dâhil olmak üzere 21 günlük getiri performansları incelenmiştir. BİST 100 endeksi anormal getiri düzeylerinin tespit edilmesinde gösterge endeks olarak kullanılmıştır.

Tablo 5. 2023 Halka Arzları Ortalama Anormal Getiri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Günler (n)	AAR	t istatistiği (AAR)	CAAR	t istatistiği (CAAR)	Z-istatistiği (İşaret Testi)
0	0,0883	22,8757*	0,0883	22,8757*	7,2161*
1	0,0801	9,4724*	0,1684	16,1263*	6,4143*
2	0,0771	10,0460*	0,2455	15,4224*	5,6125*
3	0,0729	8,5357*	0,3183	14,3185*	5,6125*
4	0,0449	3,8804*	0,3633	12,3771*	2,9399*
5	0,0438	3,8603*	0,4071	11,5168*	3,2071*
6	0,0310	2,9479*	0,4380	11,1362*	2,6726*
7	0,0241	2,3978**	0,4621	10,2349*	1,6036
8	0,0266	2,9383*	0,4888	9,8135*	1,8708***
9	0,0081	0,8139	0,4969	9,2870*	0,2673
10	0,0087	0,9069	0,5056	8,8684*	1,0690
11	0,0096	1,0563	0,5153	8,5684*	0,0000
12	0,0034	0,4206	0,5186	8,3882*	0,5345
13	0,0002	0,0194	0,5188	8,2030*	-1,6036
14	0,0053	0,6336	0,5241	8,3340*	-0,5345
15	0,0031	0,3295	0,5272	8,3972*	-0,2673
16	0,0055	0,6728	0,5327	8,4552*	-0,2673
17	0,0028	0,3667	0,5356	8,3592*	0,0000
18	0,0066	0,8120	0,5422	8,2536*	-0,5345
19	0,0100	1,1988	0,5521	8,4160*	0,2673
20	-0,0002	-0,0218	0,5520	8,6859*	0,0000

Not: *, ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılığı göstermektedir.

2023 yılı bulguları genel olarak değerlendirildiğinde (Tablo 5) halka arz piyasasında "Düşük Fiyatlama" ve "Sıcak Halka Arz Piyasası" olgularının güçlü bir şekilde var olduğu destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Halka arz süreci tamamlanan şirketlerin borsadaki ilk işlem günlerinde gözlemlenen %8,83 oranındaki ortalama anormal getiri (AAR_0=0,0883; p<0,01), düzeyi, payların halka arz fiyatlarının iskontolu olarak belirlendiği ya da yatırımcılar nezdinde ilgili payların düşük fiyatla piyasaya arz edildiği algısının varlığını destekler niteliktedir.

2023 yılı halka arzlarında ilk işlem gününden itibaren 8.gün sonuna kadar pozitif yönlü anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde devam etmektedir. Elde edilen bulguyu teyit etmek ve bu bağlamda sağlamlık kontrolünü gerçekleştirmek amacıyla uygulanan İşaret Testi (Z-istatistiği) sonuçları da bu tabloyu desteklemektedir. Diğer bir ifadeyle ilk işlem gününden itibaren 8.gün sonuna kadar (7. işlem günü hariç) istatistiksel olarak anlamlı çıkan Z değerleri; aşırı getirilerin yalnızca birkaç büyük halka arzdan kaynaklanmasından ziyade, piyasanın geneline yayılan ortak bir fiyatlama

eğiliminin yansıması olduğunu teyit etmektedir. Bununla beraber yatırımcıların 20. işlem günü sonunda %55,20 düzeyinde kümülatif ortalama anormal getiri elde ediyor olması piyasadaki aşırı iyimserliğin bir yansıması olmakla birlikte geleneksel finans teorilerinin aksine rasyonel olmayan bir fiyat hareketinin varlığına da işaret etmektedir.

Tablo 6. 2024 Halka Arzları Ortalama Anormal Getiri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Günler (n)	AAR	t istatistiği (AAR)	CAAR	t istatistiği (CAAR)	Z-istatistiği (İşaret Testi)
0	0,0734	7,9785*	0,0734	8,9349*	5,0483*
1	0,0548	3,8223*	0,1282	7,1660*	3,3075*
2	0,0580	4,5965*	0,1862	6,5705*	3,3075*
3	0,0246	1,5688	0,2108	5,9207*	1,5667
4	0,0371	2,7034**	0,2478	5,7095*	2,2630**
5	0,0035	0,2317	0,2514	5,0866*	0,5222
6	0,0032	0,2153	0,2546	4,5167*	-0,8704
7	-0,0023	-0,1717	0,2523	4,0961*	-0,5222
8	0,0198	1,7646	0,2721	4,1093*	1,2185
9	0,0111	0,8903	0,2831	4,1345*	-0,1741
10	0,0123	0,9571	0,2954	4,2817*	0,5222
11	-0,0111	-0,8804	0,2843	3,9703*	-1,5667
12	-0,0067	-0,6490	0,2776	3,7851*	-1,5667
13	-0,0033	-0,3117	0,2742	3,6294*	-0,8704
14	-0,0080	-0,7667	0,2662	3,3580*	-1,9149
15	-0,0123	-1,4896	0,2540	3,2243*	-1,9149
16	-0,0046	-0,5246	0,2494	3,1839*	-0,5222
17	0,0007	0,0766	0,2501	3,1889*	-0,1741
18	0,0105	1,4053	0,2606	3,2959*	-0,1741
19	-0,0102	-0,9991	0,2504	3,0823*	-1,9149
20	-0,0054	-0,6384	0,2450	3,0519*	-0,5222

Not: *, ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılığı göstermektedir.

2024 yılı bulguları incelendiğinde ise (Tablo 6), halka arz süreci tamamlanan şirketlerin borsadaki ilk işlem günlerinde ortalama anormal getiri düzeyi %7,34 (AAR_0=0,0734; p<0,01) düzeyindedir. Bununla birlikte 2024 yılı halka arzlarında ilk işlem gününden itibaren 2.güne kadar pozitif yönlü anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde devam etmekte, sonrasında ise fiyatlar piyasa dengesine göre hareket etmeye başlamaktadır. Her ne kadar 4. gün sonunda %5 anlamlılık düzeyinde (p=0,0117) geçici bir anlamlı getiri gözlemlense de, bu anlamlı hareketin 5. gün ve sonrasında devam etmemesi, söz konusu sıçramanın kalıcı bir piyasa eğilimini yansıtmadığını göstermektedir. 2. işlem gününden sonra istatistiksel anlamlılığını yitiren Z değerleri de bu bulguyu destekler niteliktedir. 20. işlem günü sonunda elde edilen kümülatif anormal getiri ise 2023 yılına kıyasla ciddi bir düşüş sergileyerek %24,50 olarak gerçekleşmiştir. Elde edilen bulgular doğrultusunda 2024 yılında da yatırımcılar açısından halka arzlarda düşük fiyatlama algısının devam ettiği ancak piyasa coşkusunun çok kısa sürede kaybolduğu ve bu bağlamda yatırımcı duyarlılığı zayıfladığı ifade edilebilir.

Araştırma dönemi çerçevesinde ulaşılan bulgular karşılaştırıldığında, 2023 yılında halka arz süreci tamamlanan payların ilk işlem gününden 8.gün sonuna kadar istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ortalama anormal getirilerin devam ettiği görülmektedir. Bu süreçte gerçekleşen kümülatif ortalama anormal getiri düzeyi ise %48,88'dir. 2024 yılında halka arz edilen paylarda ise sadece 2.gün sonuna kadar anlamlı ve pozitif ortalama anormal getiriler tespit edilirken bu süreçte kümülatif ortalama anormal getiri oranı ise %18,62 olarak gerçekleşmiştir. Benzer bir bulgu 20 günlük dönem içinde geçerlidir. 2023 yılında 20.gün sonunda gerçekleşen kümülatif ortalama anormal getiri seviyesi %55,20 olurken 2024 yılında ise %24,50 ile belirgin bir oranda azalmıştır. 2024 yılına görece 2023

yılı halka arzlarında hem günlük hem de ele alınan dönem bazında yatırımcılar kısa vadede çok daha yüksek getiriler elde ederken piyasa endeksine göre de daha fazla anormal getiriler sağlamıştır. Her iki yıla ait parametrik bulguların uç değerlerden bağımsızlığını sınayan İşaret Testi analizleri; 2023 yılındaki geniş katılımlı fiyatlama eğiliminin 2024 yılında oldukça daraldığını göstermekte ve ulaşılan temel ampirik bulguların geçerliliğini desteklemektedir.

Tablo 7. Kısa Vadeli Kümülatif Anormal Getirilerin Belirleyicilerine İlişkin Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t istatistiği	Olasılık Değeri (p)
Kesişim	4,5331	1,3795	3,2860	0,0015
Yıl (Kukla D.)	-0,1653	0,1061	-1,5577	0,1231
Halka Arz Büyüklüğü (Ln)	-0,1945	0,0628	-3,0965*	0,0027*
Talep Katsayısı (Ln)	0,1045	0,0571	1,8301***	0,0708***
Halka Açıklık Oranı	0,1503	0,4743	0,3168	0,7522
Şirket Yaşı (Ln)	-0,0542	0,0614	-0,8828	0,3799
Gözlem Sayısı (N)	89			
R^2	0,2510			
Düzeltilmiş R^2	0,2059			
F-İstatistiği	5,5627			
Model Anlamlılığı (Prob > F)	0,0002*			

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılığı göstermektedir.

Regresyon modeli sonuçları, halka arz büyüklüğü değişkeninin kısa vadeli anormal getiriler üzerinde belirleyici ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir (t=-3,0965; p=0,0027). Etki yönünün negatif olması, halka arz büyüklüğü düştükçe kümülatif anormal getirilerin diğer bir ifadeyle fiyatlama anomalisinin yükseldiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte modelde yatırımcı coşkusunu temsil eden talep katsayı değişkeninin de kümülatif anormal getiriler üzerinde pozitif yönlü ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir (t=1,8301; p=0,0708<0,10). Bu bulgu, incelenen dönemde şirketlerin halka arz için tahsis ettikleri pay miktarına gelen talep düzeyi yükseldikçe yatırımcıların kısa vadede anormal getiri seviyelerinin arttığını göstermektedir.

Şirket yaşı (p=0,3799) ve halka açıklık oranı (p=0,7522) değişkenlerinin ise kurulan model çerçevesinde kümülatif anormal getiriler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Bu doğrultuda halka arz olan şirketin yeni kurulmuş veya uzun yıllardır faaliyetleri devam eden bir kurum olmasının kısa vadede getiri performansı açısından farklılık yaratmadığı ifade edilebilir. Aynı şekilde şirketlerin halka arz sürecindeki halka açıklık oranlarının da getiri performansı açısından belirleyici bir rol oynamadığı ve farklılık yaratmadığı söylenebilir. Son olarak 2023 ve 2024 yılları halka arzları arasında dönemsel farklılığı incelemek amacıyla modele dâhil edilen yıl kukla değişkeni katsayısı negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır (p=0,1231). Bu durum modeldeki tüm değişkenlerin sabit olduğu göz önünde bulundurulduğunda sadece halka arz süreci tamamlanıp 2024 yılında ikincil piyasada işlem görmeye başlayan payların kümülatif getirileri üzerinde tek başına anlamlı bir farka sebebiyet vermediğini göstermektedir. Kurulan regresyon modelinin bir bütün olarak %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu (F=5,5627; p<0,01) görülmekte olup; halka arz sonrası oluşan kısa vadeli kümülatif anormal getirilerdeki değişimin yaklaşık %25'ini (R-kare=0,2510) açıklama gücüne sahip olduğu saptanmıştır.

4. Sonuç

Borsa İstanbul'da ilk işlem günleri 2023 ve 2024 yılları içinde gerçekleşen halka arzların incelendiği bu çalışmada, payların kısa vadeli getiri performansları olay çalışması metodoloji aracılığıyla analiz edilerek "Sıcak Halka Arz Piyasası" teorisi kapsamında iki

dönem karşılaştırılmaktadır. Güçlü ve pozitif yönlü genel piyasa performansı, halka arz olan şirket sayısı ile halka arz hacminin görece yüksekliği, halka arzlara yoğun katılım ve yüksek talep düzeyi ile anormal ilk gün getirileri sıcak halka arz piyasalarının başlıca göstergeleridir. Türkiye'de özellikle 2023 yılında, halka açılan ve halka açılma başvurusunda bulunan şirket sayısında ciddi artış ile birlikte halka arz büyüklükleri ve buna bağlı olarak halka arz hacminde önemli düzeyde yükseliş yaşanırken yatırımcıların da halka arzlara gösterdiği katılım ve talep düzeyi rekor seviyelere ulaşmıştır.

Türkiye'de bir önceki yıla göre yaklaşık %47'lik artışla 56 şirketin halka açıldığı 2023 yılı en fazla halka arzın gerçekleştiği dönem olmuştur. 2024 yılında ise bu sayı yaklaşık %40 oranında azalmıştır. Halka arz sayısı ile doğru orantılı olarak halka arz hacminde de iki yıl arasında önemli bir farklılık vardır. 2023 yılı halka arzlarının toplam büyüklüğü yaklaşık 80 milyar TL düzeyindeyken 2024 yılında 56 milyar TL civarında gerçekleşmiştir. Burada Türkiye'deki enflasyonist piyasa koşullarının etkisini de dikkate almak gerekir. Bu nedenle halka arz büyüklüğünden ziyade ilgili yıllarda halka arzlara olan talebi incelemek yatırımcı duyarlılığı açısından daha sağlıklı değerlendirme imkânı vermektedir. 2023 yılı halka arzlarında dağıtılması planlanan toplam pay adedine oranla 9,6 kat yatırımcı talebi gerçekleşmiştir. Ayrıca ilgili yılda halka arz edilen payların tamamı yaklaşık 123 milyon katılımcıya dağıtılarak en yüksek katılımcı sayısına ulaşılmıştır. 2024 yılı halka arz piyasasında ise dağıtılan paylara göre yaklaşık 3,4 kat talep gözlenirken, dağıtım yapılan katılımcı sayısının da yaklaşık %53 oranında azaldığı görülmektedir. Bu bağlamda 2023 yılı gerek halka arz sayısı gerek halka arz hacmi gerekse de katılımcı sayısı açısından görece çok daha yoğun ve güçlü bir dönemi yansıtmaktadır.

İlk gün getirilerinin belirlenmesi amacıyla uygulanan analiz sonucu elde edilen bulgular değerlendirildiğinde ise hem 2023 hem de 2024 yıllarında halka arz sonrası ilk işlem günlerinde istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü pozitif anormal getiriler oluştuğu tespit edilmiştir. Bu sonuç "düşük fiyatlama" anomalisinin halka arz piyasaları bağlamında Türkiye sermaye piyasasında var olduğuna işaret etmektedir. Çalışmanın bulguları, şirket yönetimleri, ihraççı firmalar ve yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisi nedeniyle halka arz sürecinde payların düşük fiyatlandırıldığına dayalı teorileri destekler niteliktedir (Baron, 1982; Beatty & Ritter, 1986; Benveniste & Spindt, 1989).

Anormal getirilerin varlığı açısından 2023 ve 2024 yılı incelendiğinde yatırımcı davranışı ve duyarlılığı noktasında iki dönem arasında ciddi bir değişimin yaşandığı gözlenmektedir. Halka arz süreci tamamlanıp 2023 yılı içinde borsada işlem görmeye başlayan pay yatırımcıları ilk işlem gününden başlayarak 8. işlem günü sonuna kadar kesintisiz şekilde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü ortalama anormal getiriler (AAR) elde ederken ilgili dönemde kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) seviyesi %55,20 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca söz konusu yılda 20.işlem günü sonu itibariyle gerçekleşen kümülatif ortalama anormal getiri düzeyi ise %48,88 olmuştur. 2023 yılında dikkat çeken aşırı iyimserlik durumu sonraki yılda yerini iyimserliğin zayıfladığı daha rasyonel ve temkinli bir yatırımcı davranışına bırakmıştır. Halka arz süreci sonrası 2024 yılı içinde borsada işlem görmeye başlayan paylarda anormal getiri momentumu sadece 2. işlem günü sonuna kadar sürerken ilgili zaman diliminde kümülatif ortalama anormal getiri %18,62 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla beraber 20.işlem günü sonu itibarıyla elde edilen kümülatif ortalama anormal getiri düzeyi (%24,50) bir önceki yıla kıyasla %50'nin üzerinde bir düşüş sergilemiştir.

Türkiye 2023 ve 2024 yılı halka arz piyasalarında gözlemlenen yüksek halka arz sayısı, rekor seviyedeki yatırımcı talebi ve katılımı ile ilk gün getirilerinde tespit edilen ciddi oranlardaki anormal getirilerin, klasik rasyonel finans teorilerinin piyasa etkinliği varsayımlarıyla açıklanabilmesi oldukça güçtür. Piyasada oluşan bu yoğun talep ve sıcak piyasa döngüsünün, 'yatırımcı duyarlılığı' ve 'sürü davranışı' gibi davranışsal finans dinamiklerinin etkisinde şekillenmiş olduğu vurgusu daha ihtimal dâhilindedir. 2023 yılı halka arzlarının büyük bir çoğunluğunun ilk işlem günlerinde karşılaşılan görece daha uzun süreli pozitif anormal getiri ve güçlü kümülatif getiri eğilimi ile söz konusu

farklılıklar da dikkate alındığında gözlemlenen piyasa koşulları, Ibbotson & Jaffe (1975) tarafından temelleri atılan ve Ritter (1984) tarafından geliştirilen "sıcak halka arz piyasası (hot issue market)" döngüsünün varlığına işaret etmektedir. 2023 yılı halka arz piyasası, ilgili göstergelerin zirve seviyelere ulaştığı, halka açılan şirketlerin mali tablolarına dayalı temel finansal verileri ile içsel değerlerinin halka arzlara katılım noktasında yatırımcılar nezdinde etkili bir faktör olmaktan çıktığı, borsada ilk kez işlem görmeye başlayan payların şirket ayrımı yapılmadan özellikle ilk gün getirilerin piyasa endeksine göre çok daha yüksek getiriler sağlayacağı inancının güçlü olduğu sıcak bir dönemi yansıtmaktadır. 2024 yılı ise ortalama kümülatif getirilerin ciddi oranda düştüğü ve pay fiyatlarının da çok daha kısa sürede dengeye geldiği bir önceki yıldan gelen ivmelenmenin zayıflayarak güçlü etkisinin soğumaya başladığı bir dönem özelliği göstermektedir.

Ele alınan iki dönem arasındaki bu ayrışmanın kaynağı olarak "yatırımcı duyarlılığı" olgusuna vurgu yapılabilir. Kurumsal yatırımcılardan ziyade bireysel yatırımcıların halka arz piyasasını şekillendirdiği, sürü davranışı ile yatırımcı sayısının ciddi düzeyde arttığı, aşırı iyimserlik davranışı ile pay fiyatlarının anormal hareketler sergilediği ve rasyonel fiyat oluşumunun baskılandığı 2023 yılı, yatırımcı duyarlılığının yüksek olduğu düşüncesini pekiştirmektedir. Bu çıkarımlar, regresyon bulgularıyla da ampirik olarak desteklenmektedir. Bu bağlamda aşırı iyimserliği temsil eden yatırımcı talep düzeyinin kümülatif anormal getiriler üzerindeki pozitif yönlü ve anlamlı etkisi, halka arzlarda pay fiyatlamaların rasyonel temellere göre hesaplanmadığını doğrulamaktadır. Buna ek olarak, bilgi asimetrisinin temel göstergelerinden olan halka arz büyüklüğünün getiriler üzerindeki anlamlı negatif etkisi; arz hacmi küçüldükçe belirsizlik priminin ve fiyatlama anomalisinin şiddetlendiğini göstermektedir. Öte yandan, şirket yaşı ve halka açıklık oranının istatistiksel olarak anlamsız bulunması, piyasadaki bireysel yatırımcı kitlesinin şirketlerin kurumsal geçmişini rasyonel bir filtreden geçirmediğine, doğrudan işlemin spekülatif olarak yüksek getiri potansiyeline odaklandığına işaret etmektedir.

2024 yılı ile birlikte yatırımcı sayısının yavaş yavaş düşmeye başladığı ve aşırı iyimserlik halinin kaybolduğu bir döneme girilmiştir. Bu bağlamda Türkiye özelinde halka arz edilen payların performansının yatırımcı duyarlılığı ile ciddi bir etkileşim içinde olduğu görüşü, literatürle de (Baker & Wurgler, 2006; Derrien, 2005) uyumlu bir duruş sergilemektedir. 2023 ve 2024 yılları arasındaki ayrışmayı kontrol etmek amacıyla regresyon modeline dâhil edilen yıl kukla değişkeninin istatistiksel olarak anlamsız bulunması ise, aradaki ciddi getiri farkının salt olarak bir dönem değişiminden değil; doğrudan yatırımcı iştahındaki bu sönümlenmeden kaynaklandığı düşüncesini ekonometrik olarak desteklemektedir.

2024 yılında piyasadaki aşırı iyimserliğin zayıflayarak yatırımcı davranışının daha rasyonel bir zemine oturmasında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın faiz politikasının da etkili olduğu ifade edilebilir. 2023 yılının Haziran ayına kadar uygulanan politika faizi genel itibariyle %8,50 seviyelerindeyken sonrasında kademeli olarak arttırılmaya başlanmıştır. 2024 yılının büyük çoğunluğunda ise politika faizi %50,00 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda görece 2023 yılındaki düşük faiz getirisi, yatırımcıların spekülatif amaçlı olarak borsaya ve halka arzlara yönelmesini kolaylaştırmıştır. Halka arz edilen payların ciddi getiriler sunmasıyla beraber pay piyasası yatırımcı sayısı ve halka arzlara talep miktarı güçlü bir şekilde artarak 2023 yılının sıcak bir piyasa özelliğine bürünmesine yardımcı olmuştur. 2024 yılı boyunca uygulanan faiz politikasının yatırımcılara risksiz ve çok yüksek getiri alternatifi yaratmasının etkisiyle piyasa iyimserliği kısa sürede ivme kaybetmeye başlamış ve daha dengeli fiyat hareketleri görülmeye başlanmıştır. İlgili dönemde gözlemlenen temel ekonomik göstergelerdeki olumsuz gelişmeler de piyasanın bu değişiminde önemli rol oynamıştır. Bunun sonucunda halka arz edilen payların piyasa performansları, temel analiz kuralları ve piyasa etkinliği teorisiyle (Fama, 1970) uyumlu bir fiyatlama göstermeye başlamıştır. Bu çalışmanın ampirik kapsamı olay çalışması ekseninde fiyatlama anomalilerine odaklandığından, faiz oranları gibi makroekonomik

göstergelerin yatırımcı duyarlılığı üzerindeki doğrudan etkilerinin zaman serisi veya panel veri analizleriyle ekonometrik olarak test edildiği çalışmalar, geleceğe dönük önemli bir araştırma alanı sunmaktadır.

Sermaye piyasalarında pay fiyatları üzerinde yalnızca şirket dinamikleri, ekonomik koşullar, para politikası, makroekonomik gelişmeler gibi temel değişkenler değil rasyonel olmayan yatırımcı davranışları da ciddi ölçüde etkili olmaktadır. Bu doğrultuda çalışma bulguları, Türkiye'de özellikle 2023 yılı halka arz piyasasında yatırımcı duyarlılığının piyasayı şekillendirmede çok önemli bir rol oynağına ve anormal getiri hareketlerinin oluşmasına sebebiyet verdiğine işaret etmektedir. Sonuç olarak hem yatırımcıların hem de piyasa düzenleyicilerin daha sağlıklı fiyat keşfi ve daha istikrarlı bir piyasa oluşumu açısından yatırımcı kitlesinin davranışsal özelliklerini ve aşırı iyimserliği dikkate almaları önem arz etmektedir. Elde edilen bulgular halka arz edilen payların fiyatlama dinamikleri ile kısa vadeli fiyat hareketlerini anlama noktasında yatırımcı duyarlılığının kritik etkisini vurgularken özellikle gelişmekte olan piyasalarda yatırımcı duyarlılığına dönük gelecekteki çalışmalara katkı sağlayacaktır.

Kaynakça

Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, *22*(1), 42–53

Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, *23*(2), 303-323.,

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, *61*, 1645-1680. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x

Baron, D. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, *37*, 955-976. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb03591.x.

Başdaş, U., & Oran, A. (2014). Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, *14*(3), 167-188.

Beatty, R., & Ritter, J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, *15*, 213-232. https://doi.org/10.1016/0304-405x(86)90055-3.

Benveniste, L., & Spindt, P. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, *24*, 343-361. https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90051-2.

Borsa İstanbul (t.y.). Halka arz ve Borsa İstanbul'da işlem görme tanıtım broşürü, https://borsaistanbul.com/files/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-tanitim-brosuru.pdf

Bowman, R. G. (1983). Understanding and conducting event studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, *10*(4), 561-584. https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1983.tb00453.x

Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University Press.

Cowan, A. R. (1992). Nonparametric event study tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *2*, 343-358. https://doi.org/10.1007/BF00939016

Çömlekçi, İ., Özer, N., & Coşkun, B. (2021). İlk halka arzlarda hisse senetlerinin performanslarının olay analizi ile incelenmesi. *Alanya Akademik Bakış*, *5*(3), 1375-1392. DOI: 10.29023/alanyaakademik.869124

Derrien, F. (2005). IPO pricing in "hot" market conditions: Who leaves money on the table?. *The Journal of Finance*, *60*, 487-521. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x

Helwege, J., & Liang, N. (2004). Initial public offerings in hot and cold markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *39*(3), 541–569. doi:10.1017/S0022109000004026

Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, *2*, 235-272. https://doi.org/10.1016/0304-405x(75)90015-x.

Ibbotson, R. G., & Jaffe, J. F. (1975). "Hot issue" markets. *The Journal of Finance*, *30*, 1027-1042. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x

Ibbotson, R. G, & Ritter, J. (1995). Chapter 30 Initial public offerings. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, *9*, 993-1016. https://doi.org/10.1016/s0927-0507(05)80074-x.

Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L., & Ritter, J. R. (1994). The market's problems with the pricing of initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, *7*, 66-74. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00395.x

İMKB (2003). *Sermaye piyasası ve borsa temel bilgiler kılavuzu*. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları; İstanbul.

Jewartowski, T., & Lizińska, J. (2012). Short- and long-term performance of polish IPOs. *Emerging Markets Finance and Trade*, *48*(2), 59–75. https://doi.org/10.2753/REE1540-496X480204

Ljungqvist, A. (2004). *IPO underpricing: A survey. handbook in corporate finance*. New York University Department of Finance.

Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667–1702. https://doi.org/10.1086/503644

Miller, R. E., & Reilly, F. K. (1987). An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings. *Financial Management*, *16*(2), 33–38. https://doi.org/10.2307/3666001

Muscarella, C., & Vetsuypens, M. (1989). The underpricing of "second" initial public offerings. *Journal of Financial Research*, *12*, 183-192. https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1989.tb00512.x.

Ou, C., & Haynes, G. W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms: Findings from the national survey of small business finances. *Small Business Economics*, *27*(2/3), 157–168. https://doi.org/10.1007/s11187-006-0009-8

Peterson, P.P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, *28*(3), 36-66.

Ritter, J. R. (1984). The "hot ıssue" market of 1980. *The Journal of Business*, *57*(2), 215–240. http://www.jstor.org/stable/2352736

Ritter, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, *46*, 3-27. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x.

Ritter, J., & 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*, 187-212. https://doi.org/10.1016/0304-405x(86)90054-1

Ross, S. A., Westerfield R. W., & Jaffe J. (2002). *Corporate Finance* (Sixth Edition). The McGraw-Hill Companies, Inc, USA.

Sakarya, Ş. (2011). BİST kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 7*(13), 106-162.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. Oxford University Press. https://doi.org/10.1093/0198292279.001.0001

Yadav, N., Dasgupta, H., & Moray, R. (2018). Short term performance analysis of IPOs in India. *Asian Journal of Empirical Research*, *8*(11), 392-403. https://doi.org/10.18488/journal.1007/2018.8.11/1007.11.392.403.

https://spk.gov.tr/ihrac-verileri/halk-acilan-sirket-sayisi

Abnormal Returns in the Context of Investor Sentiment: Testing the Hot Issue Market Cycle in Borsa Istanbul

Uğur Uzun

Extented Abstract

Traditional finance is based on the assumption that market participants act rationally and that markets are efficient. It argues that share prices reflect all available information (Fama, 1970) and that future performance is systematically unpredictable (Fama, 1965). It is not possible for investors to systematically earn abnormal returns using publicly available information (Jensen, 1978). It is generally accepted that shares acquired through initial public offerings (IPOs) provide investors with positive returns in the short term (Ibbotson, 1975; Aggarwal et al., 1993; Jewartowski & Lizińska, 2012; Yadav et al., 2018). The positive short-term performance of publicly offered shares is generally explained by information asymmetry within the framework of traditional financial theories (Rock, 1986; Miller & Reilly, 1987; Allen & Faulhaber, 1989; Muscarella & Vetsuypens, 1989). Information asymmetry, resulting from differences in information levels between company management, intermediary institutions, and investors, leads to underpricing of shares in IPOs (Baron, 1982; Beatty & Ritter, 1986; Benveniste & Spindt, 1989). This situation creates a basis for positive short-term returns. However, these theories are insufficient to explain the significant periodic differences in the volume and return levels of IPOs and the level of investor participation, especially in today's market conditions. While very high volume and investor demand can be observed in IPO markets in some periods, conversely, much lower values can be encountered in the same market in the following period.

These cyclical movements in markets create anomalies that traditional financial models, such as the Efficient Market Hypothesis and Random Walk Theory, cannot explain. The literature suggests that IPO markets move cyclically and follow predictable patterns. Periods with high average returns on the first day, positive returns observed in the very short term, and significant increases in trading volumes and the number of new issuances are referred to as "Hot Issue Markets" (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984). During these periods, investors are observed to be overly optimistic about the market, focusing on young, growth-oriented companies and specific sectors with high earning potential. Companies, in turn, view these periods as opportunities, launching numerous IPOs to benefit from investor over-optimism. Another characteristic of these periods is the underpricing anomaly. The issue price of IPO shares is set lower than that of similar shares in the market. It can be argued that companies, especially those with relatively riskier structures, tend to view hot periods as an opportunity and prefer these periods to go public; in this context, they set lower issuance prices (Ritter, 1984). Consequently, behavioral finance dynamics, particularly investor sentiment and irrational exuberance, emerge as critical determinants of these short-term pricing anomalies, necessitating advanced empirical testing.

Unlike the "cold" IPO market, where the number of new issuances is relatively low, IPO volume is smaller, and first-day returns are more limited, both the number and volume of IPOs reach much higher levels during "hot" periods, accompanied by significant increases in first-day returns. Underpricing, intense investor demand, and high participation in IPOs are other prominent features of hot periods (Helwege & Liang, 2004). In this context, investor sentiment plays a significant role in the formation of these cyclical movements. Investor sentiment, considered within the framework of behavioral finance, is regarded as one of the main risk factors in asset pricing (Shleifer, 2000). The effects of investor sentiment are particularly pronounced in shares where the valuation process is highly subjective, and arbitrage is difficult (Baker & Wurgler, 2006). Hot IPO markets are also characterized by periods with a high presence of optimistic investors (Ljungqvist et al., 2006).

In Türkiye, 2023 saw a noticeable acceleration in the number of companies going public, IPO volume, and the level of investor participation. However, this strong trend began to slow down in subsequent periods. 2023 was the year with the highest number of IPOs in Türkiye, with 56 companies going public, representing an increase of approximately 47% compared to the previous year. In 2024, this number decreased by approximately 40%. There was also a significant difference in IPO volume between the two years, in line with the number of IPOs. The total IPO volume in 2023 was approximately 80 billion TL, while in 2024 it declined to 56 billion TL. In this context, it is necessary to consider the impact of inflationary market conditions in Türkiye. In this regard, examining the demand levels (such as subscription rates) in the relevant years, rather than the IPO volume, may yield more reliable insights in terms of investor sentiment. In 2023, IPOs were oversubscribed by an average of 9.6 times the total number of shares offered. Furthermore, in that year, shares offered in the IPOs were distributed to a total of approximately 123 million participants across all offerings, reaching the highest number of participants ever. In the 2024 IPO market, the subscription rate was observed to be approximately 3.4 times the number of shares offered, while the total number of participants decreased by approximately 53%. In this context, 2023 reflects a relatively much more active and robust period in terms of the number

of IPOs, IPO volume, and the number of participants, providing a clear structural break to empirically test the hot issue market hypothesis.

The main objective of this study is to compare short-term return performance within the framework of the "Hot Issue Market" theory by examining the IPO periods of 2023 and 2024 in Türkiye. The Turkish IPO market in 2023 was characterized by excessively optimistic investor sentiment and high market enthusiasm, while 2024 marked a period where investor sentiment weakened, and market enthusiasm gave way to a more cautious outlook. In this context, the study focuses on the IPOs conducted in these years. The study empirically analyzes whether the change in investor sentiment explains the differences in short-term performance of shares between the periods and the first-day returns associated with the underpricing anomaly in the literature (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984). To this end, the event study methodology, widely used in the financial literature, was employed to measure market performance and determine whether abnormal returns occurred. Specifically, due to the lack of historical data for the shares, the Market-Adjusted Return Model was preferred, utilizing an event window covering the first 20 trading days. Additionally, a non-parametric sign test was utilized to verify the statistical significance of these returns, followed by a multiple linear regression analysis to investigate the specific determinants of the cumulative abnormal returns.

The significant differences observed in the 2023 and 2024 IPO markets in Türkiye, in terms of metrics such as the number of IPOs, IPO volume, investor demand and participation, first-day return levels, and the presence and persistence of abnormal returns, cannot be explained by rational finance theories. Considering these differences, along with the sustained positive abnormal return trend and strong cumulative returns observed in the first trading days of the vast majority of 2023 IPOs, the market conditions point to the existence of a "Hot Issue Market" cycle, the foundations of which were laid by Ibbotson & Jaffe (1975) and further developed by Ritter (1984). Empirical findings from the regression model corroborate this behavioral perspective; while IPO size exhibited a statistically significant negative effect on cumulative abnormal returns, investor demand demonstrated a significant positive impact. Furthermore, the statistical insignificance of the year dummy variable proves that the sharp decline in return performance in 2024 was not a mere calendar effect, but directly stemmed from the contraction in irrational exuberance and investor sentiment. In conclusion, both investors and market regulators need to consider the behavioral characteristics and over-optimism that may occur during these periods in order to achieve healthier price discovery and a more stable market environment. The findings highlight the critical impact of investor behavior in understanding the pricing dynamics and short-term price movements of IPO shares, while also contributing to future studies on investor sentiment, particularly in emerging markets.