

İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Performanslarının Olay Analizi ile İncelenmesi

(Araştırma Makalesi)

Investigation of the Performances of Shares in First Public Offerings by Event Analysis

Doi: 10.29023/alanyaakademik.869124

İstemi ÇÖMLEKÇİ

Doç. Dr. Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi

istemicomlekci@duzce.edu.tr

Orcid No: 0000-0001-8922-071X

Nevin ÖZER

Dr. Öğr. Üyesi, Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi

nevinozzer@duzce.edu.tr

Orcid No: 0000-0002-1736-4199

Birol COŞKUN

Doktora Öğrencisi, Düzce Üniversitesi, SBE İşletme Anabilim Dalı

birolcoskun@hotmail.com

Orcid No: 0000-0001-9222-5335

Bu makaleye atıfta bulunmak için: Çömlekçi, İ., Özer, N. & Coşkun, B. (2021). İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Performanslarının Olay Analizi ile İncelenmesi. Alanya Akademik Bakış, 5(3), Sayfa No.1375-1392.

Anahtar kelimeler:

İlk Halka Arz,
Olay Analizi,
BIST100
Jel Sınıflandırması:
G14, C41

Makale Geliş Tarihi:
27.01.2021
Kabul Tarihi:
01.09.2021

Keywords:

Initial Public
Offering,
Case Study,
BIST100
Jel Classification:
G14, C41

ÖZET

Şirketler finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullandıkları finansal enstrümanların arasında halka arzlar yer almaktadır. Halka arzın şirketler açısından en önemli özelliği finansman sağlanması olurken yatırımcılar da getiri elde etme amacını gütmektedir. Bu sebeple hisse senetlerinin halka arz edildikten sonraki performansları yatırımcılar açısından önem kazanmaktadır. Çalışmada 2010-2019 tarihleri arasında BİST'te halka arzı gerçekleşen 126 şirketin kısa ve uzun dönem performansı olay analizi ile incelenmiş, yatırımcıların ilk işlem günü yatırımlarını halka arzlara yönlendirerek anormal getiriler sağlayabileceği tespit edilmiştir. Ayrıca halka arz edilen hisseleri halka arz tarihinde almanın, daha sonra almaktan avantajlı olduğu sonucuna varılmıştır.

ABSTRACT

Public offerings are among the financial instruments that companies use to meet their financing needs. While the most important feature of the public offering for companies is to provide financing, investors also seek to earn returns. For this reason, the performance of the stocks after they are offered to the public gains importance for investors. In the study, the short and long-term performance of 126 companies that went public in the BIST between

2010 and 2019 was analyzed through event analysis, and it was determined that investors could provide abnormal returns by directing their investments to public offerings on the first trading day. In addition, it has been concluded that it is more advantageous to buy publicly offered shares at the public offering date than later.

1.GİRİŞ

Günümüzde sermaye piyasaları sürekli değişen dinamik yapısı, artan hacim ve çeşitlilikteki finansal enstrümanları, globalleşmenin etkisi ve sermayenin artan mobilitesi nedeniyle çok daha karmaşık bir yapı arz etmektedir. Bir ülkede sermaye piyasalarının gelişmesi neticesinde firmalar daha kolay kaynak sağlarken, ekonominin büyümesine ve piyasaya güven duyan yatırımcıların sayısını artırarak uzun dönemli tasarrufları olumlu yönde etkilemektedir.

Rekabetin yoğun olması sebebi ile firmaların büyüme ve kendini geliştirmeye çalışması gereklidir. Bu gelişme ise daha fazla fon kaynağı ile mümkün olmaktadır. Finansman ihtiyacı ya firmaların iç kaynakları ya da dış kaynakları aracılığı ile sağlanabilir. Sermaye birikiminin az olmasından dolayı yeterli düzeyde fon kaynağı oluşmamaktadır. Bu sebeple firmalar bu açığı kısa vadeli ve yüksek maliyetli borçla karşılayabilmektedir (Tunçay, 2019: 1). Ülkemizde, şirketler genel olarak belirli bir büyüklüğe erişinceye kadar iç kaynaklardan yararlanmakta, bir süre sonra iç kaynakların yetersiz kaldığı görülmekte ve yeni kaynak arayışlarına gidilmektedir.

Dolayısıyla sermaye piyasaları hem bireysel yatırımcılar hem de kurumsal yatırımcılar açısından önem arz etmekte ve uzun vadeli kaynak sağlamaktadır. Genellikle firmalar kaynak olarak, İlk Halka Arz (İHA) yöntemini tercih etmektedirler. Halka ilk arzlar, sermaye artırımını veya ortakların mevcut paylarının bir kısmını satışı şeklinde olabilir. Bu iki durumun birlikte gerçekleştirildiği durumlarda mevcuttur (Beninga, 2008; 373-374). Firmalar hisse senetlerini ihraç ederek, yani halka arz ederek, hisse senetleri piyasası yoluyla önemli tutarda öz kaynak sağlarken, sermayenin tabana yayılması ve tasarrufların reel sektöre yönlendirilmesi yoluyla da ekonomisinin gelişimine katkı sağlamaktadır. Aynı zamanda firmanın anapara geri ödeme mecburiyetinin olmaması, faiz ödeme ya da yükümlülüğünün bulunmaması risk bakımından bir avantajdır.

Halka açılmanın makroekonomik faydalarının ve fon kaynağı olması ile birlikte birçok avantajı ve dezavantajı bulunmaktadır. Sermaye piyasalarına ve kaynağa ulaşım, likidite oluşturma, kurumsallaşma, ticari itibar, ulusal ve uluslararası piyasalarda tanınma, reklam ve kredibilite olanağı, şirket değerinin yükselmesi, ucuz finansman sağlama, şeffaflık ve güvenilirlik halka açılmanın avantajları arasında yer almaktadır. Halka açılmanın dezavantajları ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum yükümlülüğü, birlikte gizliliğin kaybı, karın paylaşımı, yasal takip, işlem maliyetlerinin yüksek ve uzun olması, yüksek performans baskısı, prestij kaybı korkusu olarak sıralanabilir. Bununla birlikte firmanın halka açılarak sağlanan elde ettiği fondan sonra piyasa ile bağlantısı kopmamakta aksine beraberinde yükümlülükler getirmektedir (Özer, 2020; 5-9).

İlk halka arzın tercih edilmesi durumunda şirketler, yeni ihraç ettikleri nominal değerli paylarını daha yüksek bir bedelle satmakta ve emisyon primi olarak adlandırılan aradaki fark sayesinde net finansman kaynağı elde etmektedirler (Ross vd., 2010: 623). İlk arzlardaki fiyatlamada önemli olan faktörler; fiyat belirlerken rakiplerin fiyatlarının belirleyici bir rol

oynaması, hacim, işletmenin yaşı, getiri durumu ve fiyat istikrarıdır (Teker ve Ekit, 2003: 119). Halka ilk arzı gerçekleştirecek firmaların hisse senetlerinin daha önceden belirlenmiş ya da uygulanmış bir fiyatının olmaması sebebi ile piyasa değerleri tam olarak tahmin edilememekte, bu da fiyat belirleme sürecini zor hale getirmektedir. Bir halka arzın başarılı olabilmesi için, yatırımcıların talep düzeyini artıracak, arzı gerçekleştiren firmaya en yüksek hasılatı sağlayacak fiyat düzeyinin tespit edilmesi gerekir. Düşük fiyatlanmış hisse senetleri, yatırımcıları daha sonraki halka arzlara katılmaya teşvik ederken, yüksek fiyatlanmış hisse senedi ise yatırımcı aleyhinde bir durum ortaya çıkaracak ve yatırımcıların sonraki halka arzlarda isteksiz davranmalarına sebep olacaktır.

Yatırımcılar için hisse senedinin performansını tahmin etmek, yatırım kararı alma açısından önem taşımaktadır. Bu sebeple hacmi yüksek ya da büyüklüğü fazla ve daha az belirsizlik gösteren, istikrarlı bir geçmişe sahip olan işletmeler daha çok güvenilir kabul edilir ve talep edilir (Brown ve Warner, 1985: 6-7). Yatırımcılarda, ilk işlem gününde hisse senedi fiyatının yükseleceği beklentisi olduğu için satın alma işlemi gerçekleştirirler. Şirket piyasada işlem görmeye başladıktan sonra pay fiyatının kısa süre içerisinde ilk halka arz fiyatının üstüne çıkarak belirgin farklılıklar göstermesi payların düşük fiyatlandığına işaret etmektedir. Burada aradaki fark şirket için zarar, yatırımcılar için kâr manasına gelmektedir.

Şirket büyüklüğü ve yaşı, piyasa eğilimleri, ihraç büyüklüğü, aracı kuruluş ünü, aracı kuruluş yüklenim yöntemi, aracı kuruluşun şirketin bulunduğu gruptan olup olmaması, halka ilk arz fiyatının belirlendiği günden halka ilk arzın gerçekleştiği güne kadar geçen sürede borsada meydana gelen yükselişler, borsa fiyat aralıkları ve yatırımcı tipi gibi faktörler halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin ilk gün getirilerini, kısa ve uzun dönemdeki performanslarını etkilemektedir.

Çalışmada 2010-2019 yılları arasında halka ilk arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin kısa dönem olarak 15 gün ve uzun dönem olarak da 250 günlük dönemin performansı Olay Analizi (Event Study) yöntemini kullanarak incelenmiştir. Ayrıca halka arz edilen pay senetlerinin piyasada belli bir dönem işlem gördükten sonra, diğer bir ifade ile piyasa fiyatı oluştuktan sonra satın alınması ile ilk halka arzda alınması durumları karşılaştırılmıştır. Çalışma bu yönü ile ilk halka arz gününden sonrasındaki hisse getirilerini ele alan çalışmalardan farklılık göstermektedir. Ayrıca ilk halka arzlara katılma veya halka arz edilen hisselerin belirli bir süre işlem gördükten sonra satın alınması konusunda yatırımcıların karar alırken faydalanabileceği bilgiler içermesi çalışmayı önemli kılmaktadır. Çalışma beş bölüme ayrılmış olup birinci bölümdeki girişten sonra ikinci bölümde literatüre yer verilmiştir. Üçüncü bölümde çalışmanın yöntemi açıklanmış, analizde sonucunda elde edilen bulgular dördüncü bölümde ortaya konulmuştur. Son olarak beşinci bölümde ise sonuç ve öneriler kısmına yer verilerek çalışma tamamlanmıştır.

2. LİTERATÜR

Olay etüdü ile yapılan araştırmalar Dolley'in (1933) çalışması ile başlarken 1960'lı yılların sonuna doğru karmaşıklık düzeyleri de artmıştır. Günümüzde kullanılan olay etüdü metodolojisini ortaya koyan ilk çalışmalar Ball ve Brown (1968) tarafından şirket kazanç duyurusu ardından hisse senedi fiyat etkisi ve Fama vd., (1969) tarafından temettü artış etkisinden arındırıldıktan sonra hisse senedi bölünmelerinin pay fiyatlarına etkisinin araştırıldığı çalışmalardır. Halka ilk arzı gerçekleştiren hisse senetlerinin olay analizi yöntemi ile analiz edildiği birçok ulusal ve uluslararası çalışma mevcuttur.

Ritter (1991) 1975-1984 yıllarını kapsayan New York Borsası'nda halka arz edilmiş 1526 hisse senedi ile yaptığı araştırmada, ilk gün getirisini yaklaşık %14,3 bulmuş ve fiyat performansının ikinci aya kadar pozitif olurken, ikinci aydan sonra düştüğünü tespit etmiştir.

Obaidullah (1992) 1987-1989, Mishra (2005) 1998-2004, Dhar ve Chhaochharia (2008) 2001-2007, Suresha ve Chandrashekera (2016) ise 1996-2015 dönemini inceleyerek Hindistan Borsasında yaptıkları çalışmalar sonucunda, bedelsiz sermaye artırım duyurusunun hisse senedi getirisi üzerinde pozitif etkisi olduğu ve anormal getiri elde edilebileceği tespit etmiştir. Bu çalışmalarda ayrıca belirtilerek, Hindistan Borsasının yarı güçlü formda etkin bir piyasa olduğu vurgulanmıştır.

Tsangarakis (1994) 1981-1990 döneminde Yunanistan'da 34 bedelli sermaye artırım duyurusunu incelemiş, duyuru tarihinin anormal getirisinin '0' olduğu, diğer günlerde de anlamlı anormal getiri tespit edemediği ve bu duyurunun hisse senedi fiyatlarına etkisi olmadığı sonucuna varmıştır. Analiz sonucunda Yunanistan hisse senetleri piyasasının yarı etkin bir piyasa olduğunu vurgulamıştır.

Lee vd., (1996) 1976-1989 yıllarını kapsayan Avustralya Borsası'nda halka arz edilmiş 266 şirketi, 3 yıllık periyotta kısa ve uzun vadede araştırmıştır. Çalışma sonucunda ilk gün getirisi %16,4 olarak saptanmış, diğer çalışmalara göre uzun dönem performans ise çok daha kötü olarak bulunmuştur.

Kıymaz (1997) yaptığı çalışmasında 1990-1995 döneminde İMKB'de işlem görmeye başlayan 39 finansal şirketi incelemiş, hisse senetlerinin ilk gün düşük fiyatlama olgusunun varlığını tespit etmiş, sebebini ise standart sapma ve fon büyüklüğü ile açıklamıştır.

Muradoğlu ve Aydoğan (1999) 1988-1994 yıllarını kapsayan araştırmada, İMKB'de kâr payı ve bedelli sermaye artırımlarının hisse fiyatlarına etkilerini incelemiş, 1993-1994 döneminde yapılan duyuruların pozitif anormal getiri sağladığını tespit etmişlerdir.

Ayden ve Karan (2000) İHA'ların uzun dönem (36 aylık) performansının olay çalışmasının yanı sıra göreceli refah göstergesi yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. 1992-1995 zaman aralığını kapsayan çalışmada 70 firma inceleme kapsamına alınmıştır. Araştırma sonucunda, uzun vadede İMKB'de gerçekleştirilen İHA'ların aşırı getiri elde etmede başarısız olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ritter ve Welch (2002) yaptıkları çalışmada, örneklemin performans sonuçlarına etkisinin yüksek olduğunu, yatırımcıların olay zamanlı (event-time approach) yaklaşımda pozitif getiri, takvim zamanlı (calendar time approach) yaklaşımda herhangi bir anormal getiri sağlanmadığı saptanmıştır.

Barnes ve Ma (2002) 1943-1993 yılları arasındaki çok sayıda işletme ile az sayıda bedelsiz sermaye artırım duyurusu yapan işletmeleri karşılaştırdığı çalışmalarında, bedelsiz sermaye artırım duyurusu arttıkça anormal getirilerin arttığını ortaya koymuş, sonuç olarak Çin borsasının yarı güçlü formda ve kısmen etkin bir piyasa olduğunu tespit etmiştir.

Lukose ve Roa (2002) 1991-2000 dönemini kapsayan çalışmada, bedelsiz sermaye artırım duyurusundan önceki 3 günden duyurudan sonraki 5 güne kadar %11,6 oranında anormal getiri elde edilebildiğini, buna göre bedelsiz sermaye artırım duyurusunun yatırımcılar açısından bir tür sinyal olarak kullanılabileceğini tespit etmiştir.

Teker ve Ekit (2003) 2000 yılında İMKB’de İHA’sı gerçekleşen 34 hissenin ilk 30 günlük performansı araştırmış, ilk 3 gün ortalama anormal getirilerin pozitif ve anlamlı, 30. gün ise getirilerin negatif fakat istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Aktaş vd., (2003) 1992-2000 tarihleri arasında İMKB’de İHA’sı gerçekleşen 190 firmanın 15 günlük getirilerini incelemiş, ilk gün getirisinin %9, 7.gün getirisinin %14, 15.gün getirisinin ise %12 olduğunu tespit etmiştir.

Sevim ve Akkoç (2006) 1990-1999 yıllarını kapsayan araştırmada İHA’sı gerçekleşen 185 şirketin 36 aylık verilerini incelemiş, yıl ya da sektör bazında yapılan gruplandırmaların uzun vadede etkisi olmadığı, kısa vadede ortaya çıkan avantajın uzun vadede eridiği sonucuna ulaşmıştır.

Otchere (2008) Avustralya’da özelleştirilen kamu işletmelerinin ve aynı endüstride faaliyet gösteren benzer firmaların olağan dışı getirilerini incelemiş, özelleştirilen kamu işletmelerinin aynı sektörde bulunun rakip firmalara oranla uzun vadede (3 yıl) daha yüksek getiri ettiği sonucuna ulaşmıştır.

Karaca (2008) 2004 yılında İHA’sı gerçekleşen hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını İMKB’de işlem gördüğü ilk günü takip eden 30 aylık dönemde olay analizi ve göreceli refah göstergesi kullanılarak hisse senedi bulundurma getirisini hesaplanmıştır. Sonuç olarak ucuz fiyat olgusunun olmadığı, ayrıca hisse senedini elinde bulunduran yatırımcının piyasa getirisinin altında olduğu tespit edilmiştir.

Cihangir ve Kandil (2009) 2003-2008 yıllarını kapsayan araştırmada İHA’sı gerçekleşen 46 şirketin 30 günlük kısa dönem performanslarını ölçtükleri araştırmada olay etüdü yöntemi altında pazara göre düzeltilmiş artık getiri kullanmış, 2003 ve 2006 dönemi dışındaki yıllarda İHA’sı gerçekleşen şirketlerin piyasa getirisinin ilk gün getirisinden yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Raja ve Sudhahar (2010) 2000-2007 dönemini kapsayan çalışmalarında bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ve buna bağlı olarak anormal getiriler elde edilebildiğini belirtirken, 2008-2014 dönemini inceleyen Masry (2015) ise karşıt bir görüş ortaya koyarak bedelsiz sermaye artırımı duyurusu ile anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını ileri sürmüştür.

Otlu ve Ölmez (2011) 2006-2011 yılları arasında İMKB’de İHA’sı gerçekleşen 53 hisse senedinin 21 gün boyunca anormal getirilerini ve birikimli anormal getirilerini hesaplamışlar ve ilk gün getirisinin en iyi performansı sergilediğini tespit etmişlerdir.

Tükel (2011) 2000-2007 döneminde İMKB’de İHA’sı gerçekleşen 42 firmanın 36 aylık verileri ay bazında incelemiştir. Pay senetlerinin düşük fiyatlama ile birlikte normalüstü getirilerinin uzun dönemde de devam edebileceği sonucuna varmıştır.

Kırıbrahım (2011) 2000-2010 yıllarını kapsayan araştırmasında İMKB’de İHA’sı gerçekleşen 101 şirketin, 21 günlük fiyat performansını ölçmüştür. Çalışma sonucunda yıllara göre kümülatif Anormal Getirilerde ciddi farklılıklar olduğunu, halka arzdan ortalama 3 gün sonra anlamlı getirilerin sağlandığını gözlemlemiştir.

Seal ve Matharu (2012) 1999–2005 döneminde Hindistan’da İHA’sı gerçekleşen 135 firmanın uzun dönem ki performanslarını beş yıllık bir süreçte analiz etmiştir. Literatürdeki önceki çalışmalarla uyumlu olarak analizlerinde halka arz olan firmaların uzun dönem

performansının halka arz olmayan emsal firmaların çok altında kaldığını bulgulamışlar ve bunu Hindistan hisse senetleri piyasasındaki bilgisel etkisizliğe bağlamışlardır.

Shahid vd., (2012), Çin'de gerçekleştirilen dönemsel halka arzların duyurusu ile ilgili asimetrik bilgi düzeyini düşürmeyi başaran muhasebe temelli düzenlemeleri incelemişlerdir. Analizlerinde olay araştırma metodolojisi ve çok değişkenli regresyon modelini kullanmışlardır. Dünyanın her yerinde dönemsel halka arzların ilan gününde olumsuz pazar tepkisi ile ilişkilendirildiğini belirtmiş ve farklı ekonomilerin bu duyuruların olumsuz etkisini azaltmak için farklı önlemler aldıklarını vurgulamışlardır.

Kaya (2012) Ocak 2010 ve Haziran 2011 arasında İMKB'de yapılan toplam 32 halka arzın kısa vadeli performansını incelemiştir. Çalışmanın sonucunda 15 firmanın ilk günden sonra negatif performans gösterdiğini ve ilk ayın sonunda bu rakamın 19 firmaya yükseldiğini tespit etmiş ve kısa dönemde İHA'ların aşırı getiri elde edebileceğini belirtmiştir. Ayrıca, kısa dönem performansının firmanın sektörüne, yaşına, büyüklüğüne ve hisselerinin yabancı yatırımcı durumuna göre değiştiğini ileri sürmüştür.

Agathee vd., (2014) 1989-2010 yıllarında Mauritius Borsası'nda İHA'sı gerçekleşen 44 firmanın uzun vadeli performansını incelemiş ve üç yıllık eşit ağırlıklı kümülatif düzeltilmiş getirilerin % 16.5 olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bayram (2015) 1999-2009 döneminde İHA'sı gerçekleşmiş 92 şirketi dahil ettiği araştırma sonucunda ilk gün 24 firmanın negatif, 68 firmanın ise pozitif getiri sağladığını saptamıştır. Bu durumun Dünyada ve Türkiye'de düşük fiyatlama olgusunun varlığına kanıt olarak kabul edilebileceğini ileri sürmüştür.

Kaya (2017) 2002-2006 döneminde İMKB'de İHA'sı gerçekleşen 38 şirketin uzun dönem fiyat performansını olay etüdü yöntemi ile incelemiş, yapılan diğer çalışmaların aksine halka ilk arzı gerçekleşen hisse senetlerinin elde tutma süresinin arttıkça pozitif anormal getirilerinin de arttığı sonucuna ulaşmıştır.

Akkılıç ve Yıldırım (2017) 2014-2016 yıllarını kapsayan çalışmalarında BİST'te halka arzı gerçekleşen 19 şirkette optimum fiyatlamamanın, pay senetlerinin getirisi üzerinde etkisinin olup olmadığını ilk 30 günlük fiyat hareketleri ile analiz etmişlerdir. 19 şirketin ilk üç günün sonunda %4 anormal getiri sağladığı sonucuna ulaşan yazarlar araştırma döneminde düşük fiyatlama olgusu olduğunu savunmuşlardır.

Demirbaş (2018) 2000 ve 2018 yılları arasında (NASDAQ, NASDAQ Kopenhag, New York Borsası, Oslo Borsası) 46 halka açılmış küresel denizcilik şirketlerinin arz sonrası 21 günlük fiyat performansları incelenmiş, Oslo Borsası'nın diğer borsalara göre daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır.

Tunçay (2019) 2010-2017 yıllarını kapsayan çalışmada BİST'te İHA'sı gerçekleşen 109 firmanın ilk gün ve kısa vadeli anormal getirilerini incelenmiş, bu getirilerin anlamlılık düzeylerini t-test ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda ortalama ilk gün AR değerinin % 1.59 olduğunu ve 15. gün sonundaki CAR değerinin ise % 4.59 olduğunu tespit eden yazar, piyasa getirisinin üzerinde anormal getirinin sağlanabileceğini ve Borsa İstanbul'un yarı-etkin piyasa olduğunu ileri sürmüştür.

Koser (2019) 2010-2015 yılları arasındaki İHA'sı gerçekleşen 53 hissenin kısa ve uzun vade performanslarını ilk gün, ilk ay, 12, 24 ve 36 ay sonundaki fiyatlamaları aracılığıyla

incelemiştir. Çalışma sonucunda zayıf uzun dönem getirilerine sahip olan halka arz portföyünün, negatif uzun dönem ortalama kümülatif anormal getirileri tarafından desteklendiği ve daha önce yapılan literatür çalışmalarıyla tutarlı olduğu tespit edilmiştir.

Özer (2020) 2007-2019 yılları arasında BİST'te İHA'sı gerçekleşen 138 firmanın kısa dönem ve uzun dönem getirilerini olay analizi yöntemi ile incelemiş, ilk gün ve ilk ay getirilerinde düşük fiyatlama anomalisinin yaşandığı, uzun vadede ise düşük performansın geçerli olduğu sonuçlarına ulaşmıştır.

3. VERİ ve YÖNTEM

Çalışmada 2010-2019 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin günlük hisse senedi fiyat verileri kullanılmıştır. Kısa dönem performans için 15 günlük süreç belirlenmiştir. İlk halka arzların uzun dönem performansı için ise 250 iş günlük dönem incelenmiştir. Halka arz edilen firmaların 30., 60., 90., 120., 150. 180. 210 ve 250. gündeki performanslarına bakılarak uzun vade durumları ortaya konmuştur.

SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) veri bankasının 2010 yılı öncesini kapsamaması nedeni ile araştırmada veri başlangıç yılı olarak 2010 seçilmiş, uzun vadede 1 yıllık işletme performansının ölçülebilmesi için araştırmada ele alınan dönem 2019 yılı ile sınırlandırılmıştır. Borsa İstanbul'da 2010-2019 yılları arasında ilk defa halka arz olan 131 adet firma bulunmaktadır. Bu firmalardan 5 tanesi sağlıklı verilerine ulaşamadığı için araştırma kapsamından çıkarılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler Sermaye Piyasaları Kurulu (www.spk.gov.tr), Borsa İstanbul (<http://www.borsaistanbul.com>), Google Finans (<https://www.google.com/finance>), Investing (tr.investing.com) ve İş Yatırım (<https://www.isyatirim.com.tr>) internet sitelerinden elde edilmiştir.

Dolley'in (1933) çalışmasıyla ortaya çıkan Olay Analizi, etkin piyasa hipotezine dayanan ve belirlenen olayların hisse senedi performanslarına etkisini inceleyen bir yöntemdir. Olay çalışması yönteminin kolay uygulanabilir olması, finansal piyasalarda geniş kullanım alanı sağlamaktadır. Genellikle aynı olayı yaşayan firmaların üzerindeki etkiyi incelemek için kullanılır (Kothari ve Warner, 2006: 4). Firmanın kazanımlarının hangi yönde değiştiği bir tek olaydan ziyade geniş bir örnekleme yapılması ile mümkün olabilir (Rao, 1995; 189-190). Olay analizi yöntemi kullanılarak yapılmış çalışmalar incelendiğinde kısa ve uzun dönemde getiri analizi yapıldığı görülmektedir.

Olay Analizi gerçek fiyat hareketlerinin görülebilmesi için tahmin penceresi, olay penceresi ve olay sonrası penceresinden oluşan üç ana zaman bölümünü kapsamaktadır. (Beninga, 2008:373). Olay analizi, olayın gerçekleştiği tarih (event date) aralığında anormal getiri sağlayıp sağlamadığını belirlemeyi amaçlamakta ve piyasanın performansı ile ilgili olmaktadır. Olay analizi kapsamında elde edilen getiriler, anormal getiriler olarak tanımlanır (Rao, 1995; 189).

Olay çalışmasının yapılmasıyla ilgili tek bir model olmamasının yanı sıra birçok finans çalışmasında birbirini takip eden dört adımı bulunmaktadır (Tuominen, 2005: 51-59, Eppli ve Tu, 2005: 120). Bu adımlar:

- Gerçekleşmiş olayın tanımının yapılması,
- Olay penceresinin oluşturulması,
- Olayın etkilerinin değerlendirmeye alınması
- Çalışmaya özgü modelin kurularak test edilmesi ve sonuçların değerlendirilmesidir.

Anormal Getiri (Abnormal Return – AR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return – CAR) üç aşamalı bir yol ile hesaplanabilmektedir (Serra, 2002: 5); İlk aşamada endeksteki her bir firmanın her bir günü için, fiili getiri oranları ile pazar getiri oranı arasındaki fark alınmak suretiyle AR hesaplanmıştır. Normal getiri olarak ifade edilen olay tarihindeki toplam pazar getirisinden fazla veya düşük olan getiriler AR olarak tanımlanır (Seans ve Sandoval, 2005: 310–315). AR aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir (MacKinlay 1997: 15; Lyon vd., 1999: 172);

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Denklemden yer alan; “ R_{it} ” ilgili pay senedinin t_0 günündeki fiili getirisini, “ R_{mt} ” ise t_0 günündeki pazar getirisini ifade etmektedir. Ele alınan pay senedine ilişkin fiili getiri R_{it} ve Pazar getirisi R_{mt} aşağıdaki denklemler yardımıyla hesaplanabilmektedir.

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Denklemden “ P_{it} ” i pay senedinin t zamanındaki kapanış fiyatını, “ P_{it-1} ” ise $t-1$ günündeki kapanış fiyatını, göstermektedir.

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (3)$$

Denklemden “ R_{mt} ” ilgili pazar getirisini, “ I_t ” BİST 100 endeksinin t günündeki kapanış değerini, “ I_{t-1} ” ise BİST 100 endeksinin $t-1$ günündeki kapanış değerini göstermektedir. Bu çalışmada pazar getiri oranının hesaplanmasında BİST 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki denklem aracılığı ile hesaplanmıştır.

İkinci aşamada ise elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek, ortalama anormal getiri hesaplanmıştır.

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

Son aşamada ise hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, CAR hesaplanmıştır (Sakarya, 2011).

$$\overline{CAR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (5)$$

Bu aşamadan sonra hesaplanan AR ve CAR değerleriyle piyasanın 15 gün ve 250 günlük performansları değerlendirilecektir.

4. BULGULAR

Çalışmada yapılan olay çalışması analizinde, Borsa İstanbul’da 2010-2019 yılları arasında İHA’sı gerçekleşen ve çalışma kapsamında ele alınan 126 şirketin sektörel dağılımı Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 1. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Sektörel Dağılımı

SEKTÖRLER	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Toplam
Mali	10	8	5	4	3	2		1	2		35
İmalat	5	7	9	5	7	3	1		2	2	41
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	2		1	1					1		5
Madencilik ve Taş Ocakçılığı	1		1								2
Elektrik Gaz ve Su	1			1	1				1	1	5
İnşaat ve Bayındırlık	1	1	1	2							5
Toptan ve Perakende Tic., Lokanta ve Otel	1	5	4	1	1			1	1		14
Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizm.		1							1		2
Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık		1	1	2							4
Teknoloji	1	2						1	1	2	7
Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler			1								1
İdari ve Destek Hizmet Faal.			2	1		1				1	5
Toplam	22	25	25	17	12	6	1	3	9	6	126

Tablo 1’de incelendiğinde 2010-2019 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin en fazla imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden oluşturduğu, mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründe ise sadece bir şirketin halka arz edildiği görülmektedir. 2008 yılında başlatılan “Halka arz seferberliği” ile 2010 yılı, 2008 Küresel krizin etkilerinin hafiflediği ve halka arzların teşvik edildiği bir yıl olmuş, 2000’li yıllara göre Borsa işlem hacmi dolar bazında %35 artış göstermiştir (BIST 2010 Faaliyet Raporu). 2010 yılı halka arz edilen şirket sayısı 22, 2011 ve 2012 yıllarında ise 25 şirket halka arz edilmiştir. Bu yıldan sonra halka arzlarda azalma görülmektedir.

İncelenen dönem içerisinde İHA’ları gerçekleştiren şirketlerin halka arz yöntemleri Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Halka Arz Yöntemleri

Yıllar	Sermaye Artırımı	Ortak Satışı	Sermaye Artırımı + Ortak Satışı
2010	5	6	11
2011	11	2	10
2012	19	1	5

2013	9	1	7
2014	5	3	4
2015	2	1	3
2016	-	-	1
2017	-	2	1
2018	3	4	2
2019	2	-	4
Toplam	57	20	49

Şirketler ortak satışı, sermaye artırımını ya da her iki yöntemi de birlikte kullanarak hisse senetlerini halka arz ederek, hisse senedi satışı ile elde edecekleri finansman kaynağından yararlanmaktadırlar (www.borsaistanbul.com). Tablo 2’de çalışmada incelenen dönem içerisinde çalışmaya dahil olan şirketlerin seçtiği halka arz yöntemleri verilmiştir. Sermaye artırımını yöntemini seçen 57 şirket, her iki yöntemi de kullanarak halka arz edilen 49 şirket ve ortak satışı yöntemini kullanan 20 şirket bulunmaktadır. 2012 yılı sermaye artırımını yöntemi ile halka arz olan şirketlerin en yüksek olduğu yıl olmaktadır.

Tablo 3’de incelenen dönem içerisinde İHA’ları gerçekleştiren, analize dahil edilen şirketlerin halka açılma oranları verilmiştir.

Tablo 3. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Halka Açılma Oranları

Yıllar	Şirket Sayısı	Sermayesinin %1-%15'ini Halka Açan Şirket Sayısı	Sermayesinin %15-%25'ini Halka Açan Şirket Sayısı	Sermayesinin %25 ve daha fazlasını Halka Açan Şirket Sayısı
2010	22	2	3	17
2011	25	3	5	17
2012	25	3	5	17
2013	17	-	4	13
2014	12	1	3	8
2015	6	-	2	4
2016	1	-	-	1
2017	3	-	-	3
2018	9	-	2	7
2019	6	-	1	5
Toplam	126	9	25	92

Kaynak: www.spk.gov.tr

Tablo 3 incelendiğinde, çalışmaya dahil edilen 126 şirketin 92 tanesi sermayesinin %25 ve daha fazlasını halka açarken, 25 tanesi sermayesinin %15 ve %25'i arasında halka açmış, 9 tanesi ise sermayesinin %1 ile %15'i arasında halka açmıştır. Çalışmada kullanılan İHA'lar hakkında sektörel dağılım, halka arz yöntemleri ve halka açılma oranları hakkında bilgi verilmiştir. Bu genel bilgilerden sonra halka arz verileri ile olay çalışması analizi yapılmıştır.

Tablo 4'de incelenen dönem içerisinde çalışmaya dahil olan 126 şirketin 15 günlük getirileri ve anormal getirileri (AR) verilmiştir.

Tablo 4. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arzlarda Kısa Dönem Ortalama Getiri ve Ortalama Anormal Getiri (AR)

	Getiri	AR
1	0.0257*	0.0244*
2	0.0155**	0.0152*
3	0.0086**	0.0096**
4	0.0063	0.0052
5	0.0056	0.0056
6	0.0004	0.0030
7	-0.0075	-0.0089
8	-0.0049	-0.0018
9	0.0063	0.0049
10	-0.0070	-0.0061
11	-0.0028	-0.0025
12	0.0013	-0.0005
13	0.0026	0.0047
14	0.0052	0.0033
15	0.0021	0.0006

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

Tablo 4 incelendiğinde İHA'sı gerçekleşen 126 şirketin 15 günlük olarak belirlenen kısa dönemde ilk gün getirisinin % 2.57, ilk gün anormal getirilerinin % 2.44 olduğu ve her iki değerinde %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Getiri ve anormal getirilerin 2. gün yaklaşık %1.5 olduğu görülmüş, yalnız 3. günden sonra %1'in altına düşmüştür. 7. günden itibaren ise hem getiri hem de anormal getiri değerlerinde negatif getirilere dönüşmüştür. 7., 8., 10. ve 11. günlerde negatif getiri değerleri alınırken 15 günlük kısa dönem içerisinde diğer günlerde pozitif getiriler elde edilmiştir. Anormal getiriler incelendiğinde 7., 8., 10., 11. ve 12. günlerde negatif getiriler yaşanırken diğer günler pozitif anormal getirilerin elde edildiği görülmektedir. Kısa dönemin son üç günü hem getiri hem de anormal getirilerin pozitif döndüğü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Tablo 5'te incelenen dönem içerisinde çalışmaya dahil olan 126 şirketin kısa dönem için hesaplanan ortalama kümülatif getirileri ve kümülatif anormal getirileri (CAR) verilmiştir.

Tablo 5. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arzlarda Kısa Dönem Ortalama Kümülatif Getiri ve Kümülatif Anormal Getiri (CAR)

	Kümülatif Getiri	CAR
1	0.0257**	0.0244**
2	0.0412**	0.0397**
3	0.0498*	0.0492*
4	0.0562*	0.0544*
5	0.0617*	0.0600*
6	0.0622*	0.0630*
7	0.0546*	0.0540*
8	0.0498*	0.0522*
9	0.0561*	0.0572*
10	0.0491*	0.0511*
11	0.0463*	0.0486*
12	0.0476*	0.0481*
13	0.0502*	0.0528*
14	0.0553*	0.0561*
15	0.0575*	0.0567*

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

Tablo 5 incelendiğinde kısa dönemde tüm hesaplanan kümülatif getiri ve kümülatif anormal getiri (CAR) değerlerinin %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. İlk işlem gününde CAR değerlerinin %2.44 olduğu, 6. İşlem gününde CAR değerinin %6.30 ile en yüksek seviyeye geldiği görülmektedir. Kısa dönem sonunda ise CAR değeri %5.67 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6’da incelenen dönemde çalışmaya dahil edilen 126 İHA’nın birer aylık artırımla belirlenen vadelerde anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri verilmiştir.

Tablo 6. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Ortalama AR ve CAR

Vade	AR	CAR
30	-0.0003**	0.0614**
60	0.0022**	0.0817**
90	0.0019*	0.0680*
120	0.0001*	0.0780*
150	-0.0008	0.0006
180	0.0018	0.0156
210	0.0009	0.0031

250	-0.0055	-0.0102
-----	---------	---------

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

Tablo 6 incelendiğinde 30., 60., 90. ve 120. gün AR ve CAR değerlerinin %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde anlamlı olduğu görülmektedir. Anormal getirilerin 30., 150. ve 250. günde negatif değerler aldığı diğer günlerde pozitif değerler aldığı ve en yüksek anormal getirinin 60. günde elde edildiği tespit edilmiştir. Kümülatif anormal getiriler incelendiğinde ise 250. günde negatif kümülatif anormal getiri değerinin olduğu ve diğer dönemlerde pozitif getiri değerleri aldığı görülmüştür.

Tablo 7. 2010-2019 Yılları Arasında İlk Halka Arzlarda 30. gün ve 60. Günde Alınarak Belirli Günlerde Satılması Durumunda CAR Değerleri

	CAR		CAR
30-60	0.0201*		
30-90	0.0064*	60-90	0.0022
30-120	0.0164*	60-120	-0.0115**
30-150	-0.0611*	60-150	-0.0789*
30-180	-0.0461*	60-180	-0.0639*
30-210	-0.0586*	60-210	-0.0764*
30-250	-0.0718*	60-250	-0.0897*

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

Tablo 7’de hisselerin halka arz tarihinden sonra 30. gününde ve 60. gününde alınıp dönem sonuna kadar elde tutulduğunda performansları görülmektedir. İlk durumda halka arz tarihinden bir ay sonra alınan hisselerin CAR performanslarına bakıldığında hepsinin %1’de anlamlı olduğu görülmektedir. En iyi performansı 30-60 günlük dönemde gösterdiğini, en düşük performansı ise 30-250 günlük dönemde gösterdiği tespit edilmiştir. Eğer hisse senetleri 60.günde alınır, 90.günde 0.22% CAR sağladığı, 120.günde -1.15%, 150.günde -7.89% ve 250.günde -8.97% olduğu görülmektedir. Tablo 6 ve Tablo 7’ye bakıldığında en yüksek ortalama kümülatif anormal getirinin ilk ayda gerçekleştiği görülmektedir. Bu durumda halka arz edilen hisse senetlerini halka arz tarihinde almanın, farklı dönemlerde almaktan daha avantajlı olduğu söylenebilir.

5. SONUÇ

Çalışmada 2010-2019 yılları arasında halka arz edilen 126 adet şirketin günlük hisse senedi fiyat verileri kullanılarak kısa dönem uzun dönem performansları incelenmiştir. Çalışma sonucunda, İHA’sı gerçekleşen 126 şirketin 15 günlük olarak belirlenen kısa dönemde ilk gün getirisinin %2.57, ilk gün anormal getirilerinin %2.44 olduğu ve her iki değerinde %99 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçtan hareketle ilk halka arzların düşük fiyatlandırma gerçekleştirilmiş olabileceği ileri sürülebilir. Ayrıca kısa dönemde negatif ve pozitif getirilerin birbirini takip etmeyen günlerde yaşanması ilk halka arzlarda fiyat oynaklığının yüksek olduğunu göstermektedir. Kısa dönem AR değerlerinde sadece ilk 3 gün anlamlı çıkmış yalnız değerlerde düşüş yaşandığı ve 3. Gün %1 altına düştüğü tespit edilmiştir. Kümülatif getiri ve CAR değerinin kısa dönemde tüm günlerde

istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve en yüksek değerinin 6. gün yaşandığı görülmektedir. Bu kapsamda halka arzlara katılan yatırımcılara en yüksek getiri sağlayabilmeleri için 6. işlem gününde ters pozisyon almaları önerilebilir.

Uzun dönem getirileri incelendiğinde ise 30., 60., 90. ve 120. gün AR ve CAR değerlerinin anlamlı bulunduğu, 30. günde negatif AR değeri, 60. günde ise en yüksek AR ve CAR değerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktadan hareketle ilk halka arza katılıp kısa dönemde pozisyonlarını kapatmayan yatırımcıların 60 günlük dönem sonunda işlem yapmaları durumunda en yüksek getiriyi elde edecekleri ileri sürülebilir.

Hisse senetlerinin ilk halka arzdan sonraki dönemlerde (30. gününde ve 60. gününde) alınıp dönem sonuna kadar elde tutulduğu performansları incelenmiştir. 30. günde alınan hisselerin 250 güne kadar incelenen periyotlarda CAR değerlerinin anlamlı bulunduğu, en iyi performansı 30-60 günlük dönemde gösterdiği, en düşük performansı ise 30-250 günlük dönemde gösterdiği tespit edilmiştir. Eğer hisse senetleri 60. günde alınırsa anlamlı olarak tespit edilen CAR değerlerinin hepsinin negatif olduğu tespit edilmiştir.

Çalışma sonucunda literatüre benzer bir şekilde hisse senetlerinin ilk halka arz tarihinde düşük fiyatlandığı (Kıymaz; 1997; Tükel, 2011; Bayram, 2015; Özer, 2020), halka arzdan sonra kümülatif pozitif getiri sağlayacağı tespit edilmiştir. İlk halka arzdan belirli bir süre sonra (30 gün veya 60 gün) satın alınan hissenin performansı incelendiğinde ise belirtilen dönemlerde alınan hisse senetlerinin ilk halka arz tarihinden 120 gün sonra negatif getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışma sonucunda incelenen dönemde anormal getirilerin yaşandığı tespit edilmiş ve yatırımcıları ilk işlem günü yatırımlarını İHA'lara yönlendirerek anormal getiriler sağlayabileceği söylenebilir. Ayrıca ilk halka arza katılan yatırımcıların sırasıyla 6. veya 60. günde pozisyonlarını kapatmaları halinde en yüksek getiriyi sağlayacakları ve 120. günden sonra negatif getiriye katlanmak durumunda kalacakları savunulabilir.

Çalışma sonuçlarının yatırımcılara somut önerilerde bulunması nedeniyle önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çalışma, 2010–2019 yılları arasındaki Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arzlar ile sınırlıdır. İlerde yapılacak çalışmalar için araştırmacılara farklı borsalarda gerçekleşen halka arzları dikkate alarak daha fazla sayıda firmanın halka arzını ele alan daha geniş kapsamlı araştırmalar yapılması önerilebilir. Öte yandan bu çalışmanın yöntemi, ikincil halka arzlar, bedelli, bedelsiz sermaye artırımını gibi farklı olaylar içinde uygulanabilir.

KAYNAKÇA

- AKKILIÇ, M. E., YILDIRIM, H. H. (2017). "The Effect of Optimum Pricing For The Initial Public Offerings On The Return of Stocks: Evidence From Istanbul Stock Exchange for 2014-2016", *Journal Of Economics Finance And Accounting*, 4(1): 37-47.
- AKTAŞ, R., KARAN, M. B. ve AYDOĞAN, K. (2003). "Forecasting Short Run Performance Of Initial Public Offerings In The Istanbul Stock Exchange": 1-26.
- AGATHEE, U.S., SANNASSEE, R.V. ve BROOKS, C. (2014). "The Long Run Performance Of Ipos: The Case Of The Stock Exchange Of Mauritius", *Financial Economics*, 2014: 1123-1145.

- AYDEN, T. ve KARAN, M. B. (2000). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performansının Ölçülmesi", Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (3): 87-96.
- BALL, R. ve BROWN, P. (1968). "An Empirical Evaluation Of Accounting Income Numbers", Journal Of Accounting Research, 6: 159-178.
- BARNES, M. L. ve MA, S. (2002). The Behavior Of China's Stock Prices In Response To The Proposal And Approval Of Bonus Issues, <Http://Dx.Doi.Org/10.2139/Ssrn.458541>, 23.12.2020.
- BAYRAM, V. (2015). Türkiye’de İlk Halka Arzların Kısa ve Uzun Dönem Performansı (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BENNINGA, S. (2008). Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press.
- BIST (2020). https://www.borsaistanbul.com/Data/Kilavuzlar/Halka_Arz_Ve_Borsada_Islem_Gorme.Pdf, 02.12.2020.
- BIST (2010). Faaliyet Raporu, https://www.borsaistanbul.com/Files/IMKB_FINAL.Pdf, 14.01.2021.
- BROWN, S. J. ve WARNER, J. B. (1985). "Using Daily Stock Returns: The Case Of Event Studies", Journal Of Financial Economics, 14(1): 3-31.
- CİHANGİR, M. ve KANDİL, E. (2009). "Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (44): 165-178.
- DEMİRBAŞ, B. (2018), Post-Ipo Stock Performances: Evidence From Global Shipping Companies. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi.
- DHAR, S. & CHHAOCHHARIA, S. (2008). Market Reaction Around The Stock Splits And Bonus Issues: Some Indian Evidence. <https://Ssrn.Com/Abstract=1087200>, 23.12.2020.
- DOLLEY, J. (1933), Characteristics And Procedure Of Common Stock Split-Ups, Harvard Business Review: 316-326.
- EPPLI, M.J.ve TU, C. (2005). "An Event Study Analysis Of Mall Renovation And Expansion", Journal Of Shopping Center Research, 12(2): 117-130.
- FAMA, E.F., FISHER, L., JENSEN, M.C. ve ROLL, R. (1969). "The Adjustment Of Stock Prices To New Information", International Economic Review, 10: 1-21.
- KARACA, S. (2008). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 2004 Yılında Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları", MÖDAV, 2008,1.
- KAYA, T. (2012). "The Short Term Performance Of Initial Public Offerings In Istanbul Stock Exchange: 2010-2011 Application", Journal Of Business, Economics&Finance, 1(1): 64-76.

- KAYA, T. (2017). "Borsa İstanbul'da İlk Halka Arzların Uzun Dönem Performans Analizi: Normalüstü Getiri Mümkün Mü?", *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2(1): 6-19.
- KIRİBRAHİM, İ. İ. (2011). *Halka İlk Arz ve Hisse Senedi Fiyat Performansları: İMKB'de Yıl ve Sektör Bazında Ampirik Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.
- KIYMAZ, H. (1997). "İMKB'de Halka Arzedilen Mali Sektörhisse Senetlerinin Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi", *İMKB Dergisi*, 1(2): 69-90.
- KOTHARI, S.P. & WARNER, J.B. (2006). *J.B. Econometrics Of Event Studies, Handbook Of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier.
- KOSER, N. (2019). *Borsa İstanbul'da Halka Arz Süreci ve Halka Arzların Başarılarının Değerlendirilmesi*. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Beykent Üniversitesi.
- LEE, P. J., TAYLOR, S. L. ve Walter, T. S. (1996). "Australian IPO Pricing In The Short And Long Run", *Journal Of Financial Economics*, 20(7): 1189-1210.
- LUKOSE, J. ve ROA, S. N. (2002). Does Bonus Issue Signal Superior Profitability? A study Of The BSE Listed Firms. <http://Dx.Doi.Org/10.2139/Ssrn.428122>, 23.12.2020.
- LYON, J. D., BARBER, B. M. ve TSAI, C. L. (1999). "Improved Methods For Tests Of Long-Run Abnormal Stock Returns", *The Journal Of Finance*, 54 (1): 165-201.
- MISHRA, A. (2005). "An Empirical Analysis Of Market Reaction Around The Bonus Issues In India", *The ICAFI Journal Of Applied Finance*, 11(7): 21-39.
- MACKINLAY, A. C. (1997). "Event Studies in Economics And Finance", *Journal Of Economic Literature*, 35 (March, 1997): 13-39.
- MASRY, M. (2015). "The Impact Of The Announcement Of Distribution Bonus Shares On Abnormal Returns And Trading Volume In The Egyptian Stock Market", *The International Journal Of Social Sciences And Humanities Invention*, 2(12): 1717-1731.
- MURADOĞLU, G. ve AYDOĞAN, K. (1999). *Are There Trends In Market Reactions?: Stock Dividends And Rights Offerings At Istanbul Stock Exchange*. Warwick Business School, Accounting And Finance Group Work, United Kingdom.
- OBAIDULLAH, M. (1992). "How Do Stock Prices React To Bonus Issues?", *Vikalpa*, 17(1): 17-22.
- OTCHERE, I. (2008). *Privatization, Competition And Performance: Evidence From Australia*. (Edited By: I.J Hagen And T.S Halvorsen) Global Privatization And Its Impact. Nova Science Publishers, Inc. 27-45.
- OTLU, F. ve ÖLMEZ, S. (2011). "Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB'de Bir Uygulama", *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2): 14-44.
- ÖZER, A. (2020). *İlk Halka Arzlarda Piyasa Anomalileri ve Piyasa Zamanlaması*, Gazi Kitabevi, Ankara.

- RAO, R.K.S. (1995). *Financial Management: Concept And Application*. Cincinnati. Southwestern College Publishing.
- RAJA, M. ve SUDHAHAR, J. C. (2010). An Empirical Test Of Indian Stock Market Efficiency In Respect Of Bonus Announcement. *Asia Pacific Journal Of Finance And Banking Research*, 4(4): 1-14.
- RİTTER, J. R. (1991). "The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings", *The Journal Of Finance*, XL.VI (1): 3-27.
- RİTTER, J.R. ve WELCH I. (2002). "A Review Of IPO Activity, Pricing, And Allocations", *The Journal of Finance*, 57(4): 1795-1828.
- ROSS, S. A. ve WESTERFIELD, R.W. & JAFFE, J. (2010). *Corporate Finance*, ISBN 978-007-131308-7, McGraw-Hill, USA.
- SAKARYA, Ş. (2011). "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13): 147-162.
- SEAL, J. K. ve MATHARU, J. S. (2012). *Long Run Performance Of Initial Public Offeringsand Seasoned Equity Offerings In India*. Working Paper, Indian Institute Of Foreigntrade.
- SEANS, R. ve EDUARDO S. (2005). "Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method", *Cuadernos De Economia*, 42: 307-328.
- SERRA, A. P. (2002). *Event Study Tests – A Brief Survey*. Working Papers Da FEP, No 117, May.
- SEVİM, Ş. ve AKKOÇ, S. (2006). "İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16: 107-124.
- SHAHİD, H., XIA, X., MAHMOOD, F. ve USMAN, M. (2012). "Do Accounting Based Regulations Reduce Information Asymmetry Problem? Evidence From China", *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, (4).
- SURESHA, B. ve CHANDRASHEKARA, B. (2016). "Market Efficiency Around Bonus, Stock Split And Right Issue Anouncement- Evidence From India", *Journal Of Economics And Sustainable Development*, 7(11): 71-79.
- TEKER, S. ve EKİT, Ö. (2003). "The Performance Of Ipos In İstanbul Stock Exchange In Year 2000", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1): 117-128.
- TSANGRAKİS, V. (1994). "Seasoned Equity Issues In The Greek Stock Market- Stock Price Reaction On The Ex-Rights Day: A Test Of Semi-Strong Form Market Efficiency", *Spoudai*, 43(2), University Of Piraeus, Greece.
- TUNÇAY, E. (2019). *Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- TUOMINEN, T. (2005). Corporate Layoff Announcements And Shareholder Value: Empirical Evidence From Finland. (Master's Thesis), Department Of Business Administration, Lappeenranta University Of Technology: Kuala Lumpur.
- TÜKEL, A. (2010). "Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, (12): 102-121.