

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI

**İLK HALKA ARZLAR VE İLK HALKA ARZLARDA  
FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Hakan ALTIN

Ankara-2010

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI

**İLK HALKA ARZLAR VE İLK HALKA ARZLARDA  
FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Hakan ALTIN

Tez Danışmanı  
Doç. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara-2010

## İÇİNDEKİLER

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| İÇİNDEKİLER .....     | i   |
| TABLOLAR DİZİNİ ..... | vii |
| GİRİŞ .....           | 1   |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İLK HALKA ARZLARIN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. BAŞLANGIÇ AŞAMASINDAKİ BİR ŞİRKETİN FİNANSAL YAŞAM DÖNGÜSÜ ..... | 4  |
| 1.2. HALKA AÇILMA KARARI: İLK HALKA ARZLAR .....                      | 5  |
| 1.2.1. Halka Açılmanın Avantajları .....                              | 6  |
| 1.2.2. Halka Açılmanın Dezavantajları .....                           | 8  |
| 1.2.3. Halka Açılmak Konusunda Sonuçlar .....                         | 10 |
| 1.3. HALKA AÇILMA SÜRECİ .....                                        | 10 |
| 1.3.1. Yatırım Bankasının Seçilmesi .....                             | 10 |
| 1.3.2. Aracı Konsorsiyum .....                                        | 13 |
| 1.3.3. Menkul Kıymetler Satışlarının Düzenlenmesi .....               | 15 |
| 1.3.4. Gezici İş Fuarı ve Ön talep Toplama .....                      | 17 |
| 1.3.5. İlk İşlem Günü .....                                           | 18 |
| 1.3.6. Halka Açılmanın Maliyetleri .....                              | 29 |
| 1.3.7. İkincil Piyasanın Önemi .....                                  | 30 |

|        |                                                                            |    |
|--------|----------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.4.   | KİSMİ İŞTİRAK HİSSESİ SATIMLARI: ÖZEL BİR TÜR<br>İLK HALKA ARZ .....       | 33 |
| 1.5.   | İLK HALKA ARZ DIŞINDAKİ YATIRIM BANKACILIĞI<br>FAALİYETLERİ .....          | 34 |
| 1.5.1. | Ön Kararlar .....                                                          | 35 |
| 1.5.2. | Özel Plasman .....                                                         | 36 |
| 1.5.3. | Raf Kayıtları .....                                                        | 37 |
| 1.5.4. | Dönemsel Halka Arzlar .....                                                | 37 |
| 1.5.5. | Hak Tanımalar .....                                                        | 39 |
| 1.6.   | ÖZELLEŞTİRMEYE KARAR VERME .....                                           | 40 |
| 1.7.   | İLK HALKA ARZLARDA YÖNETİCİLERİN VE YÖNETİM<br>KURULLARININ ETKİLERİ ..... | 42 |
| 1.7.1. | Genel Müdürler (CEO'lar) .....                                             | 43 |
| 1.7.2. | Üst Yönetim Takımları (TMT'ler) .....                                      | 45 |
| 1.7.3. | Yönetim Kurulları .....                                                    | 48 |
| 1.7.4. | CEO ve TMT Mülkiyeti .....                                                 | 49 |
| 1.7.5. | Yönetici Deneyimleri .....                                                 | 50 |
| 1.8.   | TÜRKİYE'DE HALKA ARZ VE HAZIRLIK SÜRECİ .....                              | 52 |
| 1.8.1. | Şirket İçi Çalışma Grubunun Oluşturulması .....                            | 52 |
| 1.8.2. | Aracı Kuruluşların Seçimi .....                                            | 53 |
| 1.8.3. | Mali Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim<br>Şirketinin Seçimi..... | 54 |
| 1.8.4. | Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği .....                      | 54 |
| 1.8.5. | Zaman Çizelgesinin Hazırlanması .....                                      | 54 |

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| 1.8.6. Fiyat Belirlenmesi .....                             | 55 |
| 1.8.7. Başvuru İçin Gerekli Belgelerin Hazırlanması .....   | 55 |
| 1.9. HALKA ARZ SÜRECİ .....                                 | 55 |
| 1.9.1. İMKB ve SPK'ya Müracaat .....                        | 56 |
| 1.9.2. Tanıtım Faaliyetleri .....                           | 56 |
| 1.9.3. İMKB ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi .....     | 56 |
| 1.9.4. İMKB Tarafından İlgili Pazarın Belirlenmesi .....    | 57 |
| 1.9.4.1. Ulusal Pazar .....                                 | 57 |
| 1.9.4.2. İkinci Ulusal Pazar .....                          | 59 |
| 1.9.4.3. Yeni Ekonomi Pazarı (YEP) .....                    | 59 |
| 1.10. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI .....                   | 60 |
| 1.10.1. Satış Süreci ve Dağıtım Esasları .....              | 60 |
| 1.10.2. Tahsislerin Belirlenmesi .....                      | 61 |
| 1.10.3. Ek Satış Hakkının Kullanılması .....                | 62 |
| 1.10.4. Halka Arzda İşlem Yasaklılar .....                  | 62 |
| 1.11. SATIŞ SONUÇLARININ BİLDİRİLMESİ .....                 | 63 |
| 1.12. BORSA KOTUNA ALINMA VE İŞLEM GÖRMEYE<br>BAŞLAMA ..... | 63 |
| 1.13. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAYICI İŞLEMLER .....            | 63 |
| 1.14. HALKA ARZDA MALİYETLER .....                          | 64 |
| 1.15. İŞLEM GÖRME SONRASI SÜREÇ .....                       | 65 |
| 1.15.1. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü .....                  | 65 |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 1.15.2. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü .....              | 65 |
| 1.15.3. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü .....                | 67 |
| 1.15.4. Kotasyon/Pazar Kayıt Ücretlerini Karşılama ..... | 68 |
| 1.15.5. Kurumsal Yönetim İlkelerini Oluşturma.....       | 68 |

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **İLK HALKA ARZLARIN KURAMSAL ÇERÇEVESİ**

|                                                                                               |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1. KURAMSAL İLK HALKA ARZ MODELLERİ .....                                                   | 70  |
| 2.2. TERS SEÇİM: ROCK MODELİ .....                                                            | 74  |
| 2.3. MÜVEKKİL-VEKİL: BARON'UN DÜŞÜK<br>FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK SÜBJEKTİF RİSK<br>MODELİ ..... | 82  |
| 2.4. DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK İŞARET ETKİSİ<br>MODELLERİ .....                           | 87  |
| 2.5. DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK KARŞIT<br>GÖRÜŞLER .....                                   | 95  |
| 2.6. DİĞER İLK HALKA ARZ MODELLERİ .....                                                      | 102 |
| 2.7. İLK HALKA ARZ İŞLEMLERİNDE FİYAT İSTİKRARI<br>İŞLEMLERİ VE ÇIPLAK AÇIĞA SATIŞLAR .....   | 109 |
| 2.8. FİYATTA İSTİKRAR SAĞLAMA İŞLEMLERİNİN<br>DÜZENLENMESİ VE İŞLEYİŞİ .....                  | 112 |
| 2.8.1. Fiyatta İstikrar Sağlama İşlemlerinin Düzenlenmesi .....                               | 112 |
| 2.8.2. Fiyatta İstikrar Sağlama İşlemlerinin İşleyişi .....                                   | 112 |
| 2.9. İLK HALKA ARZDA FİYATTA İSTİKRAR SAĞLAMA<br>İŞLEMLERİNE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR .....        | 115 |

|                                                          |     |
|----------------------------------------------------------|-----|
| 2.9.1. Fiyatlarda İstikrar Sağlama .....                 | 115 |
| 2.9.1.1. Bazı Müşterilerin Kayrılması .....              | 118 |
| 2.9.1.2. İtibarı Koruma .....                            | 122 |
| 2.9.1.3. Aracı Kurum Karlarını Maksimize Etme .....      | 124 |
| 2.10. Türkiye’de Fiyat İstikrarı Sağlama İşlemleri ..... | 125 |

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **İLK HALKA ARZLAR VE İLK HALKA ARZLARDA FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN ANALİZİ**

|                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1. BETİMLEYİCİ İSTATİSTİKLER .....                                                              | 129 |
| 3.2. GETİRİ ANALİZİ .....                                                                         | 133 |
| 3.3. ÇOKLU REGRESYON ANALİZİ .....                                                                | 137 |
| 3.3.1. İhracı Karakterize Eden Faktörler .....                                                    | 137 |
| 3.3.2. İhraççı Şirketi Karakterize Eden Faktörler .....                                           | 139 |
| 3.3.3. Piyasayı Karakterize Eden Faktörler .....                                                  | 141 |
| 3.3.4. Fiyat İstikrarı Uygulaması Öngörüsünde Bulunan<br>Şirketlerin Regresyon Sonuçları .....    | 143 |
| 3.3.5. Fiyat İstikrarı Uygulaması Öngörüsünde Bulunmayan<br>Şirketlerin Regresyon Sonuçları ..... | 147 |

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| SONUÇ VE ÖNERİLER .....                                                                        | 152 |
| KAYNAKÇA .....                                                                                 | 158 |
| EKLER.....                                                                                     | 174 |
| Ek 1. Two-Sample Kolmogorov Smirnov Test .....                                                 | 174 |
| Ek 2. Levene Test .....                                                                        | 176 |
| Ek 3. Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketlerin<br>Regresyon Sonuçları .....    | 179 |
| Ek 4. Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketlerin<br>Regresyon Sonuçları ..... | 184 |
| Ek 5. Uluslararası Halka Arzlar: 2003-2005 (Milyon Dolar).....                                 | 189 |
| Ek 6. Uluslararası Halka Arzlar: 2006-2007 (Milyon Dolar).....                                 | 190 |
| ÖZET .....                                                                                     | 191 |
| SUMMARY .....                                                                                  | 193 |

## TABLÖLAR LİSTESİ

|                                                                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 1.1.</b> 2006 Yılındaki İlk Halka Arzların Lider Aracı Kurumları .....                                                                          | 13  |
| <b>Tablo 1.2.</b> 2008 Yılına Ait En Yüksek İlk Gün Getirisi Sağlayan İlk Halka Arzlar .....                                                             | 19  |
| <b>Tablo 1.3.</b> 2008 Yılında En Düşük İlk Gün Getirisini Sağlayan İlk Halka Arzlar .....                                                               | 19  |
| <b>Tablo 1.4.</b> İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Başlangıç Getirileri .....                                                                 | 28  |
| <b>Tablo 1.5.</b> İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları .....                                                            | 29  |
| <b>Tablo 2.1.</b> Ek Satışın İşleyişi .....                                                                                                              | 114 |
| <b>Tablo 3.1.</b> Fiyat İstikrarı Uygulaması Öngörüsünde Bulunan Şirketler .....                                                                         | 129 |
| <b>Tablo 3.2.</b> Fiyat İstikrarı Uygulaması Öngörüsünde Bulunmayan Şirketler .....                                                                      | 130 |
| <b>Tablo 3.3.</b> Betimleyici İstatistikler .....                                                                                                        | 131 |
| <b>Tablo 3.4.</b> Betimleyici İstatistikler .....                                                                                                        | 132 |
| <b>Tablo 3.5.</b> Getirilerin Betimleyici İstatistik Değerleri .....                                                                                     | 134 |
| <b>Tablo 3.6.</b> Dönemsel Getirilerin Anlamlılık Sonuçları .....                                                                                        | 136 |
| <b>Tablo 3.7.</b> Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketlerin İlk Gün Regresyon Sonuçları .....                                             | 144 |
| <b>Tablo 3.8.</b> Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketlerin İlk Gün Getiri, Haftalık Getiri ve Aylık Getiri Regresyon Sonuçları .....     | 145 |
| <b>Tablo 3.9.</b> Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketlerin İlk Gün Regresyon Sonuçları .....                                          | 148 |
| <b>Tablo 3.10.</b> Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketlerin İlk Gün Getiri, Haftalık Getiri ve Aylık Getiri Regresyon Sonuçları ..... | 149 |

## GİRİŞ

Günümüz iş yaşamında, küresel rekabetin yaşanıyor olması, bir şirketin varlığını ve gelişimini sürdürebilmesi açısından son derece önemlidir. Bu çerçevede, şirketin gerekli olan yatırımları yapması gerekmektedir. Bu yatırımların finansmanında kullanılan yöntemlerinden biri olan ilk kez halka arz (IPO) veya dönemsel halka arz (SPO), finans teorisinin en önemli konularından birini oluşturmaktadır.

Halka arzı, kısa dönem finansal işlem olarak düşünenler , halka arzın geniş kapsamlı etkisini göz ardı etmiş olacaktırlar. Halka arzın yapılması şirket açısından bir dönüm noktasıdır. Halka arzın gerçekleşmesiyle şirket büyümesini hızlandırabilir, piyasaya yeni ürünler sunabilir, yeni piyasalara girebilir veya çalışanlarının verimliliğini artırabilir.

Halka arz, şirket değerinin belirlenmesinde kullanılan en önemli yöntemden biridir. Bu değerlendirme işlemi, başarılı özel bir işletmenin, başarılı kurumsal bir şirkete dönüşmesiyle sonuçlanır. Kurumsal bir şirket elde ettiği kârı, şirket paydaşlarına dağıtmakla zorundadır. Halka arz bu sürecin sadece bir parçasıdır. Halka arz genellikle 90-120 gün arası sürmekle birlikte, bu süreç şirketler açısından 1-2 yıl önce başlar ve süreç devam eder.

Bu süreçte, oluşabilecek problemleri önceden görmek ve şirket bu dönüm noktasından geçmesini sağlamak, tamamen şirket yönetimine kalmıştır. Halka arzın başarısı büyük ölçüde şirket yönetiminin oluşturacağı güvene ve yaratacağı inanca bağlıdır.

Sektörlerindeki başarılı şirketler IPO süresini başarılı bir şekilde yönetirler. Şirket halka arzdan önce ne kadar güçlü ise halka arz sonrasında da o kadar başarılı

olmaktadır. Buna karşın halka arzın riski, şirket başlangıçta ne kadar az rekabetçi ise o kadar yüksek olmaktadır. Başarılı şirketler, halka arz sürecinden çok önce kurumsallaşma işlemlerine başlarlar ve halka arzı bir süreç olarak görürler. Halka arzda, girişimin ne kadar erken yürürlüğe konulursa, halka arzlardan elde edilecek başarının o kadar büyük olacağı gerçeği oldukça önemli bir konudur. Bu tür girişimleri halka arzdaki bir yıl önce veya daha erken başlatanların başarıya ulaşma şansı daha yüksektir.

Halka açılma her şirket için uygun olmayabilir. Bu sürecin içerisinde şirket sayısız riskle karşılaşır. Halka arza yönelik yetersiz planlama ve yetersiz halka hazırlık halka arzın başarısını tehlikeye atacaktır. Halka arz edilmiş bir şirketin yönetsel zorlukları, yönetim kurullarını halka açılmaktan vazgeçirebilir. Dolayısıyla, halka arzın şirket açısından doğru bir strateji olup olmadığı önceden belirlenmelidir. Buna göre, halka arzın yararları ve sakıncaları derinlemesine incelenmelidir.

Halka açılıp açılmamanın veya ne zaman açılmak gerektiği kararının bir parçası olarak, şirket sadece maliyetleri ve halka açılmanın sonuçlarını değil aynı zamanda finansman için gerekli olacak alternatif kaynakları da düşünmek zorundadır. Şirket gerçekleştireceği yatırımlarda, hangi finansman kaynağının seçileceğini, şirketin finansal ihtiyaçlarının önceliğine, gerekli olan sermaye miktarına, finansman kaynağının vadesine, hissedarların amaçlarına ve şirketin göreceli büyüklüğüne bağlı olarak belirleyecektir.

Bir şirketin halka açılabilir kadar büyük ve kârlı olup olmadığını belirleyebilecek genel kural ve yaklaşım bulunmamaktadır. Ancak daha önceki halka arz işlemleri incelendiğinde, yatırımcıların yeni halka açılmış bir şirketten

beklentileri arasında, şirketin büyüklüğü, şirketin büyüme potansiyeli, şirketin kârlılığı ve yönetim kabiliyeti yer almaktadır.

Çalışmanın konusu “İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerinin Analizi” olarak belirlenmiştir. Çalışmanın amacı, Türkiye’de 2003 yılı sonu itibarıyla uygulamaya konulan, ilk halka arzlardaki fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin etkisinin araştırılmasıdır. Bu çerçevede, incelenecek dönem Türkiye’de 2004 - 2009 yılları arasında gerçekleştirilmiş olan ilk halka arzlarıdır.

Çalışmanın birinci bölümü, ilk halka arz sürecinin kavramsal açıklamaları üzerinedir. İkinci bölüm, ilk halka arzların kuramsal (teorik) yaklaşımları üzerinedir. Üçüncü bölüm çalışmanın uygulama kısmını oluşturmaktadır.

Uygulama aşamasında 2004-2009 yılları arasında analize konu olan 40 şirket, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan ve fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketler olarak iki gruba ayrılarak incelemeye tabi tutulmuştur. Uygulama iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada hisse senetlerine yönelik getiri analizi yapılmıştır. İkinci aşamada ise iki grup hisse senedine çoklu regresyon analizi uygulanarak gerekli yorumlar yapılmıştır. Çalışma, sonuç ve öneriler kısmıyla tamamlanmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **İLK HALKA ARZLARIN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ**

#### **1.1. BAŞLANGIÇ AŞAMASINDAKİ BİR ŞİRKETİN FİNANSAL YAŞAM DÖNGÜSÜ**

Günümüz koşullarında çoğu şirket, yaşamına şahıs şirketi veya ortaklık olarak başlarken, zaman içerisinde kurumsallaşmayı tercih eder. Başlangıç aşamasında, şirketin sermayesine karşılık gelen hisselerinin çoğuna, şirketin kurucu yöneticileri ve anahtar çalışanları sahiptir. Başlangıç aşamasındaki şirketlerin yüksek büyüme oranları ve ürün geliştirme maliyetleri nedeniyle, serbest nakit girişleri genellikle negatiftir. Bu nedenle çok hızlı büyüme kaydedilen bu yıllar içerisinde sermaye artırımına ihtiyaç duyarlar.

Eğer kurucu hissedarlar/yöneticiler, kendilerine ait finansal kaynakların tamamını şirkete yatırmış ise bu durumda dışarıdaki sermaye kaynaklarına yönelmeleri gerekir.

Başlangıç aşamasındaki çoğu şirket için, dışardan finansman, melekler denen bir veya iki bireysel yatırımcıya blok hisse senedi satışı yoluyla gelir. Melekler, 50.000 ile 400.000 dolar aralığında bir yatırıma karşılık, hisse senedi ve gerektiğinde yönetim kurulunda söz sahibi olurlar. Melekler, şirketin stratejik yönünü etkileyebileceğinden, şirkete sadece nakit yerine deneyim ve sanayi alanında faydalı olabilecek bilgilerde sağlarlar (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 650).

Şirket büyüdükçe, finansman gereksinimleri, bireysel yatırımcıların ellerindeki kaynakları aşabilir. Bu durumda, şirket bir risk sermayesi fonuna

yönelebilir. Bir risk sermayesi fonu genellikle kurumsal yatırımcılardan oluşan 30 milyon ila 80 milyon dolarlık kaynak sağlayan, sınırlı sorumlu bir ortaklıktır. Bir risk sermayesi fonunun, risk sermayecileri (RS) olarak adlandırılan yöneticileri, genellikle, belli bir sanayi alanında oldukça bilgili ve deneyimlidir. Bunlar, yüzlerce şirketi inceler ve sonunda, portföy şirketi olarak ifade edilen bir şirkete fon temin ederler.

Risk fonu, portföy şirketlerinden hisse senedi satın alır ve yönetim kurullarında yer alırlar. Risk sermayesi fonunun genellikle, önceden belirtilen yedi ila on yıllık ömrü vardır. Bu ömür sona erdiğinde ya portföy şirketlerin hisselerini satıp, fondan elde edilen kârları yatırımcılara tahsis ederek ya da şirket hisselerini doğrudan yatırımcılara tahsis ederek dağılır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 650).

## **1.2. HALKA AÇILMA KARARI: İLK HALKA ARZLAR**

Halka açılmak, bir şirketin hisselerini dışarıdaki yatırımcılara satmak ve daha sonra hisselerin piyasalarda işlem görmesine izin vermektir. Bir başka deyişle, halka açılmak, az sayıdaki şirket ortaklarına ait hisse senetlerinin önemli bir kısmının halka satılması olarak ifade edilmektedir (Brigham ve Houston, 2004: 310).

Halka açılmak her şirkete uygun olmayabilir. Sayısız risk ve kayıp söz konusudur. Kayıplar büyük olabilir. Kötü zamanlama, yetersiz planlama ve yetersiz hazırlanma ilk halka arzı (IPO) tehlikeye sokar.

Halka açılmış bir şirket yönetiminin önemi ve zorlukları birçok yönetim kurulunu halka açılmaktan alıkoyabilir. IPO'nun şirket için en iyi strateji olduğu kesinleştirilmelidir. Bu nedenle halka açılmanın şirket için en iyi strateji olup olmadığına karar vermek için bunun yarar ve sakıncaları dikkatlice incelenmelidir.

Halka açılmanın avantajları şu şekilde özetlenebilir (Ehrhardt ve Brigham 2005; Horn ve Wachowicz, 2005; Brigham ve Houston, 2004; Brigham, 2004; Ogden, vd., 2003; Ross vd., 2002; De Mortos, 2001; Brealey ve Myers, 2000; Douglas vd., 1998; Kolb ve Rodriguez, 1996; Samuels vd., 1995; Brigham ve Gapenski, 1993 ):

### **1.2.1. Halka Açılmanın Avantajları**

1. Şirket kurucularına portföyü çeşitlendirme olanağı verir. Bir şirket büyüyüp değer kazandıkça, genellikle kurucuları sahip oldukları zenginliklerinin büyük çoğunluğunu şirkete bağlamış olurlar. Bir halka arzda hisselerinin bir kısmını satarak, sahip oldukları hisselerini çeşitlendirebilirler ve böylece şahsi portföylerinin riskliliğini azaltabilirler.

2. Likiditeyi artırır. Bir aile şirketinin veya hisseleri çok az sayıda kişinin elinde bulunan bir şirketin hisseleri likit değildir hazır piyasası yoktur. Eğer hisse senedi sahiplerinden biri, nakit elde etmek için bazı hisseleri satmak isterse, hazır bir alıcı bulmak kolay değildir. Bir alıcı bulunsa bile, işlemin üzerinden gerçekleştirileceği belirlenmiş bir fiyat yoktur. Halka açık şirketlerde, bu tür sorunlar yoktur.

3. Şirkete yeni nakit sağlamayı kolaylaştırır. Özel mülkiyetli bir şirket, sermaye karşılığı yeni hisse senetleri satarak nakit sağlamak isterse ya mevcut hisse sahiplerine başvurmalıdır ya da zengin yatırımcılar bulmak için araştırma yapmak durumundadır. Bununla birlikte, yabancıların hisseleri çok az kişinin elinde bulunan şirketlere para yatırmalarını sağlamak genellikle oldukça zordur. Çünkü yabancılar,

oylama üzerinde kontrol sahibi olmadıklarında (yüzde 50'sinden fazlasına sahip olmayı gerektirir), şirket içerisindeki hissedarlar/yöneticiler kontrolü ellerine alabilir.

Şirket içerisindekiler temettüleri ödeyebilir veya ödemeyebilir, kendilerine aşırı yüksek maaşlar ödeyebilirler, şirketle gizli anlaşmalara yapabilirler. Şirket içerisindekiler, yabancıların, şirketin gerçek kazanç rakamlarını veya gerçek değerini öğrenmelerine engel olabilir. Hisseleri çok az sayıda kişinin elinde bulunan bir şirkette yabancı bir hissedarın şirket içerisindeki bir hissedara kıyasla daha az riskle karşı karşıya kaldığı çok az durum vardır. Bu nedenle, bu tür şirketler için yeni öz sermaye artırımı sağlamak güçtür. Beraberinde hem halka bilgi verilmesi hem de ilgili sermaye kurulu düzenlemesini getiren halka açılma, bu sorunları büyük oranda azaltır, kişileri şirkete yatırım yapmaya daha istekli hale getirir ve böylece sermaye artırımı şirket açısından daha kolay hale gelir.

4. Şirket için bir değer oluşturur. Birçok nedenden dolayı bir şirket değerini piyasa içerisinde belirlemek faydalıdır. Halka açık bir şirketin belirlenmiş bir değeri vardır. Benzer şekilde, eğer bir şirket, kilit noktalardaki çalışanlarına teşvik amaçlı hisse senedi opsiyonları<sup>1</sup> vermek istiyorsa bu opsiyonların tam değerini bilmek faydalıdır. Çalışanlar daha çok sermaye karşılığı hisseler veya bu hisseler üzerinde opsiyonlara sahip olmayı tercih ederler. Bu opsiyonlar işlem görebilir, halka satılabilir bu nedenle likittir.

5. Şirket birleşmesine yönelik görüşmeler başlatır. Bir şirket, satın alındığında veya bir başka şirketi satın alma arayışı içerisinde olduğunda belirlenmiş bir piyasa fiyatına sahip olmak yararlıdır.

---

<sup>1</sup> Hisse senedi alım satım konusunda mevcut hissedarlara verilen bir ayrıcalıktır.

6. Potansiyel piyasaları artırır. Çoğu şirket, halka açık bir şirket haline geldikten sonra, potansiyel müşterilere ürünleri ve hizmetlerini satmanın daha kolay olduğunu bildirmektedir.

Halka açılmanın dezavantajları şu şekilde özetlenebilir (Ehrhardt ve Brigham 2005; Horn ve Wachowicz, 2005; Brigham ve Houston, 2004; Brigham ve Daves, 2004; Ogden, vd., 2003; Ross vd., 2002; De Mortos, 2001; Brealey ve Myers, 2000; Douglas vd., 1998; Kolb ve Rodriguez, 1996; Samuels vd., 1995; Brigham ve Gapenski, 1993; Ross vd., 1996 ):

### **1.2.2. Halka Açılmanın Dezavantajları**

1. Rapor hazırlama maliyeti söz konusudur. Halka açık bir şirket, ilgili menkul kıymet piyasasına ve diğer devlet kuruluşlarına üç aylık ve yıllık raporlar hazırlamak zorundadır. Bu raporlar, özellikle küçük şirketler için maliyetli bir yük olabilir.

2. Bilgi verme durumu ifşa söz konusudur. Yönetim, faaliyet verilerini rapor etme fikrinden hoşlanmayabilir. Bunun nedeni, bu bilgilerin rakiplerin eline geçebilir olmasıdır. Benzer şekilde, şirketin sahipleri, kişilerin onların net değerini bilmelerini istemeyebilir; çünkü halka açık bir şirket, yöneticileri, idarecileri ve başlıca hissedarlarının sahip olduğu hisse senedi sayısını açıklamak zorundadır. Bu durumda, şirket içerisindeki kişilerin sahip olduğu hisse senedi sayısını, hisse senedi başına fiyat ile çarparak bu kişilerin net değerini hesaplamak herhangi biri için son derece kolaydır.

3. Şahsi işlemler. Hisseleri çok sayıda kişinin elinde bulunan şirketlerin sahipleri-yöneticileri; yüksek maaş ödemeleri, adam kayırma, işletme ile şahsi

işlemler (bir kira sözleşmesi gibi) ve gerçekten gerekli olmayan ek ücretler dahil olmak üzere çeşitli türlerde, sorgulanabilir ancak yasalara uygun bir kısım şahsi işlemler gerçekleştirmek için pek çok olanağa sahiptir. Genellikle şahsi vergi yükümlülüklerini minimize etmek üzere kullanılan bu tür şahsi işlemlerin belirlenmesi halka açık bir şirket için daha zordur.

4. Aktif olmayan piyasa / düşük fiyat durumu yaşanabilir. Şirket çok küçük ise ve hisse senetleri sıklıkla işlem görmüyorsa hisse senetleri gerçekten likit olmayacaktır ve hisselerin piyasa fiyatı, hisselerin gerçek değerini ifade etmeyebilir. Menkul kıymetler analistleri ve borsa simsarları kolay bir biçimde hisseyi takip edemeyecektir. Çünkü hisseyi takip etme masraflarını telafi edecek miktarda simsarlık komisyonları üretecek kadar işlem olmayacaktır.

5. Kontrol. Halka açık şirketlerde ihale arzları ve vekillik mücadeleleri söz konusu olabilir ve yöneticiler halka açık bir şirket içerisinde gerçekleştirilen oylamalar üzerinde kontrol sahibi değildir. Dolayısıyla bu tür bir şirketin yöneticilerinin şirketin kontrol edilmesi konusunda kaygıları olmalıdır. Ayrıca, bu tür yöneticilerin üzerinde, belli miktarda yıllık kazanç sağlama baskısı vardır. Bu durum hissedarların uzun vadeli çıkarları açısından en iyisinin, kazançlarını yakın vadede azaltan ancak gelecek yıllarda yükselten bir strateji benimsemek olduğu durumlarda bile söz konusu olabilecektir.

6. Yatırımcı ilişkilerinin sürdürülmesi söz konusudur. Halka açık şirketler yatırımcıları, güncel gelişmelerden haberdar etmek durumundadır. Halka açılmış şirketlerin çoğunda finansal yöneticinin (CFO), bir hafta içerisinde iki gününü, yatırımcı ve analistlerle geçirdiklerine rastlanılmaktadır.

### **1.2.3. Halka Açılma Konusunda Sonuçlar**

Bir şirketin ne zaman halka açılması gerektiği konusunda, kesin ve belirli kurallar yoktur. Bu konu şirket ve hissedarların kendilerine özgü şartları temelinde alınması gereken başlı başına bir karardır. Bir şirket, yeni sermaye sağlamak için yakın zamanda ihraç ettiği hisselerini satarak veya mevcut hisse senedi sahiplerinin hisselerini satışa çıkarması yoluyla halka açılmaya karar verirse, temel konu hisselerin hangi fiyat üzerinden halka arz edileceğinin belirlenmesidir.

Şirket ve mevcut hisse sahipleri, fiyatı mümkün olduğunca yüksek belirlemek isteyecektir çünkü arz fiyatı ne kadar yüksek olursa mevcut hissedarlar belirlenen miktardaki parayı elde etmek için hisselerinin o kadar az bir kısmından vazgeçmek durumunda kalacaktır. Öte yandan potansiyel alıcılar ise fiyatın mümkün olduğunca düşük olmasını isteyeceklerdir.

### **1.3. HALKA AÇILMA SÜRECİ**

Sonraki kısımlarda anlatıldığı gibi halka açılma süreci, halka açılma kararı almaktan çok daha karmaşık, maliyetli ve zaman alıcı bir süreçtir. Bu süreç literatürde aşağıdaki gibi açıklanmaktadır.

#### **1.3.1.Yatırım Bankasının Seçilmesi**

Finansal piyasaların fonksiyonel etkinliğini çeşitli mali kuruluşların varlığını gerektirir. Bu finansal mali kuruluşlardan bir tanesi de yatırım bankasıdır. Yatırım bankası yeni menkul kıymetlerin halka arzında aracı rolü oynar. Temel fonksiyonu, şirketten satın aldıkları menkul kıymetleri, daha sonra tekrar yatırımcılara satmaktır. Bu hizmeti karşılığında, menkul kıymetin satış fiyatı ile bunun öncesinde şirketten

aldığı menkul kıymetin alış fiyatı arasındaki farkı alır. Pek çok şirket sermaye piyasalarına ara sıra çıkış yaptığından, şirketlerin menkul kıymetlerini halka arzını gerçekleştirebilecek uzmanlardan yoksundur. Yatırım bankası gerekli altyapı ve uzman kadrolarıyla menkul kıymetlerin halka arzını etkin bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlar (Horne, 2002: 565).

Şirketler halka arz aşamasında yatırım bankaları ile belirli ücret karşılığında halka arz sürecinin yapılması konusunda anlaşılırlar. Ayrıca yatırım bankaları, yasal prosedür ve potansiyel yatırımcılar ile halka arz edilecek menkul kıymetin fiyatı konusunda görüşmeler yaparlar (Ogden, vd., 2003: 392). Halka arz edilen hisse senedinin alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark yüzde 7'dir (Ogden, vd., 2003: 396).

Çoğu şirket, ürünlerini nasıl satacağını bilmekle birlikte çok azı menkul kıymet satmada deneyime sahiptir. Dolayısıyla yatırım bankacılarının tam olarak ne yaptığını bilmek, bu seçimi etkileyen faktörleri anlamada yardımcı olacaktır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 652-653).

Birincisi, yatırım bankası, şirketin sermayesine karşılık gelen hisse senetleri veya satılacak hisse senetleri için ilk arz fiyatını veya fiyat aralığını ve satılacak hisse senedi sayısını belirlemede yardımcı olur. Yatırım bankasının, şirketin sanayi alanında itibar ve deneyim sahibi olması potansiyel yatırımcıları hisseleri arz fiyatından satın almaya ikna etmede çok önemlidir. Gerçekte, yatırım bankası, hisse senetlerinin yüksek fiyatlandırılmadığını inandırarak, yatırımcıların rahatlamasını sağlar.

İkincisi, yatırım bankası aslında hisseleri, kurumsal yatırımcılar ve perakende (yani bireysel) müşterilerden oluşan karma bir grubu içeren, mevcut müşterilerine satar.

Üçüncüsü, yatırım bankası kendisi ile bağlı aracı kurum yoluyla hisse senetleri ihraç edildikten sonra hisse senetlerine ilişkin bir analist raporu alacaktır. Bu analist yatırımcılara, düzenli olarak, hisse senetlerinin gelecekteki durumuna ilişkin olasılıklarını ifade eden raporlar sunacaktır. Bu durum hisse senetlerine devamlı ilgi olmasına yardımcı olacaktır. İtibarlı analistler, hisse senetleri için likit bir ikincil piyasa olması ve hisse senetlerinin fiyatının şirketin gerçek değerini yansıtma olasılığını yükseltir.

Sonuç olarak yatırım bankası hisse senetlerini ihraç etmek isteyen şirket ile yatırımcılar arasındaki aracılık görevini üstlenmiş olan ve bu konuda danışmanlık yapan bir mali kuruluştur (Douglas ve Finnerty, 1998: 684).

İlk halka arzların önde gelen yatırım bankaları Tablo1.1. gösterilmektedir. Buna göre yapılan anlaşmaların değeri açısından sıralamada en yüksek değeri Citigroup Global Markets Inc. almaktadır. Eğer bir yatırım bankası halka arzlardan yüksek getiri sağlarsa bu onun yatırımcılar arasındaki itibarını artıracak ve ona gelecekteki ihraçları satmasında katkıda bulunacaktır.

**Tablo 1.1.** 2006 Yılındaki İlk Halka Arzların Lider Aracı Kurumları

| Sıra | Aracı Kurum                       | Anlaşmaların<br>Değeri<br>(milyar-dolar) | İlk Halka<br>Arz<br>Sayısı |
|------|-----------------------------------|------------------------------------------|----------------------------|
| 1    | Citigroup Global Markets Inc.     | 22.97                                    | 254                        |
| 2    | USB Securities LLC                | 19.65                                    | 351                        |
| 3    | Merrill Lynch & Co.               | 17.80                                    | 219                        |
| 4    | Bear, Stearns & Co.               | 11.99                                    | 74                         |
| 5    | JP Morgan                         | 11.96                                    | 166                        |
| 6    | Goldman, Sachs & Co.              | 9.8                                      | 92                         |
| 7    | Lehman Brothers                   | 9.4                                      | 103                        |
| 8    | Morgan Stanley                    | 9.1                                      | 122                        |
| 9    | Banc of America Securities<br>LLC | 8.1                                      | 189                        |
| 10   | RBC Capital Markets               | 6.3                                      | 294                        |

**Not:** Sıralamalar, anlaşmaların dolar değerine göre yapılır.

**Kaynak:** *The Bond Buyer*, 2006

### 1.3.2. Aracı Konsorsiyum

Şirket ve yatırım bankaları bir sonraki aşamada, bankanın bir en iyi çaba arzı temelinde mi çalışacağını yoksa ihrac için aracılık mı yükleneceği konusunda karar vermek durumundadır. Bir en iyi çaba satışında, bankacı, hisselerin satılacağı veya şirketin, ihtiyacı olan nakdi elde edeceği konusunda garanti vermez; sadece ihracı satmak için elinden gelen “en iyi çabayı ortaya koyacağını” taahhüt eder. Dolayısıyla üstlendiği bir risk yoktur (Horn ve Wachowicz, 2005: 504). Üzerinden aracılık yüklenilen bir ihracat ise, şirket bir garanti alır. Buna göre bankacı, ihracın tamamını satın almayı ve daha sonra hisse senetlerini müşterilere yeniden satmayı kabul eder. Bu nedenle, bankacı, üzerinden aracılık yüklenilen ihraçlarda önemli riskler üstlenir.

Aşırı küçük ihraçlar haricinde, hemen hemen tüm ilk halka arzlarda aracılık yüklenim söz konusudur. Yatırımcıların, on gün içerisinde menkul kıymetlere ödeme yapmaları gerekir ve yatırım bankacısı da arzın resmi başlangıcından itibaren dört gün içerisinde ihraççı şirkete ödeme yapmak durumundadır.

Genel olarak, bankacı sermaye karşılığı hisse senetlerini, arzın başlangıcından sonraki bir veya iki gün içerisinde satar. Ancak bazen banka hatalı hesaplama yapar ve arz fiyatını aşırı yüksek belirler ve böylece de ihracı hareketlendiremez. Diğer zamanlarda, piyasa arz dönemi içerisinde düşüş yaşar; bankacıyı hisse senetleri veya tahvillerin fiyatını düşürmeye zorlar. Her iki durumda da, aracılık yüklenimin söz konusu olduğu bir ihraçta, şirket üzerinde mutabık kalınan fiyatı alır, bu nedenle bankacı ortaya çıkabilecek kayıpları üstlenmek durumundadır.

Büyük oranda potansiyel kayıplara maruz kaldıklarından, yatırım bankaları küçük bir arz olmadığı takdirde, genellikle ihraçların satın alımı ve tahsisini tek başına üstlenmez. Söz konusu ihraç tutarı yüksek ise, yatırım bankacıları, aralarından her birinin karşı karşıya kaldığı riskleri minimize etmek amacıyla, aracı konsorsiyumlar oluşturur. Anlaşmayı yapan aracı kuruma lider veya yönetici aracı kurum denir (Brigham ve Daves 2004: 594).

Konsorsiyumlu arzlar, genellikle daha fazla analist tarafından incelenir. Bu durum ilk halka arz sonrası ikincil piyasada daha fazla likidite olmasına katkı sağlar. Bu nedenle, konsorsiyum oluşturma, hem aracı kurumlara hem de ihraççılara fayda sağlar.

Aracı konsorsiyuma ek olarak, daha büyük arzlarda, hisse senetlerinin bireysel yatırımcılara tahsisıyla ilgilenen satış grubuna daha fazla sayıda yatırım bankası katılır. Satış grubu, aracı konsorsiyumun tüm üyelerine ek olarak, toplam

ihraç üzerinden aracı konsorsiyum üyelerine kıyasla nispeten daha çok küçük yüzdeler alan satıcıları içerir. Bu nedenle, aracı kurumlar toptan satıcı gibi hareket ederken, satış grubunun üyeleri yatırımcı gibi hareket eder. Bir satış grubu içerisindeki aracı kurum sayısı, kısmen ihracın büyüklüğüne bağlıdır ama normalde 10 ila 15 aralığındadır (Brigham ve Daves, 2004: 594).

Bu konuyla ilgili literatür incelendiğinde, Bower (1989) yaptığı çalışmada, IPO şirketlerinin, arz tekliflerinin hangi yöntem ile yapılması gerektiğini belirlemeye çalışmıştır. Yazara göre, bir şirket kendisini sektördeki diğer şirketlerden ayrı tutabiliyorsa (lider şirketlerden biriye), o şirket için en uygun olanı aracılık yüklenimidir. Eğer bunu yapamıyorsa piyasa ile bir denge sağlama uğraşı içinde ise en iyi çaba satışı şirket açısından en iyi olduğunu söylenir (Ogden, vd., 2003: 401).

Ritter (1987) deki çalışmasında ise en iyi çabanın genellikle küçük tutarlı ilk halka arzlarda kullanıldığını, büyük tutarlı ilk halka arzlarda aracılık yüklenimi yaklaşımının kullanıldığını göstermiştir (Ross, vd., 2002: 538).

Son yıllarda hisse senetlerine bir kurumun sahip olması yönündeki eğilimden faydalanan yeni bir satış prosedürü ortaya çıkmıştır. Konsorsiyumsuz arz olarak adlandırılan bu tür satışta, yönetici aracı kurum, tek başına hareket ederek, ihracın tamamını bir grup kurumsal yatırımcıya satar ve böylece hem borsa simsarlarını hem de bireysel yatırımcılardan kaçınmış olur.

Günümüzde satılan toplam hisse senetlerinin yaklaşık yüzde 50'si konsorsiyumsuz arz yoluyla satılmıştır. Bu olgunun ardında yatan teşvik katlanılan maliyettir. İhraççının bir konsorsiyumlu arz üzerinden, yatırımcı simsarlara ödenen komisyonlar dahil olmak üzere, ödediği ücretler, konsorsiyumsuz arzlarda ödenenlere kıyasla daha yüksek bir yüzde üzerinden olabilir. Ayrıca, toplam ücretler,

konsorsiyumsuz arzlarda daha az ise de, yönetici aracı kurumlar genellikle daha fazla kazanır çünkü ücretleri bir aracı kurum ile paylaşımları gerekmez (Brigham ve Daves 2004: 594).

### **1.3.3. Menkul Kıymetler Satışlarının Düzenlenmesi**

Bu bölümde araştırma konumuzun temel ilgi alanlarından biri olan menkul kıymetler satış düzenlenmesi, Amerika örneği üzerinden açıklanacaktır. Türkiye örneği ise bölüm sonunda verilmiştir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde yeni hisse senetlerinin satışı ve aynı zamanda ikincil piyasalardaki satışlar, Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu (SEC) ile daha az bir oranda olmak üzere 50 eyaletten her biri tarafından düzenlenmektedir.

SEC düzenlemesinin öncelikli unsurları şunlardır (Ehrhardt ve Brigham, 2005; Horn ve Wachowicz, 2005):

1. SEC, miktarı 1,5 milyon \$ ve üstü değerde olan eyaletler arası arzların tümü üzerinde yargı yetkisine sahiptir.

2. Halka arz edilen menkul kıymetlerin, halka arz edilmeden en az 20 gün önce SEC'e kaydı yapılmalıdır. Form S-1 olarak adlandırılan kayıt beyannamesi<sup>2</sup>, SEC'e şirkete ilişkin mali, yasal ve teknik bilgileri sağlar. S-1 içerisinde bulunan izahname<sup>3</sup>, bu bilgileri yatırımcılar için özetler. SEC avukat ve muhasebecileri hem kayıt beyannamesini hem de izahnameyi inceler, bilgiler yetersiz veya yanıltıcı ise SEC halka arzı erteler veya durdurur.

---

<sup>2</sup> Registration Statement

<sup>3</sup> Prospectus

3. SEC kaydın geçerli olduğunu ilan ettikten sonra, yeni menkul kıymetler ilan edebilir; ancak tüm satış ilânları izahnameye eklenmelidir. Kaydın yürürlüğe girmesinden sonraki 20 günlük bekleme döneminde, potansiyel alıcılara ön izahnameler veya “kırmızı ringa<sup>4</sup>” izahnameleri dağıtılabilir ancak bu süre içerisinde hiçbir satış sonuçlandırılmaz. “Kırmızı ringa” izahnamesi, genellikle yeni menkul kıymetlerin fiili olarak halka arz edilmesinden bir gün önce borsa kapanışı ardından belirlenen nihai fiyat dışında, nihai izahname içerisinde yer alacak tüm önemli bilgileri içerir.

4. Eğer kayıt beyannamesi veya izahname, esaslar hakkında yanlış veya eksik ifadeler içeriyorsa, kayba uğrayan herhangi bir alıcı zararları için dava açabilir. İhraççıya veya ihraççının müdürlerine, yöneticilerine, muhasebecilerine, mühendislerine, muhamminlere, aracı kurumlara ve kayıt beyannamesi veya izahnamenin hazırlanması ile ilgili tüm diğer taraflara ağır cezalar verilebilir.

#### **1.3.4. Gezici İş Fuarı ve Ön Talep Toplama**

Kayıt beyannamesi oluşturulduktan sonra, üst düzey yönetici takımı, yatırım bankacıları ve şirketin avukatları bir gezici iş fuarına katılırlar. Yönetim takımı, genel olarak, aracı kurumların mevcut müşterileri olan potansiyel kurumsal yatırımcılara, her gün üç ila yedi sunum yapar. Kurumsal yatırımcılar sunum esnasında sorular sorarlar; ancak yönetim takımı, SEC’in şart koştuğu sessiz dönem gereğince, kayıt beyannamesinde yer almayan hiçbir bilgi veremez. Bu sessiz dönem, kayıt beyannamesinin yürürlüğe girdiği anda başlar ve hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı andan sonraki 25 gün boyunca sürer. Amacı, tüm yatırımcıların

---

<sup>4</sup> Red Herring

aynı bilgiye erişimi olmasını sağlayarak, onlara belli bir seviyede hareket alanı yaratmaktır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 655) .

Sunum gerçekleştikten sonra yatırım bankacıları, yatırımcıdan kayıt beyannamesinde belirtilen arz fiyatı aralığı temelinde, ilgi gösteriminde bulunmasını ister. Yatırım bankası, her bir yatırımcının almak istediği hisse senedi sayısını kaydeder, buna ön talep toplama denir. Gezici iş fuarı sürdükçe yatırım bankasının elinde bulunan talep defteri, arza yönelik talebin ne durumda olduğunu gösterir. Arz edilen hisse senedi sayısından daha fazlasını almak isteyen yatırımcılar olması sonucu pek çok ilk halka arzda fazla talep vardır. Böyle bir durumda, yatırım bankası, yatırımcılara hisse senedi tahsis eder. Talep yeterince yüksek ise, bu durumda bazen arz fiyatını yükseltirler. Talep düşük ise, bu durumda ya arz fiyatını düşürürler ya da ilk halka arzı geri çekerler. Bazen düşük talep, özellikle şirketin geleceği ile ilgili olasılıklar konusunda kaygı olmasından kaynaklanır. Ancak zaman zaman düşük talebe, borsa piyasasının genelinde görülen bir düşüş neden olur. Gezici iş fuarında her şey yolunda giderse, yatırım bankası arz fiyatına son halini, gerçek arz tarihinden önceki akşam verir.

#### **1.3.5. İlk İşlem Günü**

Halka arzın ilk günü, halkı arzı gerçekleştiren taraflar için çok önemlidir. Çünkü bu süreçte, şirketler kazanç ve kayıp olgusuyla karşılaşmaktadırlar. Tablo 1.2. ve 1.3. 2008 yılındaki ilk halka arzlarda görülen en yüksek ilk gün getirileri ile en düşük ilk gün getirileri göstermektedir. Buna göre Masimo yüzde 202.6'lık fiyat artışı gibi, günü büyük kazanç ile kapatırken, Virgin Mobile USA yüzde -82.00 ile büyük bir kayıpla kapatmıştır.

**Tablo 1.2.** 2008 Yılında En Yüksek İlk Gün Getirisi Sağlayan İlk Halka Arzlar

| Sıra | Şirket (Sembol)                  | Arz Fiyatı | İlk Gün Kapanış Fiyatı | Kazanç  |
|------|----------------------------------|------------|------------------------|---------|
| 1    | Masimo (MASI)                    | 17.00\$    | 37.24\$                | 202.60% |
| 2    | Titan Machinery (TITN)           | 8.50       | 24.00                  | 182.35  |
| 3    | Vision China Media (VISN)        | 8.00       | 19.50                  | 143.75  |
| 4    | China Architectural (RCH)        | 3.50       | 8.05                   | 130.00  |
| 5    | American Public Education (APEI) | 20.00      | 42.64                  | 113.20  |

**Kaynak:** *Investment Dealer's Digest Ağustos 2008*

**Tablo 1.3.** 2008 Yılında En Düşük İlk Gün Getirisi Sağlayan İlk Halka Arzlar

| Sıra | Şirket (Sembol)                | Arz Fiyatı | İlk Gün Kapanış Fiyatı | Kazanç  |
|------|--------------------------------|------------|------------------------|---------|
| 1    | Virgin Mobile USA (VM)         | 15.00\$    | 2.70\$                 | -82.00% |
| 2    | Agria (GRO)                    | 16.50      | 4.09                   | -75.21  |
| 3    | Memsic (MEMS)                  | 10.00      | 2.71                   | -72.90  |
| 4    | Gulfstream International (GIA) | 8.00       | 2.55                   | -68.12  |
| 5    | ChinaEdu (CEDU)                | 10.00      | 3.66                   | -63.40  |

**Kaynak:** *Investment Dealer's Digest Ağustos 2008*

Loughran ve Ritter (2002) göre, ilk halka arzların yaklaşık yüzde 27.3'ü, ilk kayıt aşamasında belirtilen düşük aralığın daha aşağısında bir arz fiyatına sahiptir ve bu hisse senetlerinin ortalama ilk gün getirisi yüzde 4.0'dır. Getiriler ortalama olarak pozitif olmakla birlikte, bu hisse senetlerinin yüzde 47'si gerçekte günü sıfır kazançla veya kayıpla kapatır. İlk halka arzların yaklaşık yüzde 48.4'ü, ilk dosyadaki aralıkta bir arz fiyatına sahiptir. Bu tür şirketler için, ortalama ilk gün getirisi yüzde 10.8 olmuştur. İlk halka arzların yüzde 24.3'ünün nihai fiyatı başlangıçta belirlenen

aralığın üzerindedir. Bu hisse senetlerinin ortalama ilk gün getirisi yüzde 31.9 olmuştur. Geneline bakıldığında, 1990–1998 arasında, ortalama ilk gün getirisi yüzde 14.1’dir. Tüm ilk halka arzların yüzde 75’i pozitif getiriye sahiptir ve 1999 yılı içerisinde, ortalama ilk gün getirisi yüzde 70 olmuştur (Loughran ve Ritter, 2002: 419).

Burada yanıtlanması gereken iki soru vardır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 656): Birincisi bu halka arz anlaşmalarına nasıl sahip olunabileceği, ikincisi de arz fiyatının neden o kadar düşük olduğudur.

Birincisi, bir ilk halka arzı arz fiyatından satın alma şansı düşüktür. Özellikle yüksek talep gören arzlardan biri söz konusu olduğu durumlarda bu olgu daha çok yaşanır. Ayrıca bütün satışlar kurumsal yatırımcılara ve ayrıcalıklı bireysel yatırımcılara yapılır. Bunu değiştirmeye çalışan web-tabanlı birkaç yatırım bankası bulunmaktadır ama ilk halka arzların ilk gününde bu tür anlaşmaları almak küçük yatırımcılar için güçtür .

İkincisi, ilk halka arzda düşük fiyatlandırma açıklamak üzere çeşitli kuramlar öne sürülmüştür. İhraççı şirketler şikayet etmediği sürece, yatırım bankalarının elinde, ihracı düşük fiyatlandırmak için güçlü teşvikleri vardır. Bu teşviklerden ilki, düşük fiyatlandırma, hisse senetlerinin sayısını aşan fazla talep alma olasılığıdır. Bu durum aracı kurum açısından riski azaltır. İkincisi, ilk halka arzı arz fiyatından satın almayı başaran çoğu yatırımcı, yatırım bankasının ayrıcalıklı müşterileridir ve bunlar ayrıcalıklı müşteriler olmuştur. Çünkü yatırım bankasının kardeş şirketi aracı kurum şirketinde yüksek komisyonlar üretmişlerdir. Bu nedenle, ilk halka arz, aracı kurum açısından, geçmiş ve gelecek komisyonlar için müşterileri ödüllendirmenin kolay bir yoludur.

Üçüncüsü, aracı kurum arzdan önce ön talep toplarken, güvenilir ilgi gösterimlerine ihtiyaç duyar yani ilgilenen şirketlerin hisse senedi satın almak istediğinden emin olmak ister ve düşük fiyatlandırma, kurumsal yatırımcılardan bu konuda ihtiyacı olan bilginin gelmesini güvence altına almanın kolay bir yoludur.

İhraççı şirketlerin neden düşük fiyatlandırmaya itiraz etmedikleri de araştırılması gereken bir konudur. Bazı ihraççı şirketler düşük fiyatlamaya itiraz eder ve OpenIPO gibi, menkul kıymetler ihraç etmenin alternatif yollarını ararlar.

Bununla birlikte, çoğu, masada biraz para bırakmaktan memnun görünür. Bu konunun nedenleri arasında şunlar yer alır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 656):

- 1- Şirket heyecan yaratmak ister ve ilk günde bir fiyat yükselişi bunu sağlar.
- 2- Şirket hisse senetlerinin genelde yalnızca küçük bir yüzdesi halka arz edilir. Bu nedenle mevcut hissedarlar, düşük fiyatlandırma sebebiyle, ilk bakışta görüldüğünden daha az sayıda hisseyi elden çıkarır.
- 3- Genel olarak, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketler, gelecekte de arzda bulunmayı planlarlar ve gelecekte başarılı olmayı temin etmenin en iyi yolu, başarılı bir ilk halka arzıdır ki düşük fiyatlandırma da bunu sağlar .

Literatürde düşük fiyatlamanın nedenleri konusunda çeşitli açıklamalar yapmışlardır. Bunlar arasında yasal risk<sup>5</sup>, kazananların laneti<sup>6</sup> ve işaret modelleri<sup>7</sup> yer alır.

Aracı şirket ihraççı ile sermaye piyasaları arasında bir düzenleyici işlev gösterirken, kendi refahını maksimize etmek isteyecektir. Buna göre ihraç işlemini gerçekleştiren yatırım bankası fiyat oluşumunu, aşırı fiyatlamanın gelecekte cezaya çaptırılabilmenin bir nedeni olabileceğini düşünerek belirleyecektir. Sermaye

---

<sup>5</sup> Litigation Risk

<sup>6</sup> The Winner's Curse

<sup>7</sup> Signaling Models

piyasalarında hem aşırı fiyatlanmış hem de düşük fiyatlanmış hisse senetlerine rastlanır. Ancak düşük fiyatlama, aracı şirket için yasal olarak kendini daha kolay savunma yoludur (Ogden, vd., 2003: 411).

Rock (1986) kazananların laneti yaklaşımına göre, halka arz edilecek hisse senedinin teklif fiyatı olması gerekenin çok altında belirlendiğinde aşırı bir taleple karşılaşılır. Bunun anlamı yatırımcıların istedikleri kadar bu hisse senetlerinden alım yapamayacaklarıdır. Buna ilaveten şirketin değeri ve arz fiyatının düşük fiyatlandırıldığını bilen bilgili yatırımcılar, diğer bilgisiz yatırımcıların ödeyeceği alım fiyatının üzerinden bir fiyatla, bu hisse senetlerine sahip olacaklardır ve geride kalan bilgisiz yatırımcılar bu hisse senetlerinden istedikleri kadar alım yapamayacaklardır. Benzer biçimde aşırı fiyatlanmış halka arz fiyatlarında ise bilgili yatırımcılar bu arzdan uzak duracaklardır ve bilgisiz yatırımcıların alımlarına piyasayı bırakacaklardır. Kazananların laneti olarak adlandırılan bu teoriye göre, sadece bilgili yatırımcıların alım yapması piyasayı etkin bir biçimde çalıştıramayacaktır. Bu yüzden düşük fiyatlama uygulanarak piyasaya diğer yatırımcıların girmesine de olanak tanınmalıdır (Ross, vd., 2002: 543).

İşaret modellerine göre, şirket değeri yüksek olan şirketler düşük fiyatlamayı bir strateji olarak uygulayarak, şirket değeri düşük olan rekabet ettikleri şirketlerin, bu hisse senedinin alınmasından vazgeçirme düşüncesine dayanır. Buna ilaveten yüksek şirket değeri olan şirketler düşük fiyatlandırmayı ikincil piyasadaki yatırımcıları bu hisse senedine yatırım yapmaları konusunda cesaretlendirmek amaçlı da kullanmaktadırlar. Bu modellerde bir yatırım bankasından ziyade, yatırımcılara direk olarak ulaşma isteği vardır. Ancak bir aracı şirketin bu süreçte yer alması hem

piyasanın etkinliğini hem de piyasanın koşulları hakkında çok daha az bilgiye sahip olabilecek yatırımcılara yardımcı olabilecektir (Ogden, vd., 2003: 411).

Ampirik çalışmalara göre, IPO'lar yüzde 15'lik bir düşük fiyatlama ile satılmaktadır. Bu olgu literatürde şirket, yatırım bankaları ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiye dayandırılmıştır (Horne, 2002: 578). Horne'na göre uzun dönemde halka arzların temel karakteristik özelliği olan hızlı artıştan sonra, yatırımcıların getirileri hisse senedinin ortalama getirisinden farklı olmayacaktır. Göreceli olarak bütün hisse senetleri piyasalarında, halka arz edilen hisse senetlerinin devam eden yıllar içindeki performansları düşüktür (Horne, 2002: 580).

Literatürde ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin hem uzun dönem hem de kısa dönem performansları ile ilgili çok sayıda çalışma vardır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar şunlardır.

Charles Kaplan (1997), 1984-1995 yılları arasında 1526 ilk halka arzı (IPO) incelemiş ve açılıştan ilk borsa işlem gününün sonuna kadar ortalama yüzde 16.4 kâr getirdikleri sonucuna ulaşmıştır. Kaplan IPO'ya geçişten sonraki üç yıl içerisindeki değerlenmenin piyasa beklentilerinin altında kaldığını bulmuştur. Kaplan, IPO'ların düşük uzun dönem performanslarını açıklamak için iki neden öne sürmüştür. İlki, yatırımcıların yeni şirketlerin gelecekteki karları için aşırı derecede iyimser olmalarıdır. İkinci neden, şirketin bu aşırı derecedeki iyimser periyodu halka açılmak için iyi bir fırsat olarak görmesidir. 1990'ların sonlarındaki IPO faaliyetleri bu iki nedeni de açıkça göstermektedir (Kleeburg, 2005: 29).

Ritter (1991) yaptığı çalışmada, üç yıllık periyot içerisinde IPO'ların performanslarının IPO olmayan şirketlere performanslarına kıyasla daha düşük olduğunu bulmuştur.

Loughran ve Ritter (1997) IPO'ların uzun dönem performanslarını incelemişlerdir. Sermaye hisselerini 1975-1995 yılları arasında ihraç eden şirketler ve aynı büyüklükte ama sermaye hisselerini ihraç etmeyen şirketler olarak iki grup oluşturup, toplamda 4573 şirketin performanslarını karşılaştırmışlar. Sonuçta, incelenilen IPO şirketlerinin ortalama yıllık getirisi yüzde 5 iken sermaye hisselerini ihraç etmeyen şirketlerin ortalama yıllık getirilerinin yüzde 7 olduğunu tespit etmişlerdir. Loughran ve Ritter, düşük performansın yanında IPO şirketlerinin sermaye hisselerini ihraç etmeyen şirketlere kıyasla daha fazla risk taşıdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre, sermaye hisselerini ihraç eden şirketlerin, hisseleri gereğinden fazla değerlendirilmektedir.

IPO'ların uzun dönem performanslarını inceleyen bir diğer çalışma, Alon vd., (1997), yaptıkları çalışmalarıdır. Ritter (1991)' den farklı olarak, IPO şirketlerinin düşük performans göstermediğini bulmuşlardır. Bu çalışma için kullanılan ölçüm periyodu IPO'nun ikinci borsa günü açılış fiyatı ile 5 yıl sonraki kapanış fiyatı arasındaki zaman dilimidir.

Brav ve Gompers (1997), düşük performansın daha küçük şirketlerle ilgili bir olay olduğunu savunmuşlardır. Yazarlar göre, IPO olan veya olmayan küçük şirketler daha büyük şirketlere kıyasla daha düşük performans gösterirler. Ayrıca, 1980'lerin ortasında yaşanan ekonomik krizi daha küçük şirketlerin performans düşüklüğünü göstermek için kullanmışlardır. Küçük şirketler, bu kriz döneminde sermayelerini arttırmada ve ürünlerini pazarlamada büyük sorunlar yaşamışlardır.

Brav ve Gompers'in çalışması, IPO olan şirketlerle olmayanlar arasında bir performans farkı olmadığını göstermesine rağmen şirketlerin risk sermayesi elde edip etmemesine bağlı olarak performansın değişebileceğini göstermiştir. Risk sermayesi

elde eden şirketlerin performanslarının diğerlerinden daha iyi olduğunu açıkça göstermişlerdir. Brav ve Gombert, küçük şirketler için IPO olup olmamanın bir fark yaratmadığı, önemli olanın risk sermayesi miktarı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Spiess ve Pettway (1997), 1987-1991 yılları arasında IPO'ya dönüşen ve IPO'dan üç yıl sonra sermaye arttırımı yapan toplam 172 şirketi incelemiştir. Araştırmacılara göre uzun süredir halka açılmayı planlayan ve IPO'yu bir kereye mahsus bir olay gibi görmeyen şirketler, IPO'nun maliyetini kaldıracaktır. Buna ilaveten şirketin ve yatırımcıların beklentilerini karşılanabilecektir. Planlı IPO süreci geçirmeyen ve IPO'ya finansman olanağı gözü ile bakan şirketler ise bu maliyeti kaldıramayacaktır.

Rajan ve Servaes (1997), 1985-1995 yılları arasında gerçekleşmiş IPO'ları incelemiştir. Onlara göre şirket IPO'ya kendini ne kadar iyi hazırlarsa ilk halka arza sunulan hisse senetlerini takip eden analistlerin sayısı o kadar fazla olacaktır. Yazarlar, analistlerin şirketin gelecekteki kazancının daha yüksek olacağını tahmin ettiklerini ve bunun da daha fazla yatırımcının bu halka arz edilen hisse senetlerinden satın aldıklarını tespit etmişlerdir. Rajan ve Servaes, analistlerin gelecekteki kazançları daha yüksek tahmin ettiklerini varsayıyorlar çünkü yatırımcıların birçoğu takip ettikleri şirketlere yakın ilişkilerde bulunarak yatırım bankaları için çalışmaktadırlar ve dolayısıyla da gelecekteki şirket kazançları için yanlı öngörülerde bulunabileceklerdir. Yazarlara göre, halka arza iyi hazırlanan şirketlerin performansları diğerlerine kıyasla daha iyi olacaktır.

Hensler, vd., (1997), IPO sürecini IPO'nun piyasaya çıktıktan sonraki performanslarını etkileyen faktörler açısından incelemiştir. Yazarlara göre, büyük IPO'lar, daha büyük kaynaklara sahip olmaları nedeniyle, küçük IPO'lara kıyasla

fiyat düşüşleri ile daha kolay başa çıkabilmektedirler. Yazarlara göre şirketin yaşı ve başlangıç getirisi IPO'nun performansını etkileyen faktörlerdendir.

İlk halka arza yönelik günümüz çalışmaları incelediğinde de benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar şunlardır:

Gannon ve Zhou (2008) 2000-2003 yılları arasında Çin menkul kıymetler piyasası üzerinde inceledikleri 586 şirket için yaptıkları araştırmalarında, yüksek getirinin halka arzın ilk işlem gününde ortaya çıktığını ve uzun dönemde düşük fiyatlama olgusunun ortadan kalktığını öne sürmüşlerdir.

Lin ve Hsu (2008) çalışmalarında, 1999-2004 yıllarına ait 274 şirket için yaptıkları çalışmada yatırım bankalarının düşük fiyatlama olgusuna neden olduklarını tespit etmişlerdir. Diğer Asya borsaları ile yaptıkları kıyaslamada düşük fiyatlamamanın bu piyasalara göre daha az olduğunu ve düşük fiyatlama etkisinin uzun dönemde azaldığını tespit etmişlerdir.

Shi, vd., (2008) 1990-1997 yılları arasında Avustralya için yaptıkları, şirket yaşı küçük, daha riskli ve kredibilitesi az olan şirketlerin ilk gün getirilerin yüzde 16.16 olduğunu tespit ederken, uzun dönemde normal üstü getirinin yüzde -15.78'e düştüğünü bulmuşlardır.

Bu çalışmaların her biri, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin neden beklenenden daha düşük veya daha yüksek performans gösterdiğini açıklayarak, halka arz edilecek şirketlerin oluşturabilecekleri strateji seçimi için önemli bilgiler sağlamaktadır. Ayrıca her ne kadar ilk halka arzlar, ortalamada yüksek ilk gün getirileri sağlasa da devam eden süre içerisindeki uzun vadeli getirilerin azaldığını ve ortalamanın altında kaldığını göstermektedir.

Aşağıda verdiğimiz Tablo 1.4. ilk kez halka arz edilmiş hisse senetlerinin ortalama başlangıç getirilerini, araştırmanın yapıldığı űlkeleri, araştırmayı yapanları, örnekleme sayılarını ve dönemlerini göstermektedir. Tablo 1.5. ise ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını göstermektedir.

Bu tablolar incelendiğinde yapılan çalışmaları ortak noktası olarak, hisse senetlerinin ilk gün getirilerinin pozitif olduğu, uzun dönemde ise bu getirilerinin genellikle negatif olduğu gerçeğidir.

**Tablo 1.4.** İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Başlangıç Getirileri

| Ülke         | Araştırmacılar                                                                                                              | Dönem     | Ortalama İlk Gün Getirisi |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------------------------|
| Arjantin     | Eijgenhuijsen & Van Der Valk                                                                                                | 1991-1994 | 4.4%                      |
| Avustralya   | Lee,Taylor & Walter; Woo; Rham; Ritter                                                                                      | 1976–2006 | 19.8                      |
| Avusturya    | Aussenegg                                                                                                                   | 1971-2006 | 6.5                       |
| Belçika      | Rogiers,Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter                                                                        | 1984-2006 | 13.5                      |
| Brezilya     | Aggarwal, Leal & Hernandez; Satino                                                                                          | 1979-1990 | 48.7                      |
| Bulgaristan  | Nikolov                                                                                                                     | 2004-2007 | 36.5                      |
| Kanada       | Jog & Riding;Jog & Srivastava; Kryznaowski,Lazrak & Ratika; Ritter                                                          | 1971-2006 | 7.1                       |
| Şili         | Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter                                                                        | 1982-2006 | 8.4                       |
| Çin          | Chen,Choi, and Jiang                                                                                                        | 1990-2005 | 164.5                     |
| Danimarka    | Jakopsen&Sorensen;Ritter                                                                                                    | 1984-2006 | 8.1                       |
| Finlandiya   | Keloharju                                                                                                                   | 1984-2006 | 17.2                      |
| Fransa       | Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard&Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter                                 | 1983-2006 | 10.7                      |
| Almanya      | Ljungqvist; Rochol; Ritter; Vismara                                                                                         | 1978-2008 | 25.3                      |
| Yunanistan   | Nounis, Kazantzis & Thomas                                                                                                  | 1976-2005 | 25.1                      |
| Hong Kong    | McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu ;Fung,Gul and Radhakrishnan;Ritter                                                   | 1980–2006 | 15.9                      |
| Hindistan    | Marisetty & Subrahmanyam                                                                                                    | 1990–2007 | 92.7                      |
| Endonezya    | Hanafi; Danny; Suherman                                                                                                     | 1989–2008 | 21.5                      |
| İran         | Bagherzadeh                                                                                                                 | 1991–2004 | 22.4                      |
| İrlanda      | Ritter                                                                                                                      | 1999-2006 | 23.7                      |
| İsrail       | Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser;Ritter                                                                                | 1990-2006 | 13.8                      |
| İtalya       | Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi;Vismara                                                                | 1985-2008 | 16.4                      |
| Japonya      | Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway; Ritter; TokyoIPO.com | 1970-2008 | 40.1                      |
| Kore         | Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Ritter                                                              | 1970–2008 | 55.2                      |
| Malezya      | Isa; Isa & Yong; Yong                                                                                                       | 1980-2006 | 69.6                      |
| Meksika      | Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk                                                                    | 1981-1994 | 15.9                      |
| Hollanda     | Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter                                                    | 1982-2006 | 10.2                      |
| Yeni Zelanda | Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter                                                                                          | 1979-2006 | 20.3                      |
| Norveç       | Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Ritter                                                                                  | 1984–2006 | 9.6                       |
| Filipinler   | Sullivan & Unite; Ritter                                                                                                    | 1987–2006 | 21.2                      |
| Polonya      | Jelic & Briston; Ritter                                                                                                     | 1991-2006 | 22.9                      |
| Portekiz     | Almeida & Duque; Ritter                                                                                                     | 1992-2006 | 11.6                      |
| Singapur     | Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter                                                                                        | 1973-2008 | 27.4                      |
| Singapur     | Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter                                                                                        | 1973-2008 | 27.4                      |
| İspanya      | Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera                                                                                         | 1986-2006 | 10.9                      |
| İsveç        | Rydqvist;Schustar; Simonov; Ritter                                                                                          | 1980-2006 | 27.3                      |
| İsviçre      | Drobtetz, Kammermann & Walchli; Ritter                                                                                      | 1983-2006 | 28.0                      |
| Tayvan       | Chen                                                                                                                        | 1980-2006 | 37.2                      |
| Tayland      | Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat;                                                                                | 1987-2007 | 36.6                      |
| Türkiye      | Kıymaz; Durukan; İnce; Küçükkocaoğlu                                                                                        | 1990–2008 | 10.6                      |
| İngiltere    | Dimson; Levis                                                                                                               | 1959–2008 | 16.3                      |
| A.B.D        | Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter                                                                                         | 1960–2008 | 16.9                      |

**Kaynak:** Loughran, Ritter, Rydquis; Temmuz 2009

**Tablo 1.5.** İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları

| Ülke       | Araştırmacılar      | Dönem     | Uzun Dönemli Getiriler |
|------------|---------------------|-----------|------------------------|
| Amerika    | Ritter              | 1975-1984 | -29,1                  |
|            | Lounghran           | 1967-1987 | -33,3                  |
|            | Lounghran ve Ritter | 1970-1990 | -30,0                  |
|            | Brav vd.            | 1975-1992 | -31,1                  |
|            | Levis               | 1980-1988 | -8,1                   |
| Almanya    | Ljungqvist          | 1970-1993 | -12,1                  |
| Japonya    | Cai ve Wei          | 1971-1990 | -27,0                  |
| İsveç      | Lounghran vd.       | 1980-1990 | 1,2                    |
| İsviçre    | Kuntz ve Aggarwall  | 1983-1989 | -6,1                   |
| Avustralya | Lee vd.             | 1976-1989 | -51,0                  |
| Brezilya   | Aggarwall vd.       | 1979-1990 | -47,0                  |
| Şili       | Aggarwall vd.       | 1982-1990 | -23,7                  |
| Kore       | Kim vd.             | 1985-1988 | 91,6                   |
| Hong Kong  | McGuinness          | 1980-1990 | -18,3                  |
| Singapur   | Kin ve Mahmood      | 1976-1984 | -9,2                   |

**Kaynak:** Alvarez, Gonzales; Mart, 2005

### 1.3.6. Halka Açılmanın Maliyetleri

Finans konusunda ilgilenenlerin ifade ettiği gibi, halka açılmanın iki farklı şekilde maliyeti söz konusu olacaktır. Bunlar doğrudan maliyetler ile dolaylı maliyetlerdir. Bu maliyetlerin çoğu göreceli olarak sabittir ve ölçek ekonomilerinden yararlanabilmektedirler.

Son yıllar içerisinde, hemen hemen tüm yatırım bankaları, ihraççı şirkete ödedikleri fiyat ile hisseleri halka sattıkları fiyat arasında yüzde 7’lik bir alış-satış fiyatı marjı koymuştur. Böylece, arz fiyatının yüzde 7’sini tazminatları olarak alıkoymaları. Hisse senedi başına 12 dolarlık bir arz fiyatı için, aracı kurumların doğrudan aldığı tazminat, hisse senedi başına 0.84 dolar olacaktır. 7 milyon adet hisse senedi ihraç edilmiş olsa, doğrudan aracılık yüklenime bağlı bu maliyetler yaklaşık 5.88 milyon dolar olmaktadır. Diğer yandan avukatlık ücretleri, muhasebe masrafları, basım, baskı vb. gibi başka doğrudan masraflar da vardır. Dolayısıyla bu

ücretler, küçük bir ilk halka arzın büyük bir yüzdesi olabilir (Brigham ve Daves, 2004: 594).

Ama bir o kadar önemli olan dolaylı maliyetler de vardır. Hisse senedi sayısının kapanış fiyatı ile arz fiyatı arasındaki fark ile çarpımından elde edilen rakama eşit olan masada bırakılan para oldukça fazla olabilir .

Örneğin, 12 dolarlık bir arz fiyatı üzerinden, nispeten ılımlı seviyede, 14.41 doları bulan bir ilk gün yükselişi için; dolaylı maliyetler  $7.000.000 (14.41 \$ - 12.00 \$) = 15.47$  milyon \$ olur.

Ayrıca, üst düzey yöneticiler, işletmeyi yönetmektense, ilk halka arz üzerinde çalışarak çok büyük miktarda zaman harcarlar. Bu durum kolayca ölçülemese bile kesinlikle yüksek bir maliyet oluşturacaktır.

Yukarıda verdiğimiz örnekte şirket, 84 milyon dolarlık kazanç sağlayacak, aracı kurumlar ve onların satış temsilcileri 5.88 milyon dolar alacak ve 15.47 milyon dolar masada bırakılacaktır (Brigham ve Daves 2004: 598). Dolayısıyla ilk halka arz maliyetli bir süreçtir.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde, Jenkinson İngiltere için yaptığı araştırmada, ilk halka arz yönelik, ortalama sabit maliyetlerinin toplam harcamalar içindeki payının yüzde 10.4'ten yüzde 5.2'ye gerilediğini tespit etmiştir. Benzer süreç Amerikan menkul kıymet piyasası içinde geçerlidir ve bu oran yüzde 18.2'den yüzde 6.8'e kadar gerilemiştir (Jenkinson ve Ljungqvist, 1996: 14).

### **1.3.7. İkincil Piyasanın Önemi**

İlk halka arzdan sonra aktif bir ikincil piyasa, ilk halka arzdan önceki hissedarlara, bir kısım varlıklarını nakde çevirme fırsatı verir ve ileride ek sermaye artırımını şirket açısından kolaylaştırır, çalışanlara yönelik hisse senedi opsiyonlarını

daha cazip hale getirir ve şirket için hisse senetlerini kullanarak diğer şirketleri satın almayı kolaylaştırır. Aktif bir ikincil piyasa söz konusu olmadığında, bir ilk halka arz gerçekleştirmek rasyonel olmayacaktır. Bu nedenle, şirketler, bir ilk halka arzın yüksek maliyetleri altına girmeden önce, hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem göreceğinden emin olmaya çalışmalıdır .

Çeşitli ikincil piyasa türleri vardır bunlar arasında, fiziksel borsalar<sup>8</sup>, üye temsilci piyasaları<sup>9</sup> ve ilân tahtaları<sup>10</sup> öne çıkanlardır (Horn ve Wachowicz, 2005: 517; Brigham ve Daves 2004: 598; Kolb ve Rodriguez, 1996: 222)

New York Stok Exchange (NYSE) ve the American Stok Exchange (AMEX) gibi fiziksel borsalar, işlemlerini gerçek bir mekanda yürütür. Genel olarak, NYSE ve AMEX mükemmel bir likidite sağlar. Hisse senetlerini kote ettirmek için, şirketlerin bir borsaya başvurması ve borsanın minimum şartlarını karşılaması gerekir. Bu şartlar, şirketin net geliri, piyasa değeri ve halka açıklık durumu ile ilgilidir. Aynı zamanda, şirket, bazı bilgileri borsaya açıklamaya ve borsanın alım satım işlemlerini takip etmesine yardımcı olmayı kabul etmeli ve böylece kimsenin hisse senedinin fiyatını manipüle etmeye girişmediğini temin etmelidir.

Bir şirketin gerekli şartları karşıladığı düşünüldüğünde, kotasyonun şirket ve hissedarları için faydalı olduğuna inanılır. Kote edilen şirketler, belli miktarda reklam ve tanıtım hakkı elde eder. Kote edilmiş bir şirket olmaları onların prestij ve itibarını artırabilir. Bu durum genellikle yüksek satışlarla sonuçlanır. Yatırımcılar, daha fazla bilgiye, daha fazla likiditeye ve kote edilen fiyatın manipüle edilmediğine

---

<sup>8</sup> Söz konusu sözcüğün asıl metinde geçen İngilizce karşılığı “physical stock exchanges” olup; gerçek bir mekanı, binası vs. olan bir anlamda kurum haline gelmiş, somut borsaları ifade etmektedir.

<sup>9</sup> Söz konusu sözcüğün asıl metinde geçen İngilizce karşılığı “dealer markets”dır. Şirketler hisse alım satım konuları ile ilgili olarak bir aracı kurumla çalışmayıp, kendi içerisinden bir temsilciyi bu işlerle ilgilenmeye görevlendirir; işte bu temsilciler “dealer” olarak ifade edilmektedir. Bu üye temsilcilerin alım satım işlemi gerçekleştirdiği piyasalara da üye temsilci piyasaları denilmesi uygun olacaktır.

<sup>10</sup> Söz konusu sözcüğün asıl metinde geçen İngilizce karşılığı “bulletin boards” olup; hisse senedi alım satımlar, ihaleler vs. ile ilgili duyuru ve ilanların asıldığı tahtaları, panoları ifade etmektedir.

dair güvene olumlu cevap verirler. Kotasyon yatırımcılara bu faydaları sağlar. Sonuç olarak, yöneticilere şirketlerinin öz sermaye maliyetlerini düşürme ve hisse senetlerinin değerini yükseltmede yardımcı olur.

Fiziksel borsaların avantajları, bilgisayarlar ve internet sonucunda azalmaya başlamıştır. Bu durum üye temsilci piyasalarına yaramıştır. Başlıca üye temsilci piyasalarını Nasdaq yönetmektedir, ve bunlar Nasdaq Ulusal Borsası ile Nasdaq SmallCap Borsasıdır. Yeni ilk halka arza konu hisse senetlerinin hemen hemen yüzde 85'i bu borsalarda işlem görür. Fiziksel borsaların aksine, üye temsilci piyasaları, her biri bir veya daha fazla hisse senedi üzerinden piyasa yapıcılığına, yani borsa işlemleri yürütmeye soyunan bir üye temsilciler ağından oluşur. Bir üye temsilcisi, hisse senetlerinin stokunu elinde bulundurarak ve ardından hisse senedini satmak veya almak için tekliflerde bulunarak, bir şirketin sermaye karşılığı hisse senetleri üzerinden piyasa yapar. Bu piyasalarda pek çok hisse senedinin mükemmel likiditesi olur. Bu yüzden NYSE'de kotasyon için gerekli şartları kolaylıkla karşıladıkları halde bu borsalarda kalmayı tercih edebilirler.

Her ne kadar NASDAQ Ulusal Borsası veya SmallCap<sup>11</sup> Borsasında kotasyon için gerekli şartlar NYSE'nin şartları kadar sıkı değilse de, bazı şirketler bunları karşılamada başarısız olur ve böylece borsa kotundan çıkarılırlar. Bu şirketlere yönelik olarak, hisse senetlerinin alımı veya satımı için, Nasdaq tarafından yönetilen elektronik ilan tahtası olan tezgahüstü piyasa (OTC) ilan tahtasına teklifler asılabilir. Bununla birlikte, bu hisse senetlerinde çok az likidite vardır ve bir ilk halka arzda şirketin hisse senetleri sonunda OTC ilan tahtasına asılıyorsa bu başarısızlık olarak değerlendirilecektir.

---

<sup>11</sup> Küçük kapitalizasyona sahip şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü borsadır.

Likit ve yasalara uygun bir ikinci piyasa, bir ilk halka arzın ya da diğer herhangi bir halka hisse senedinin başarısı açısından kritik öneme sahiptir. Bu nedenle, hisse senetleri ihraç etme sürecini düzenlemenin yanı sıra, Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu (SEC)'nun ikincil piyasalara ilişkin sorumlulukları da vardır.

#### **1.4. KİSMİ İŞTİRAK HİSSESİ SATIMLARI: ÖZEL BİR TÜR OLARAK İLK HALKA ARZ**

Ana şirketin bir iştirakindeki hisselerin genellikle yüzde 20 veya daha azı olmak üzere, bir kısmını bir ilk halka arz yoluyla satışına kısmi iştirak hissesi satımı<sup>12</sup> (veya kısmi halka arz<sup>13</sup> ya da spin out<sup>14</sup>) denir ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

Genellikle ana şirketler tarafından sermaye karşılığı yeni hisse senetlerinin ihraç edildiğine yönelik ilanlar, hisse senedi fiyatlarını genel olarak düşürürken, kısmi iştirak hissesi satımı ilanları, genel olarak, hisse senedi fiyatlarında artışlarla sonuçlanır. Bu yanıtlanması gereken bir sorundur (Brigham ve Daves, 2004: 601).

Bu sorunun yanıtı, kısmi iştirak hissesi satımlarının, bir iş kolu temelinde şirketin büyüme olanaklarına ilişkin değerlendirme yapılmasını kolaylaştırmasıdır. Kısmi iştirak hissesi satımlarının bir başka potansiyel avantajı, sermaye tahsisin etkililiğini artırabilmeleridir. Buna göre bir kısmi iştirak hissesi satımından sonra farklı iş birimleri için sermaye maliyetini hesaplamak daha kolay olacaktır. Buna bağlı olarak şirketler topluluğu biçimindeki ana şirkette hisse senedi arz etmektense dar odaklı bir iş kolunda, sermayeden pay satışı yaparak yatırımcıların karşı karşıya

---

<sup>12</sup> Equity Carveout

<sup>13</sup> Partial Public Offering

<sup>14</sup> Belir bir şirketin bölümlerinden birinin, ayrı bir işletme oluşturmak üzere ayrılması; şirketin bu şekilde bölünmesidir.

kaldığı belirsizliği azaltabilir. Bu sermaye maliyetini çeşitli birimler açısından azaltabilir ve böylece konsolide işletmenin toplam değerini artırabilir.

Buna karşın, kısmi iştirak hissesi satımlarının bazı yan maliyetleri de vardır. Birincisi, bir kısmi iştirak hissesi satımı ile ilintili aracılık yüklenim komisyonu, ana şirket tarafından hisse senedi ihracına kıyasla daha fazladır. İkincisi, kısmi iştirak hissesi satımı, bir tür ilk halka arz olduğu için yeni arzı düşük fiyatlandırma yönünde bir potansiyel vardır. Üçüncüsü, iştirakin anahtar yöneticileri, yeni hisse senetlerini pazarlamaya önemli miktarda zaman harcamak zorundadır. Dördüncüsü, kısmi iştirak hissesi satımında ortaya çıkan, azınlık hisselerine ilişkin maliyetler vardır. Bir başka deyişle, iştirakin yeni yönetim kurulu, iştirak ile ana şirket arasındaki tüm işlemleri izlemek zorundadır. Son olarak, yıllık raporlar, ilgili menkul kıymet dosyaları, analist sunumları vb. dahil olmak üzere hem ana şirket hem de iştirak tarafından üstlenilmesi gereken ek maliyetler vardır (Brigham ve Daves, 2004: 602).

Sonuç olarak, kısmi iştirak hissesi satımlarının maliyetleri olduğu gibi faydaları da vardır ve bu faydalar, pek çok durumda kısmi iştirak hissesi satımını cazip bir seçenek haline getirebilir.

## **1.5. İLK HALKA ARZ DIŞINDAKİ YATIRIM BANKACILIĞI FALİYETLERİ**

Yatırım bankaları ilk halka arzlarda yardımcı olmanın yanı sıra, halka açık şirketlere de ek borç ve ana sermaye artırımını konularında yardımcı olur. Bu kısımda, yatırım bankaları ile halka açık şirketlerin, sermaye artırımını amacıyla birlikte

çalışma biçimlerini incelencektir. Bu çalışmaların arasında, ön kararlar<sup>15</sup>, özel plasman<sup>16</sup>, raf kayıtları<sup>17</sup>, mevsimsel halka arzlar<sup>18</sup> ve hak tanınmalar<sup>19</sup> yer alır.

### 1.5.1. Ön Kararlar

Sermaye artırmadan önce, şirket bazı başlangıç kararları, ön kararlar alır. Bu kararlar şunları içerir (Ehrhardt ve Brigham 2005: 661 - 662):

1- Artırılacak sermaye tutarı.

2- Kullanılacak menkul kıymetlerin türü. Adi hisse senetleri, imtiyazlı hisseler, tahviller veya karma menkul kıymetler mi veya bunların bir kombinasyonu mu kullanılmalıdır. Ayrıca, adi hisse senetleri ihraç edilecekse bu bir hak tanıma olarak mı yoksa halka doğrudan satış yoluyla mı gerçekleştirilmelidir.

3- Rekabetçi teklife karşılık pazarlık sonucu anlaşma. Şirket kolay bir biçimde, menkul kıymetlerinden bir bölümünü en yüksek teklifi verene mi satmalı, yoksa yatırım bankacısı ile pazarlıkla bir anlaşma mı yapmalı? Bu iki usule sırasıyla, rekabetçi teklifler<sup>20</sup> ve pazarlık sonucu yapılan anlaşmalar<sup>21</sup> denir. Büyük şirketler haricinde, sermaye karşılığı hisse senetleri ve tahvil arzları genellikle pazarlık esasına dayalıdır.

4- Yatırım bankasının seçilmesi. Çoğu anlaşma pazarlık yoluyla yapılır. Bu nedenle şirket bir yatırım bankacısı seçmek durumundadır. Bu konu halka açılan bir şirket için önemli bir karar olabilir. Öte yandan, daha önceden halka açılmış daha eski bir şirketin, bir yatırım bankacısıyla yerleşmiş bir ilişkisi olacaktır. Bununla

---

<sup>15</sup> Preliminary Decisions

<sup>16</sup> Private Placement

<sup>17</sup> Shelf Registrations

<sup>18</sup> Seasoned Equity Offerings

<sup>19</sup> Rights Offerings

<sup>20</sup> Competitive Bids

<sup>21</sup> Negotiated Deals

birlikte, şirket memnun olmazsa, bankacıları değiştirmek kolaydır. Farklı şirketlere yönelik farklı yatırım bankacılığı kuruluşları vardır. Yatırım bankacılığı kurumları, yeni ihraçları, büyük oranda devamlı simsarlık yaptıkları kendi müşterilerine satarlar. Dolayısıyla bu müşterilerin özelliği kurumsal ihraççıların nazarında aracı kurumun iyi bir iş çıkarabilmesi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Son olarak, bir aracı kurumu seçerken önde gelen faktörlerden biri, itibarlı bir analistten gelecek güçlü bir alım tavsiyesi hızlı bir fiyat yükselişini tetikleyebileceğinden, ikincil piyasada sermaye karşılığı hisse senetlerine teminat verecek analistin itibar sahibi olmasıdır.

### **1.5.2. Özel Plasman**

Özel plasmada, menkul kıymetler genellikle kurumsal yatırımcılara satılır. En çok tahvillerde özel plasman görülür ama aynı zamanda sermaye karşılığı hisse senetlerinin plasman satışları da söz konusudur.

Özel plasman satışının başlıca avantajları arasında ihraç maliyetlerinin daha düşük olması, satışın daha hızlı gerçekleşmesi, bu tür menkul kıymetlere yönelik düzenlemenin daha esnek olması, finansal sıkıntıların çözümünde kolaylık sağlaması ve fiyatlamanın halka arza göre daha kolay yapılabilmesi sayılabilir (Douglas vd., 1998: 689). Bunun nedeni hisse senetleri ilgili menkul kıymet borsasının kayıt sürecinden geçmemesidir. Bir başka deyişle özel plasman satış türü, büyük bir şirketin daha küçük bir tedarikçi şirkete öz sermaye yatırımında bulunmasıdır.

Bir özel plasman satışın başlıca dezavantajı ise menkul kıymetlerin genellikle menkul kıymet borsalarında kayıt sürecinden geçmemesi ve ilgili kurallar gereğince, ilk satıcının onları satmak istemesi durumunda başka bir büyük bilgili alıcı dışında kimseye satılamamasıdır.

### **1.5.3. Raf Kayıtları**

İlgili menkul kıymet borsası kuralı gereğince, menkul kıymetler ihraç eden büyük, tanınmış halka açık şirketler bir ana kayıt beyannamesi hazırlayıp, daha sonra bunu her bir arzın hemen öncesinde kısa beyanlarla güncelleyebilir. Bu prosedüre raf kayıt denir. Bunun nedeni gerçekte şirket yeni menkul kıymetlerini raf üstüne koyarak ve daha sonra bunları, piyasanın doğru anı olduğunu hissettiği zaman yatırımcılara satmasıdır.

Raf kayıtların, standart kayıtlara kıyasla iki avantajı vardır: Bunlar ihraç maliyetleri daha düşük olması ile ihracın zamanlaması üzerinde daha fazla kontrol sahibi olunmasıdır (Kolb ve Rodriguez, 1996: 236).

### **1.5.4. Dönemsel Halka Arzlar**

Sermaye karşılığı hisse senetleri daha önce halka arz edilmiş bir şirket, ek hisse senetleri ihraç ettiğinde buna dönemsel halka arz denir. Literatürde bu kavram müteakip arz<sup>22</sup> olarak da bilinir.

Hisse senetleri daha önce halka açık olarak işlem gördüğünden, arz fiyatı hisse senedinin mevcut piyasa fiyatına dayandırılacaktır. Genel olarak yatırım bankası hisse senetlerini kaydın son gününde kapanış fiyatının birkaç puan altında satın alır.

İhraç nispeten düşük fiyatlandırılırsa, yatırım bankacısının işi daha kolay olacaktır. Ancak, doğal olarak ihraççı fiyatın olabildiğince yüksek olmasını ister. Bu durumda, yatırım bankacısı ile ihraççı arasında fiyat konusunda bir çıkar çatışması ortaya çıkar. Eğer ihraççı mali konularda bilgi sahibi ise ve benzer menkul kıymetler

---

<sup>22</sup> İlk halka arz sonrasında gerçekleştirilen halka arzlar.

ihraçları ile karşılaştırmalar yaparsa, yatırım bankacısı piyasaya yakın fiyatlandırma yapmak zorunda kalacaktır.

Olgun bir şirket tarafından yeni bir hisse senedi arzı ilanında bulunulması, genellikle negatif bir işaret olarak kabul edilir. Buna göre şirketin gelecekteki durumu ile ilgili olasılıklar iyi olsa, yönetim yeni hisse senetleri ihraç etmek istemez ve yeni hissedarlarla iyi bir geleceği paylaşmak istemezlerdi. Bu nedenle, yeni bir arzın ilanı kötü haber olarak kabul edilir. Sonuç olarak, ilan verildiğinde fiyat muhtemelen düşecektir. Böylece arz fiyatının ilan öncesi piyasa fiyatının önemli oranda altında bir fiyat seviyesinde belirlenmesi gerekecektir (Ehrhardt ve Brigham 2005: 663).

Dönemsel halka arzlarda da ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinde olduğu gibi uzun dönemde performans düşüklüğü yaşanırken, bu oranın karşılaştırma yapıldığında IPO kadar olmadığı görülmüştür (Horne, 2002: 582).

Buna karşılık, şirket halka açılıyorsa yerleşmiş hiçbir fiyat veya talep eğrisi olmayacaktır. Bu durumda yatırım bankaları, hisse senetlerinin arzdan sonra satılacağı denge fiyatını tahmin etmek durumunda kalacaktır.

Çoğu ilk halka arzda olduğu gibi, arz fiyatının gerçek denge fiyatının altında belirlenirse, hisse senetlerinin ihraçtan sonra hızla yükseleceğini ve şirket ile onun satış hissedarlarının, istenen sermayeyi elde etmek için gereğinden çok hisse senedini elden çıkarmış olacağını dikkate almalıyız.

Arz fiyatı gerçek denge fiyatının üzerinde belirlenirse, ya ihraç başarısız olacaktır, ya da yatırım bankaları hisse senetlerini normal yatırımcılara satmayı başarması durumunda, hisse senetlerinin daha sonra denge seviyesine düşmesiyle bu

yatırımcılar zarar edeceklerdir. Bu nedenle, her ne kadar denge fiyatını tahmin etmek güç olsa bile, fiyatların denge fiyatına yakın belirlenmesi önemlidir.

#### **1.5.5. Hak Tanımlar**

Adi hisse senedi sahipleri genellikle, şirket tarafından satılan herhangi bir ek hisse senedini almak için ön alım hakkı<sup>23</sup> denilen hakka sahiptir. Bu hak şirketin yeni hisse senedi ihraç etmesi durumunda, bu ihracın öncelik hakkının kendi ortaklarına vermesi olarak tanımlanır (Levy ve Sarnat, 1071: 840).

Ön alım hakkının iki amacı vardır. Birincisi, mevcut hissedarların kontroldeki mevcut konumunu koruması olurken. ikincisi, hissedarları hisselerin değer kaybına uğraması karşısında korumasıdır.

Belli bir şirketin sözleşmesi içerisinde ön alım hakkı yer alıyorsa, şirket yeni ihraç edilen herhangi bir adi hisseyi mevcut hissedarlarına arz etmek zorundadır. Sözleşme bir ön alım hakkı öngörmüyorsa, şirket satışı mevcut hissedarlarına veya daha kapsamlı olarak halka yapmaya karar verebilir. Hisseleri mevcut hissedarlarına satarsa, arza hak tanıma<sup>24</sup> denir. Her hissedara hisse senetlerinden belli miktarda alabilmesi için bir opsiyon verilir ve opsiyonun şartları, hisse senedi alım hakkı<sup>25</sup> ya da hak<sup>26</sup> denen bir belge üzerinde listelenir. Her hissedar, elinde bulunan hisse senetlerinin her bir hissesi için bir hak alır. Eğer hissedar, ek hisselerden hiçbirini almak istemiyorsa, bu durumda hakları, hisse senetlerinden almak isteyen bir başka kişiye satabilir (Brigham ve Daves, 2004: 607).

---

<sup>23</sup> Preemptive Right

<sup>24</sup> Rights Offering

<sup>25</sup> Stock Purchase Right

<sup>26</sup> Right

## 1.6. ÖZELLEŞTİRMEYE KARAR VERME

Bir özelleştirme işleminde halka açık bir şirketin tüm ana sermayesi, genellikle şirketin mevcut üst düzey yönetimini içeren küçük bir yatırımcı grubu tarafından satın alınır. Bu işlemlerin bazılarında, mevcut yönetim grubu şirketin ana sermayesinin tamamını alır. Diğerlerinde ise mevcut yönetim mülkiyete dışarıdan bir grup yatırımcı ile iştirak eder. Bu yatırımcılar artık özel olan şirketin yönetim kuruluna yöneticilerini sokar ve kamu elindeki hisse senetlerinin satın alınması için gerekli finansmanı sağlar. Bu tür işlemler, genellikle önemli miktarda borçlanmayı içerir, bu miktar genellikle yüzde 90'a kadar çıkar ve bu nedenle bu işlemler yaygın olarak kaldıraçlı satın almalar<sup>27</sup> (KSA'lar) olarak bilinir (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 664; Ross vd., 2002: 489).

Şirket açısından özelleştirmenin başlıca avantajları şunlardır (Ehrhardt ve Brigham, 2005: 665 - 666):

1- İdari masraflardan tasarruf. Özelleştirme bir şirketin hisse senetlerini kamunun elinden aldığı için menkul kıymetlerin kaydı, yıllık raporlar, borsa raporları, hissedar araştırmalarına cevap verme vs. ile ilgili masraflardan tasarruf sağlar. Daha önemlisi, özel şirketlerin üst düzey yöneticileri, menkul kıymet analistleri, hükümet organları ve diğer dış taraflarla görüşmeler yapmak durumunda değildir<sup>28</sup>.

2- Daha fazla yönetici teşviki sağlanması. Potansiyel olarak çok daha önemli bir yarar üst düzey yönetim performansına yönelik teşviklerin iyileştirilmesinden gelir. Yönetimin daha fazla hisse senedine sahip olması, yöneticilerin doğrudan

---

<sup>27</sup> Leveraged Buyouts (LBOs)

<sup>28</sup> Daha önceki bölümlerde halka açılmayla birlikte hisse senetlerinin ilgili menkul kıymet borsasına kaydı, gerekli yıllık ve çeşitli raporların hazırlanması vs. gibi yerine gerçekleştirilmesi gereken bazı işlemlerden bahsedilmişti. İşte, özel bir şirket bu tür işlemler olmadığı için bunlardan doğan masraflar da yapılmaz; tasarruf yapılmış olur.

kendi çabalarından daha fazla kâr etmesi anlamına gelir; böylece yönetimin verimliliği, özelleştirmeden sonra artma eğilimi gösterir. Şirket oldukça başarılı ise, yöneticiler şahsî net değerlerinin arttığını görebilirler; ancak öte yandan şirket başarısız olursa, yöneticiler sonunda her şeyi kaybedecektir.

3- Yönetimde daha fazla esneklik. Bir başka değer kaynağı, özel şirketlerin yöneticilerinde bulunan daha fazla esneklikten gelmektedir. Bu yöneticiler, gelecek üç ayın kazançlarındaki düşüşün şirketin hisse senetleri fiyatına ne yapacağı konusunda kaygılanmak durumunda değildir. Böylece sonunda şirketin değeri bakımından pozitif en büyük etkiyi yapacak olan uzun vadeli stratejik eylemlere odaklanabilirler. Varlık satışları ile ilgili olarak da yönetim esnekliği özel bir şirkette daha yüksektir çünkü bu tür satışların, potansiyel olarak farklı çıkarları olan çok sayıdaki hissedarlar tarafından onaylanması gerekmeyecektir.

4- Daha fazla hissedar katılımı. Özelleştirme genel olarak, dağınık, büyük oranda pasif kamu hissedarlarından oluşan bir grubun yerine, şirketin yönetiminde çok daha aktif rol üstlenen küçük bir yatırımcı grubunun konulması ile sonuçlanır. Bu yeni öz sermaye yatırımcılarının özel şirket içerisinde önemli bir pozisyonu vardır. Bu nedenle, yönetimi izlemek ve yönetime teşvikler sağlamak konusunda bir kamu şirketinin tipik hissedarlarına kıyasla daha fazla motivasyona sahiptir. Ayrıca, yönetimle ilgili olmayan yeni öz sermaye yatırımcıları, tipik olarak yönetim kurulunda temsil edilirler ve yeni şirkete mali anlamda derin uzmanlık getirir. Bu yöneticilerin, şirketin zarar eden bölümlerini yöneten iyi arkadaşları yoktur dolayısıyla kolay kolay değişmeyen yöneticilere kıyasla işletme ile ilgili büyük değişiklikler yapma konusunda daha isteklidirler<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Şirketlerde kayba neden olan bölümler olabilir ve bunlarla ilgili gereken işlemlerin yapılması gerekir; ancak söz konusu bölümlerde gerekli işlemleri gerçekleştirmesi gereken kişinin koruyup

5- Daha fazla miktarda mali kaldıraç. Özelleşmek genellikle şirketin borç finansmanı kullanımında esaslı bir yükselişe neden olur ki; bunun da iki etkisi vardır. Birincisi, şirketin vergileri, indirimli faiz ödemelerindeki artış nedeniyle düşer; böylece işletme gelirlerinin daha büyük bir kısmı yatırımcıların eline geçer. İkincisi, artan borcu ödeme gerekliliği yöneticileri, şirketin borçlarını karşılayabilmesi için yeterince nakde sahip olmasını sağlamak amacıyla masrafları düşük tutmaya zorlar. Yüksek seviyede kaldıraçlı bir şirketin gücü buna yetmeyebilir.

Bu noktada neden bütün şirketlerin özel mülkiyetli olmadığı sorulabilir? Özel bir şirket olmanın gerçek faydaları olmakla birlikte, halka açık bir şirket olmanın da faydaları vardır.

Bu faydalardan en belirginini, halka açık şirketlerin yüksek miktarlarda öz sermayeye uygun şartlar altında erişebilmesidir ve çoğu şirket için sermaye piyasalarına erişim avantajı özelleşmenin avantajlarından daha fazladır. Aynı zamanda, özelleşen çoğu şirketin, özel şirket olarak birkaç sene faaliyet gösterdikten sonra yeniden halka açıldığını da göz önünde bulundurulması gerekir. Buna karşın özel şirket döneminde, yönetim verimsiz işlere girişmez, şirket genelinde masrafları kısar ve genel olarak faaliyetlerini etkin kılar. Bu tür davranışla, şirketin yatırımcılar üzerindeki değerini artırır (Brigham ve Daves, 2004: 613).

## **1.7. İLK HALKA ARZLARDA YÖNETİCİLERİN VE YÖNETİM KURULLARININ ETKİLERİ**

İlk halka arz performansına ilişkin ampirik bulgular daha öncede ifade ettiğimiz gibi genel olarak iki esasa işaret etmektedir. Birincisi ortalama olarak,

---

kollaması, kayırması gerektiğini düşündüğü yakınları olması durumunda, bu işlemler kolaylıkla gerçekleştirilemez. Dolayısıyla, şirket dışından, içeride bu tür tanıdıkları olmayan yeni hissedarlar, söz konusu eksikliklerin giderilmesi için gerekli işlemlerin yapılması konusunda tereddüt etmeyecektir.

hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketler halka arz işleminin ilk gününde pozitif borsa performansına sahip olma eğilimi göstermektedir. Hisse senedi fiyatındaki bu artış düşük fiyatlandırma olarak bilinir. Bunun nedeni hisselerini halka arz eden çoğu şirket halka arz işleminin ilk gününde artma eğilimi gösteren belli bir fiyattan (teklif fiyatı olarak bilinir) adi senet satar. İkincisi, bu ilk işlem günündeki pozitif performansa karşın aynı şirketler uzun vadeli piyasa performansı bakımından zayıf performans gösterme eğiliminde olurlar (Ritter ve Welch, 2002).

Literatürdeki bu araştırmaların yanı sıra, pek çok araştırmaya konu olan yöneticiler ve yönetim kurullarının hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin ilk gün performansı üzerindeki etkileri de incelemiştir. Kişilerin etkisini ele alan bu tür araştırmalar, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin aynı zamanda şirketlerin kurucusu da olan Şirket Genel Müdürleri (CEO) üzerine odaklanmaktadır.

Bundan sonraki yapacağımız açıklamalar hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin yönetici ve yönetim kurullarının bu süreçteki etkileri üzerine olacaktır (Certo, vd., 2007: 271-275).

#### **1.7.1. Şirket Genel Müdürleri (CEO)**

Potansiyel yatırımcıların yatırım kararları konusunda bilgi vermeye yardımcı olmak açısından bu kuram CEO'nun elinde bulunan şirket hisse senedi miktarının ilk halka arz sürecini çevreleyen belirsizliği azaltmada yardımcı olduğunu ileri sürmektedir. Daha açık bir ifadeyle, CEO'ların ellerinde yüksek seviyede hisse senedi bulundurması potansiyel yatırımcılara değerli sinyaller verme işlevi gördüğü için araştırmacılar, CEO'ların elinde bulundurduğu hisse senetleri ile ilk halka arz performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu savunmaktadır (Jensen ve

Meckling, 1976; Leland ve Pyle, 1977). Bu tür sinyaller, hisseleri ilk kez halka arz edilen bir şirketin performans olasılıklarına dair belirsizlik ve şüphenin azalmasına yardımcı olmaktadır ve bu da, potansiyel olarak o şirketin kalitesi yüksek dış yatırımcıları çekmesine olanak sağlamaktadır.

Araştırmacılar, CEO mülkiyeti ile ilgili bu incelemeyi, CEO tazminatının ilk halka arz süreci içerisindeki rolünü de kapsayacak şekilde genişletmişlerdir. Bu konuda öncü olarak, Beatty ve Zajac (1994) hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin CEO'larının sözleşme kontratlarını incelemiş ve riskin ilk halka arz sürecindeki sorunlu rolü üzerinde durmuştur. Yazarlar, ilk halka arz süreciyle ilişkilendirilen yüksek riskin, şirketin iyi sözleşme kontratları yapma kapasitesini etkilediğini iddia etmişlerdir. Daha yakın zamanda, araştırmacılar, CEO sözleşme kontratları ile hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketin performansı arasındaki ilişkiyi değerlendirmişlerdir. Certo, Daily, Cannella ve Dalton (2003) CEO hisse senedi opsiyon hakkı sözleşmesinin ilk halka arz performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Hisse senedi opsiyonu sözleşmelerinin, ilk halka arz performansı ile pozitif ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Yazarlar, hisse senedi opsiyonları CEO'ları gelecekteki büyüme için gerekli riskleri almaya teşvik ettiği için, yüksek seviye hisse senedi opsiyonları alan CEO'ların bulunduğu şirketlere, yatırımcıların daha yüksek primler ödediğini ileri sürmüştür.

Hisse senedi ve sözleşme özelliklerine ek olarak, araştırmacılar diğer CEO nitelikleri ve bunların hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin performansı ile ilişkilerini ele almışlardır. CEO'ların iş geçmişlerini inceleyen Finkle (1998), finans alanında temeli bulunanlar ile daha fazla sayıda hissenin arzı arasında bağ olduğunu bulmuşlardır. Bununla birlikte ilgili bir araştırmada Andrews ve Welbourne (2000)

da CEO'ların iş geçmişlerini incelemiş ve finans geçmişleri ile yatırımcı değerlendirmeleri arasında hiçbir ilişki bulamamışlardır.

Araştırmanın bir başka kolu, kurucuların performans üzerindeki ilişkilerini anlamaya çalışmıştır. Bir araştırmada Certo vd., (2001), şirketlerini halka arza götürürken CEO'ların kurucu statüsünü incelemiştir. Özellikle, aynı zamanda şirketlerin kurucuları olan CEO'lar ile yatırımcılar arasında daha yüksek veya daha düşük seviyelerde bir ilişki olup olmadığını test etmişlerdir. Yazarlar, kurucu CEO'ların kurucu olmayan CEO'lara kıyasla daha yüksek seviyelerde düşük fiyatlandırmada etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca yatırımcıların daha düşük seviyelerdeki belirsizliği profesyonel kurucu olmayan CEO'lara ilişkili olduğunu ve bunun da düşük fiyatlandırmayı azalttığını ileri sürmüşlerdir. Bununla birlikte, bir başka araştırmada Nelson (2003), kurucu CEO'ları olan şirketlerin daha yüksek fiyat primi aldığını bulmuştur. Bu sonuç yatırımcıların, kurucu CEO'larla ilişkilendirilen vizyon, deneyim, liderlik ve istikrara değer verdiğini ortaya koymaktadır.

### **1.7.2.Üst Yönetim Takımları<sup>30</sup> (TMT)**

CEO'lara ilişkin bu incelemeleri tamamlayan araştırmacılar, tüm üst yönetim takımının, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin ilk günlük performansları üzerindeki etkisini inceleyecek şekilde konularının odağını genişletmişlerdir. Konu ile ilgili araştırmalar TMT'nin sahip olduğu prestijli belgelerin, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin yatırımcıları çekmesine ne oranda yardımcı olduğunu üzerinedir. Bu araştırmaların yazarlarına göre, TMT'nin sahip olduğu prestijli belgeler, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketleri çevreleyen belirsizliğin

---

<sup>30</sup> Top Management Teams

azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Cohen ve Dean (2005), hem yönetim hem de sanayi bakımından TMT'nin önceki deneyimleri ile ilk halka arz işleminde düşük fiyatlandırma arasında negatif bağ olduğunu tespit etmişlerdir. İlgili bir araştırmada, Lester vd., (2006) eğitim açısından prestijli belgelere sahip TMT'lerin, ilk halka arzda daha az oranda düşük fiyatlandırma yapılması üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Son olarak, Chemmanur ve Paeglis (2005) daha prestijli yöneticileri olan şirketler ile ilk halka arzda daha düşük seviyelerde düşük fiyatlandırma yapılması bu şirketlere daha fazla kurumsal yatırımcı ilgisinin olması ve taahhüt ücretlerinin daha düşük olması arasında bağ olduğunu bulmuşlardır. Dolayısıyla bu üç araştırma birlikte değerlendirildiğinde prestijli TMT'lerin hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin paydaşların gözündeki değerini artırdığını göstermektedir.

Araştırmacılar aynı zamanda TMT teşviklerinin, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin performansını ne derece etkilediğini de incelemişlerdir. Certo vd., (2003) CEO sözleşmesi hakkındaki çalışmasının tamamlayıcısı olarak, Sanders ve Boivie (2004), ÜYT sözleşmelerinin ilk halka arz sürecindeki rolünü araştırmıştır. Buna göre TMT teşviklerinin ilk halka arz performansını pozitif olarak etkilediğini tespit etmişlerdir.

Aynı zamanda, TMT'lerin kısa vadeli ilk halka arz performansı üzerinde dolaylı etkisi olduğunu gösteren bazı bulgular da mevcuttur. Araştırmalar, TMT'lerin sahip olduğu prestijli belgelerin, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlere anahtar çevre bileşenlerinden destek almalarında ne derece yardımcı olduğunu üzerindir.

Higgins ve Gulati (2003), TMT'lerin elinde bulundurdukları prestijli belgelerin şirkete önde gelen yatırım bankacılarından destek bulmasında ne derece yardımcı olduğunu incelemiştir. Bu çalışmalarında bazı biyo-teknoloji şirketleri

arasında, yazarlar, önde gelen farmasötik, sağlık ve diğer biyo-teknoloji şirketleri ile daha önceden deneyimi bulunan TMT'lerin, hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlere itibarlı aracı<sup>31</sup> kuruluşlarından destek almalarında yardımcı olduğunu bulmuşlardır. İkinci bir araştırmada Higgins ve Gulati (2006), ÜYT'lerin sahip oldukları prestijli üyeliklerin hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlere kurumsal yatırımcılardan destek almada ne kadar yardımcı olduğunu incelemiştir. İlk halka arz işlemlerine giren örnek biyo-teknoloji şirketlerine dayanan yazarlar, TMT'nin önde gelen farmasötik şirketleriyle deneyimi olmasının şirkete kurumsal yatırımcılardan daha fazla destek almada yardımcı olduğunu bulmuşlardır.

Florin, vd., (2003), TMT'nin sahip olduğu insan sermayesi ve sosyal sermayenin performans olguları üzerine bir araştırma yapmışlardır. Çalışmalarında bir şirketin insan sermayesi, yönetim kurulundaki risk sermayecilerinin sahip oldukları yöneticilik sayısının yanı sıra üst düzey yöneticilerin sanayi ve başlangıç deneyimlerinin bir bileşkesidir. Sonuçlar, TMT'nin insan sermayesi ve sosyal sermayesinin her ikisinin birden, şirketin ilk halka arz sürecinde sermaye artırma kapasitesini pozitif olarak etkilediğini ortaya çıkarmıştır.

Beckman, Burton ve O'Reilly (2007), TMT özelliklerinin şirketlerin ilk halka arz işlemlerine girişme olasılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çerçevede Kaliforniya'nın Silikon Vadisi'ndeki özel şirketlerden oluşan bir grup örnek üzerinde odaklanmış ve TMT ile kurucu takım özelliklerinin her şirketin ilk halka arz işlemine girme olasılığını ne derece etkilediğini incelemişlerdir. Yazarların sonuçlarına göre, her ikisinin özellikleri de şirketlerin halka arza gitme olasılığını etkilemiştir. Bu sonuçlar, kurucu takımın önceki başlangıç deneyimi ile üst düzey yönetim

---

<sup>31</sup> Underwriter

deneyiminin her ikisinin de şirketin halka arza gitme olasılığını etkilediğini ortaya koymuştur.

Son olarak, araştırmacılar ilk halka arzdan önceki yıllarda TMT devrinin, halka arza gitmenin bir belirleyicisi olma rolüne de değinmişlerdir. Daha açık bir ifadeyle, TMT üyeleri ekleyen ve kurucu çıkışları yaşayan şirketlerin bir ilk halka arz işlemine girişmesinin daha olası olduğunu bulmuşlardır. Bu sonuçlar ilk halka arzdan önce yaşanan devrin, şirketlerin fiilen halka arza gidip gitmediğini anlamada önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

### **1.7.3.Yönetim Kurulları**

CEO'lar ve TMT'leri ele alan incelemelerini tamamlayan araştırmacılar, yönetim kurullarının kısa vadeli ilk halka arz performansı üzerindeki etkisini de incelemiştir. İlk halka arz işlemlerine giren örnek bazı biyo-teknoloji şirketleri arasında, Finkle (1998), bir şirketin yönetim kurulunda prestijli aracı kuruluş temsilcilerinin bulunması ile o şirketin arz ettiği hisse senedi miktarı arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulgulamıştır.

Certo vd., (2001), Finkle'ın çalışmasını, yönetim kurulu mahiyeti ile düşük fiyatlandırma arasındaki ilişkiyi ele alarak genişletmiştir. Geniş bir sanayiler yelpazesini temsil eden örnek şirketler içerisinde, yönetim kurulu üyelerinin elinde bulundurduğu diğer yöneticilikler olarak ölçülen kurul prestijinin, ilk halka arzda düşük fiyatlandırma ile negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

CEO'ların, TMT'lerin ve yönetim kurullarının hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin kısa vadeli performansı üzerindeki etkisini inceleyen literatür ile karşılaştırıldığında, uzun vadeli performans hakkındaki araştırmalar o kadar önemli

gözükmemektedir. Buna karşın bazı araştırmacılar üst düzey yönetici ve idarecilerin özelliklerinin, ilk halka arzdan sonra şirket performansını nasıl etkilediğini incelemiştir. Takip eden bölümlerde bu araştırmalar incelenecektir.

#### **1.7.4. CEO ve TMT Mülkiyeti**

Üst düzey yöneticiler ile hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin uzun vadeli performansı arasında bağ kuran araştırmaların birçoğu kurucu ve yönetici mülkiyetinin sonuçları üzerine odaklanmıştır. Bu araştırma, bir ilk halka arz işleminin ardından yöneticide daha az mülkiyet olmasının yönetici teşviklerini azalttığı ve böylelikle potansiyel kuruluş sorunları yarattığı düşüncesine dayanmaktadır (Ang ve Brau, 2003; Leland ve Pye 1977). Bu araştırmalardan bazıları, bazıları, ilk halka arz esnasında girişimcilerin elinde bulundurdıkları hisse senedi miktarı ile ilk halka arz sonrası işletme performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu savunmaktadır (Jain ve Kini, 1994). Mikkelsen, Partch ve Shah (1997) bu iddiayı destekleyen bazı sonuçlar ortaya koymaktadır.

Bu konu üzerinde ileri sürülen bir başka iddia mülkiyetin, ilk halka arz sonrası piyasa performansı üzerindeki etkisidir. Daha yeni halka arz edilmiş bir şirkette yöneticilerin hisse senedi sahibi olması, o şirketin hisselerine yönelik arz ve talebi etkilemektedir. Gerçekten de, kurucuların yüksek miktarlarda hisse senedi satması, çok kısa sürede krizler olduğunun sinyalini verebilmektedir böylelikle de şirketin hisse senetlerine olan talebi düşürüp, tüm piyasa performansına zarar verebilmektedir (Maudambi ve Treichel, 2005).

Field ve Hanka (2001), potansiyel olarak uzun vadeli performans pahasına kısa vadeli performansı yükselten büyük çaplı artışların da doğruladığı üzere, ilk

halka arz öncesinde kurucuların, şirketlerin geleceğinden aşırı emin olduklarını düşünmüştür (Teoh, vd.,1998). Bu nedenle, ilk halka arz sonrası işlem kısıtlamaları sona erdiğinde, pek çok şirket aşırı değerlenmektedir. Yatırımcılar hisselerini satarak elden çıkardıkça, piyasa performansı düşmektedir.

Benzer şekilde, hisseleri ilk kez halka arz edilen bir şirketin liderleri tarafından yüksek miktarlarda yönetici ve idareci alınması da, yönetimde güven eksikliğinin bulunduğu sinyalini vererek piyasa performansını düşürebilmektedir (Chalmers, vd., 2002).

Başka araştırmacılar, kurucular ile risk sermayecileri<sup>32</sup>(RS'ler) arasındaki ilişkileri incelemiştir. Florin (2005) ilk halka arzlardan önce RS finansmanından yararlanan kurucuların, ilk halka arzda daha az şahsi servet yaptığını ve ilk halka arzdan sonra CEO olarak kalmalarının daha az olası olduğunu raporlamıştır. İlgili bir çalışmada elde edilen sonuçlar mülkiyetin kurucu CEO'larda ve birkaç risk sermayecisinde yoğunlaşmasının şirketin ayakta kalma şansını artırdığını ortaya koymaktadır (Fischer ve Pollock, 2004). Bu son sonuç, bu iki önemli paydaş tarafından ortak karar alımında uyumun ve nispi eşitliğin önemini göstermektedir.

#### **1.7.5. Yönetici Deneyimleri**

Diğer araştırmalar, üst düzey yöneticilerin deneyimlerini ve demografik özelliklerini ele almıştır. Chemmanur ve Paeglis (2005), daha iyi yöneticilere sahip şirketlerin ilk halka arzdan sonra zenginleşmeye devam ettiğini bulmuşlardır. Yazarlar, bu yöneticilerin kalitesi yüksek aracı kuruluşları ile yatırımcıları çekebildiğini ve aynı zamanda da artırılan sermayeyi kullanarak proje seçimi ve

---

<sup>32</sup> Venture Capitalist

uygulamasında becerili olduklarını ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde, Florin vd., (2003) bir şirketin insan kaynakları sermayesinin ilk halka arz esnasında artırılan finansal sermayeyi yükseltebildiğini ve böylelikle de satış gelirlerini etkileyebildiğini gözlemlemiştir. Bu araştırma, insan kaynakları ve sosyal kaynak sermayesinin şirket performansı üzerindeki etkilerinin kalıcı olabileceğine ve ilk halka arzın yapıldığı seneyi takip eden iki sene boyunca devam edebileceğine dair bazı bulguları ortaya koymaktadır.

Araştırmacılar, üst düzey yöneticilerin değerini etkileyebilecek bir başka risk konusunu da incelemiştir. McGee ve Dowling (1994) göre ilk halka arz sonrası şirketlerin oluşturduğu Ar-Ge ortaklıklarının ekonomik getirileri, yöneticilerin sanayi veya diğer teknolojiler alanında daha fazla deneyim sahibi olduğu durumda daha yüksektir. Benzer şekilde, Kor ve Mahoney (2005) yönetici becerilerinin Ar-Ge'nin potansiyel getirilerini artırdığını bulmuşlardır. Welbourne ve Cyr (1999) yaptıkları çalışmalarında ise büyüme oranı yüksek olan şirketler için insan kaynakları yöneticilerinin bulunmasının, ilk halka arz sonrasında hisse senedi başına hisse senedi fiyatı ve gelirini artırdığını ancak büyüme oranı düşük şirketler için bu değişkenleri negatif etkilediğini öne sürmüşlerdir.

Son olarak, araştırmacılar, yönetici deneyimlerinin hisseleri ilk kez halka arz edilen şirketlerin stratejilerini ne derece etkilediğini incelemişlerdir. Yönetim ve risk sermayecileri (RS) ilişkilerinin şirket performansını etkilediği düşünülen bir çalışmada Carpenter risk sermayeli destekli şirketlerin daha yerel olduğu ortaya koymuştur. Yazara göre RS'ler kendilerini riskten koruyacaklardır (Carpenter, vd., 2003). Bununla birlikte, RS'ler, yönetim kurulundaki RS temsilcisinin ve/veya ÜYT'nin uluslararası deneyime sahip olduğu durumlarda, bu konuda daha fazla risk

almaya yönelebilmektedir. Dolayısıyla yönetim kurulu içindeki üyelerin, özellikle uluslar arası deneyime sahip olduğu durumlarda dünyaya açılmayı tercih ettiklerini ileri sürmüşlerdir.

Sonuç olarak ilk kez halka arz edilen bir hisse senedinin performansı üzerinde yönetici ve yönetim kurullarının da etkisi vardır. Bu nedenden ötürü halka arz bir bütün olarak değerlendirmeye tabi tutulmalıdır.

## **1.8. TÜRKİYE’DE HALKA ARZ VE HAZIRLIK SÜRECİ**

Buraya kadar incelediğimiz konular yurtdışı temellidir. Bu son bölümde ise halka arz konusu Türkiye temelinde anlatılacaktır. Aşağıda anlatılan konular İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nın 2008 yılında hazırlamış olduğu halka arz rehberinden özetlenmiştir ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr), halka arz rehberi, 2008).

İMKB pazarlarında işlem görebilmek için şirket hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydına alınarak halka arz edilmesi ve İMKB kotuna/Pazar kaydına alınması gerekmektedir.

İMKB kotuna/pazar kaydına alınma ise, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen hisse senetlerinin ilgili şartları taşımaları durumunda ilgili Pazar’da işlem görmesinin kabul edilmesidir.

Şirketlerin İMKB ve SPK’ya başvurmadan önce yapmaları gereken ön hazırlıklar aşağıda verilmektedir.

### **1.8.1. Şirket İçi Çalışma Grubunun Oluşturulması**

Bir şirketin halka açılarak Borsa’da işlem görmesi ile ilgili olarak, şirket içinde ve dışında yapılacak bir dizi işlem olduğu için bir çalışma grubunun

oluşturulması gerekmektedir. Söz konusu çalışma grubu, orta düzey yöneticiler, finans departmanında görevli kişiler ve halkla ilişkilerde görevli kişilerden oluşmalıdır. Çalışma grubu İMKB ve SPK'ya başvurmadan önce yapılması gereken işlemlerin listesini çıkarmalıdır.

### **1.8.2. Aracı Kuruluşların Seçimi**

şirket hisse senetlerinin halka arzı için bir aracı kuruluşla aracılık sözleşmesi yapılması gerekmektedir. Söz konusu sözleşmenin tarafları şirket ve SPK tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlar olup, halka arza yetkili aracı kuruluşların listesi Ek-7’de yer almaktadır. Aracılık sözleşmesi tek bir aracı kuruluşla olabileceği gibi halka arz tutarı artıkça birden fazla aracı kuruluşun bulunduğu konsorsiyum ile de yapılabilir. Bu durumda bir veya birden fazla lider aracı kuruluş bulunacaktır. Yapılacak sözleşmede aracılardan ve şirketlerin hak ve sorumluluklarının yanı sıra aracılık yüklenimi olup olmayacağı, yüklenimin ne şekilde yapılacağı, halka arz yöntemi ve diğer esaslı unsurlara yer verilir.

Aracı kuruluşlar, halka arzda aşağıdaki yöntemlerden birini kullanarak aracılık ederler.

1- En İyi Gayret Aracılığı

2- Aracılık Yüklenimi

a) Bakiyeyi Yüklenim

b) Tümüünü Yüklenim

Aracı kuruluşlar SPK'nın düzenlemelerine uygun şekilde yüklenim tutarlarını ve oranlarını belirlemekte olup, buna ilişkin düzenleme SPK'nın Seri: I No: 26 Sayılı Tebliğ'in Ek Madde 1'inde yer almaktadır.

### **1.8.3. Mali Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketinin Seçimi**

Halka arz için başvuruda bulunan şirketler mali tablolarını Sermaye Piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve yetkili bağımsız denetim şirketinin denetiminden geçirmek zorundadırlar. Bu kapsamda şirketler SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketini seçmeli ve denetim sözleşmesi imzalamalıdır.

### **1.8.4. Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği**

Halka açılmaya karar veren şirket esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için hazırladığı tadil tasarılarını SPK'ya sunar. Şirket esas sözleşmesinde borsada işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirilmesi gerekmektedir. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

### **1.8.5. Zaman Çizelgesinin Hazırlanması**

Halka arz süresinin uzunluğu şirketin büyüklüğü, faaliyet gösterdiği sektör ve yapısı, Borsa'ya açılma sürecinde kullanılan yöntem, piyasanın yapısı gibi çok çeşitli faktörlerden etkilendiği için bir şirketin pazarda işlem görme sürecinin uzunluğunu tam olarak belirlemek zor olmakla beraber, bu süre yaklaşık altı haftadır.

### **1.8.6. Fiyat Belirlenmesi**

Halka arz fiyatının belirlenmesi halka arz sürecinin en önemli aşamalarından birisidir ve hem şirkete has gelişmelere hem de şirketin kontrolü dışındaki şartlara bağlıdır. Halka arz fiyatının gerçekçi bir şekilde yansıtılması hem başarılı bir halka arz için, hem de İMKB’de işlem görmeye başladıktan sonraki hisse senedinin fiyat performansı açısından önem taşımaktadır. Şirketin hisse senetlerinin halk arz fiyatı genellikle aracı kuruluş tarafından hesaplanmakta olup, İMKB ve SPK tarafından müdahale edilmemektedir. Hisse senedi fiyatının belirleme yönetimine ilişkin esaslar halka arz izahnamesinde yer almaktadır.

### **1.8.7. Başvuru İçin Gerekli Belgelerin Hazırlanması**

Şirket ve/veya aracı kuruluş Borsa ve SPK yetkilileri ile ihracın ilk aşamalarında görüşmelere başlarlar ve gerekli belge ve prosedür ile ilgili bilgiler alırlar. Başvuruda gerekli belgeler İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 9'uncu maddesinde düzenlenmiş olup, genel bir formata göre hazırlansa da şirketin ve faaliyette bulunduğu sektörün durumuna göre farklılaştırılabilmekte ve şirket nezdinde incelemeler sırasında daha farklı belgeler de istenebilmektedir. Belgeler kaşeli ve imzalı olarak teslim edilmelidir. Başvuru dokümanları İMKB’nin web adresinde bölümünde yer almaktadır.

## **1.9. HALKA ARZ SÜRECİ**

Hisse senetlerinin halka arz süreci SPK'nın, Borsa'da işlem görme süreci ise İMKB'nin incelemelerine tabidir. Şirket hisse senetlerinin halka arz edilip işlem görmesi için aşağıdaki adımların tamamlanması gerekmektedir.

### **1.9.1. İMKB ve SPK'ya Müracaat**

Şirketler tarafından gerekli evraklar hazırlandıktan sonra SPK'ya kayda alınması için İMKB'ye de ilgili pazarda işlem görmesi için müracaat edilir. Halka arz sürecinin kısalması açısından İMKB başvurusunun SPK başvurusu ile eşzamanlı olarak yapılması faydalı olacaktır. Başvuru şirket tarafından yapılabileceği gibi yetkili aracı kuruluş tarafından da yapılabilir.

### **1.9.2. Tanıtım Faaliyetleri**

Tanıtım faaliyetinin şekli ve dizaynı bu adımda belirlenir. Mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi gerekir. Şirket hisse senetlerinin halka arz edileceğine dair şirket yetkililerinin beyanatları olabileceği gibi, yazılı ve görsel basında şirketin faaliyetleri hakkında bilgilere yer verilebilir. Diğer taraftan, şirketi tanıtmak amacıyla sadece ulusal alanda değil uluslararası finans kuruluşlar ve yatırımcılar nezdinde de tanıtım faaliyetleri de yapılabilmektedir.

### **1.9.3. İMKB ve SPK Uzmanlarınca Şirket İncelemesi**

Şirketin halka arz ve borsada işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirket merkez ve üretim tesisleri Borsa ve SPK uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunmaktadır.

İşlem görme başvurusunda bulunan şirketin türüne göre gerçekleştirilen incelemeler arasında çeşitli farklılıklar olsa da temelde aşağıda yer alan hususlar üzerinde durulmaktadır.

**1- Kalitatif İncelemeler:** Şirketin kalitatif değerleri genel olarak, hammadde temini, üretim prosesi, üretim tesisleri, iç ve dış satışlar, süregelen ve proje halindeki yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vb. anlaşmalar, sahip olunan markalar, şirket ve sektör hakkında genel bilgiler, alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar, şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri başlıkları altında incelenmektedir.

**2- Kantitatif İncelemeler:** Şirketin finansal durumunun anlaşılması amacına yönelik olarak mali tabloları üzerinde durulmaktadır. Bu incelemelerde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve muavin defterler üzerinde çalışılmakta, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik mali analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi yapılmaktadır.

#### **1.9.4. İMKB Tarafından İlgili Pazarın Belirlenmesi**

İMKB'de hisse senetleri işlem görmek üzere başvuran bir şirketin hisse senetleri İMKB uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonrasında Borsa Yönetim Kurulu'nca verilecek kararlar aşağıdaki şartlarını sağladığı İMKB Hisse Senetleri Pazarlarının birinde işlem görür.

##### **1.9.4.1. Ulusal Pazar**

Ulusal Pazar, İMKB'nin en büyük pazarıdır. Halen sanayi şirketleri, bankalar, yatırım ortaklıkları, farklı sektörlerde faaliyet gösteren 292 adet (diğer Borsa pazarları ile birlikte toplam 319) şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

**Ulusal Pazar Kotasyon Kriterleri:** Ulusal Pazar kotasyon kriterleri İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 13'üncü maddesinde düzenlenmiş olup, 2008 yılı için aşağıda özetlenmiştir.

a) Denetim şartı: Son 3 yıl ve ilgili ara dönem mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,

b) Faaliyet Süresi şartı: Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık mali tablolarının yayınlanması,

c) Kâr şartı: Başvuru tarihinden önceki son 2 yılda vergiden önce kâr etmiş olması, (Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 40 milyon YTL veya halka açıklık oranının en az yüzde 35 olması halinde son 1 yılda),

d) Özsermaye şartı: Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermayesinin en az 14 milyon YTL olmasıdır.

e) Piyasa Değeri ve Halka Açıklık Oranı: Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 21 milyon YTL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az yüzde 25 olması (Bu oranın yüzde 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 40 milyon YTL olması),

f) Sağlıklı Finansman Yapısı Şartı: Finansman yapısının, faaliyetleri sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa Yönetimi'nce tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

g) Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzluklarının bulunmaması,

h) Şirketin kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,

#### **1.9.4.2. İkinci Ulusal Pazar**

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İMKB Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

#### **1.9.4.3. Yeni Ekonomi Pazarı (YEP)**

İMKB'de "Yeni Ekonomi Pazarı" (YEP)'nin oluşturulmasındaki amaç telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmek için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla,

- a) şirketin mali ve hukuki durumu,
- b) faaliyetleri,

c) hisse senetlerinin tedavül hacmi göz önüne alınarak,  
yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi gerekmektedir.

### **1.10. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI**

Hisse senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Buna göre, hisse senetleri,

1. Mevcut Hissedarların Hisselerinin Halka Arzı
2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz
3. Her iki yöntemin birlikte uygulanması yoluyla halka arz edilebilirler.

#### **1.10.1. Satış Süreci ve Dağıtım Esasları**

Halka arz işlemi daha önce izahname ve sirkülerde ilan edilen tarih ve yerde başlar. Halka arzda aşağıdaki satış yöntemlerinden biri kullanılır.

1. Talep Toplama Yöntemi
  - a - Sabit Fiyatla
  - b - Fiyat Teklifi Alma Yoluyla
2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi
3. Borsa'da Satış Yöntemi

Talep Toplama Yöntemi: Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama olarak ikiye ayrılır. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminde, teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır. Talep toplama süresi en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 işgünü geçtikten sonra başlar. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi, asgari bir satış fiyatı tespit edilerek bunun üzerindeki veya önceden belirlenen bir fiyat

aralığındaki fiyat ve miktar teklifleri toplanır. Talep toplama süresi en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, sirküler ilanından itibaren en az 3 en çok 5 işgünü geçtikten sonra başlar.

Talep Toplamaksızın Satış Yönteminde, sermaye piyasası araçlarının bizzat ihraççı tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

Borsa'da Satış Yöntemi, hisse senetlerinin aracı kuruluşlar tarafından Borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdür. şirketler diledikleri takdirde hisse senetlerini Borsa'da birincil piyasada da halka arz edebilirler. Borsa birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde, halka arz tarihinden asgari 20 işgünü önce borsa'ya başvurulması ve başvurunun Borsa Yönetim Kurulu'nca kabulü ve ilan edilmesi gerekmektedir. Bu yöntemde, hisse senetleri Kurul kaydına alınmadan önce ilk Borsa Yönetim Kurulu toplantısında şirketin işlem görme başvurusu görüşülerek Borsa Yönetim Kurulu kararı ile birincil piyasada halka arz başvurusunun kabul edilip edilmemesine karar verilmektedir.

Borsa'da halka arza Borsa Yönetim Kurulu'nun karar tarihinden bir hafta sonra başlanabilir. Borsa'da halka arz, sirkülerde belirtilen süre içinde gerçekleştirilir.

#### **1.10.2. Tahsislerin Belirlenmesi**

Şirket istediği takdirde belli yatırımcı gruplarına halka arz edilecek hisse senetlerinden tahsisat yapabilmektedir. Tahsisat grupları, yurtiçi bireysel

yatırımcılar, alım gücü yüksek yurtiçi bireysel yatırımcılar, yurtiçi kurumsal yatırımcılar (dernekler,vakıflar, yatırım fon ve ortaklıkları, sigorta şirketleri), yurtdışı kurumsal yatırımcılar, şirket çalışanları, bayileri vb. şeklinde belirlenebilmektedir.

Tahsisat yapılması durumunda, halka arz satış tutarının 142 milyon YTL'nin üzerinde olması halinde yüzde 30, bu tutarın altındaki halka arzlarda ise yüzde 50 oranında küçük bireysel yatırımcı grubuna tahsisat yapılması zorunludur.

#### **1.10.3. Ek Satış Hakkının Kullanılması**

Halka arz edilen hisse senetlerine ilave olarak, yeterli talebin olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin yüzde15'ine kadar da bir ek satış hakkını söz konusu olmasıdır. İstenildiği takdirde halka arzdan sonra bu ek satış hakkı da kullanılabilir.

#### **1.10.4. Halka Arzda İşlem Yasaklılar**

Hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışında sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhri hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan ve dolaylı olarak satın alamazlar.

### **1.11. SATIŞ SONUÇLARININ BİLDİRİLMESİ**

Satış işlemi tamamlandıktan sonra aracı kuruluş tarafından halka arza ilişkin satış sonuçları SPK'ya ve Borsa'ya iletilir. Böylece borsa kotuna alınma ve işlem görmeye başlama aşamasına geçilir.

### **1.12. BORSA KOTUNA ALINMA VE İŞLEM GÖRMeye BAŞLAMA**

Borsa Yönetim Kurulu halka arz sonuçlarının incelenmesinden sonra şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında karar verir ve şirket hisse senetlerini borsa kotuna veya kaydına alır. Borsa Yönetim Kurulu'nun kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde ilan edilir ve ilanı izleyen 2. işgününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar.

### **1.13. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAYICI İŞLEMLER**

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra, hisse fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi halinde aracı kuruluş tarafından fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yapılabilmektedir. Bunun için,

- Halka arzda talep toplama yönteminin kullanılması,
- Halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması gerekmektedir.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere Borsa'da işlem görme tarihinden itibaren en çok 30 gün süreyle devam edilebilir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilememekte, sadece belirlenen işlem süresi içerisinde,

işlem fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde, aracı kuruluş tarafından alımda bulunabilmektedir.

#### **1.14. HALKA ARZDA MALİYETLER**

Hisse senetlerini halka arz edecek şirketin halka arz maliyetini oluşturan başlıca unsurları aşağıda özetlenmiştir:

1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler: İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kuruluş ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlara aracılık

komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı ile aracı kuruluş arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir.

2. Sermaye Piyasası Kurulu'na Ödenen Ücretler: Sermaye Piyasası Kurulu kayda alınan ve satışı yapılacak olan hisse senetlerinin ihraç değerinin binde ikisi (yüzde 0,2) oranında kayıt ücreti almaktadır.

3. İMKB'ye Ödenen Ücretler: Hisse senetleri Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan şirketlerde sermayenin nominal tutarının binde biri (yüzde 0,1) oranında kotasyon ücreti alınmaktadır. II. Ulusal Pazar veya Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmeye başlayan şirketler için pazar kayıt ücreti de, kota alma ücreti ile aynı esaslar çerçevesinde hesaplanarak ilgili ortaklıklara tahakkuk ettirilir. Ancak Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görecektir hisse senetleri için pazar kayıt ücreti, kota alma ücret tarifesinin yüzde 50'si olarak uygulanır. Ayrıca şirket hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmeye başlamasına ilişkin duyuru ile halka arz izahnamesinin Borsa günlük bülteninde ilanı nedeni ile de pazar ilan masrafı alınmaktadır. 2008 yılı için söz

konusu masraf tutarı Borsa Yönetim Kurulu'nca 3.400 TL olarak belirlenmiş olup, bu tutar her yıl yeniden tespit edilmektedir.

4. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ye Ödenen Ücret: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., hisse senedi ihraççılarından çıkarılmış/ödenmiş sermayenin yüzde 0,1'ini üyelik giriş aidatı olarak almakta olup, bu tutar 2.000 TL'den az 50.000 TL'den fazla olmamaktadır.

5. Diğer Maliyet Unsurları: İhraççı şirketin halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretlere ek olarak bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödenen ücretler ile yurtdışı ve yurtiçi tanıtım masrafları söz konusu olmaktadır.

### **1.15. İŞLEM GÖRME SONRASI SÜRECİ**

#### **1.15.1. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü**

Hisse senetleri işlem gören şirketler bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve 6 aylık mali tablo ve dipnotları ile ara dönem mali tablo ve dipnotlarını hesap döneminin bitimini izleyen ve belirlenmiş olan süreler içerisinde kamuya duyurulmak üzere Borsa'ya gönderilmelidir. Söz konusu yükümlülük yerine getirilmediği veya SPK'dan ek süre izni alınmadığı zaman bu yükümlülüğünü yerine getirmeyen şirketin işlem sırası kapatılmaktadır.

#### **1.15.2. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**

Halka açık şirketler yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek açıklamaların zamanında kamuya açıklanmasını sağlamak ve kamuya bilgiyi eş zamanlı olarak ulaştırmakla yükümlüdür. Temel kural, fiyatları etkileyecek herhangi bir bilgidir,

şirketin mali durumunda önemli bir değişiklik veya önemli bir gelişmelerden, yatırımcıların haberdar edilmesidir. Bu bilgiler, Kurul'un Seri: VIII, No: 39 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına ilişkin Esaslar Tebliği" ile belirlenmiştir. Burada belirtilen özel durumların gerçekleşmesi durumunda söz konusu Tebliğ'in ekinde yer alan formata uygun olarak hazırlayacakları özel durum açıklamasını kamuya duyurulmak üzere İMKB'ye göndermek zorundadırlar. Halka açık bir şirketin yöneticisi ve sorumluları hangi bilgi ve olayların bu yükümlülük kapsamına girdiğini tanımlamalı ve bilgiyi en kısa sürede kamuya duyurmalıdır.

Ayrıca basın ve yayın kuruluşlarında şirket hakkında daha önce kamuya açıklanmamış bilgileri içeren bir haber olması durumunda, doğrulama yükümlülüğü kapsamında şirketin Borsa'ya açıklama göndermesi gerekmektedir.

Bir hissede olağandışı fiyat hareketi gerçekleştiği zaman İMKB tarafından şirketlerden fiyatları etkileyebilecek herhangi bir gelişmenin olup olmadığına dair bir açıklama istenmektedir

Borsada işlem gören bir şirketin yöneticisi ve diğer şirket yükümlüleri, halka arz sürecinde ve sonrasında piyasalara verilen bilgilerden dolayı yükümlü bulunmaktadır. Şirkette İMKB ve SPK'ya karşı yükümlülükleri yerine getirecek yeterli personel bulundurulmalıdır. Bu kişiler kamuyu aydınlatma prensipleri çerçevesinde İMKB'ye gerekli açıklamaları tam ve zamanında yapmakla yükümlüdürler. Şirket hisse senetlerinin önemli bir kısmını elinde bulunduran ortaklar da elinde tuttıkları hisse senedi oranlarında meydana gelen önemli değişiklikleri ve hisse senetlerinde yaptıkları işlemleri bildirmek zorundadır.

### 1.15.3. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü

Halka açık anonim ortaklıkların ilgili yılın karlarından dağıtacağı birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın en az yüzde 20'si olarak belirlenmiştir. Hisseleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü,

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

- Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan

ortaklık bünyesinde bırakma konularında serbesttir.

Ancak ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile diğer kişilere kar payı dağıtılmasına karar verilemez.

Kurul düzenlemeleri uyarınca nakit temettü dağıtımı, ortaklıklarca hesap dönemini izleyen 5'inci ayın (Mayıs), bedelsiz hisse biçiminde temettü dağıtımı ise 6'ncı ayın (Haziran) sonuna kadar tamamlanmak zorunda olup, ortaklar tarafından tahsil edilmeyen temettü bedelleri, 2308 sayılı şirketlerin Müruruzamana Uğrayan Kupon, Tahvilat ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye intikali Hakkında Kanun uyarınca dağıtım tarihinden itibaren 5 yıl sonra zamanaşımına uğramaktadır.

#### **1.15.4. Kotasyon/Pazar Kayıt Ücretlerini Karşılama**

Kotasyon ücretleri kota/kayda alma, kotta/kayıtta kalma, yeniden kota/kayda alma ve ilave kota/kayda alma ücretlerinden oluşmaktadır.

#### **1.15.5. Kurumsal Yönetim İlkelerini Oluşturma**

Kurumsal Yönetim,

- Bir şirketin yönetim kurulu, ortakları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler dizinidir.

- Tarafların şirket üzerindeki haklarının ve sorumluluklarının dağılımını belirler.

- Şirketle ilgili konularda karar almanın kural ve prosedürlerini tanımlar.

- Şirket hedeflerinin, bu hedeflerin gerçekleştirilme yollarının ve performans gözetiminin oluşturulmasını temin eder.

İyi Kurumsal Yönetimin Unsurları;

- Disiplin
- Şeffaflık
- Bağımsızlık
- Hesap Verebilirlik
- Sorumluluk
- Eşitlik
- Sosyal Sorumluluktur.

Temmuz 2003'te “SPK ilk defa Kurumsal Yönetim ilkeleri” yayınlanmış, şubat 2005'te revize edilmiştir.10.12.2004 tarih, 48/1588 sayılı Kurul Kararı çerçevesinde, İMKB şirketlerinin 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından itibaren şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde,

- Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum konusundaki beyanlarına ve

- Bu İlkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'na yer vermeleri gerekmektedir.

Buraya kadar incelenen birinci bölümde halka arz süreci kavramsal açıdan incelenmiştir. İkinci bölümde halka arz süreci kuramsal açıdan incelenecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### İLK HALKA ARZLARIN KURAMSAL ÇERÇEVESİ

#### 2.1. KURAMSAL İLK HALKA ARZ MODELLERİ

İlk halka arzlarla ilgili olarak, en çok göze çarpan ampirik bulgu, ilk işlem günündeki artık getirilerdir. Bu artık getiriler finans literatürünün en önemli araştırma konularından birini oluşturmaktadır.

Ibbotson'un (1975) ortaya koyduğu yüzde 11.4'lük ortalama ilk gün getirisi ile Jaffe (1975) ile yaptığı çalışmada tespit ettiği yüzde 16.8'lik ilk gün getirisi bu konu üzerine yapılmış öncü çalışmalardır (Rock, 1986: 188).

Hisse senetlerinin ilk halka arzlarında görülen yüksek seviyeli ilk gün getirisi ilk kez fark edildiğinde ciddi akademik tartışmalara neden olmuştur. 1970'li yıllarda yeterince güçlü inceleme araçlarının geliştirilmesi ile ilk halka arz davranışına kuramsal olarak ayrıntılı açıklamalar getirilmiştir. Oyun kuramı, finansal ekonomi ve bilişim kuramındaki gelişmeler ilk halka arzların kuramsal açıklamasında görülen gelişmeye önemli katkılarda bulunmuşlardır.

Ekonomik olguları ilk halka arz getirileri gibi modellemeye yönelik bu modern yaklaşım, kabul edilmiş kuramlardan meydana gelen bir bütünden çok, ortaya atılan açıklamalara dayanan bir disiplindir. İlk halka arz getirilerine ilişkin, belirsizlik veya piyasa içi kaynaşma<sup>33</sup> gibi etkenleri tartışan daha önceki incelemelerin aksine modern yaklaşım ekonomik aktörlerin, içerisinde işlemler

---

<sup>33</sup> Market Ebulience

gerçekleştirdiği bilgi ortamını tanımlamaya büyük önem vermektedir (Anderson, vd., 1995: 27).

İlk halka arzlarda fiyatlandırmaya ilişkin modern kuramlar, düşük fiyatlandırma için çeşitli açıklamalar sunmaktadır ve bu açıklamalar, piyasa iştirakçileri arasındaki önemli bilgi asimetrisinden doğmaktadır.

Bir halka arz, ihraççı şirket, aracı konsorsiyum/taahhüt konsorsiyumu, ilk alıcılar ve ikincil piyasadaki daha büyük bir yatırımcı grubu olmak üzere ilgili dört aktör grubunu içerir. Burada çeşitli gruplarca sahip olunan bilgi kritik öneme sahiptir. Aralarından herhangi biri belirgin bir biçimde diğerlerinden daha üstün bilgi sahibi olmaksızın, vekiller<sup>34</sup> farklı farklı bilgilere sahip olabilmektedir. Yine de ilk halka arz fiyatlandırmasına ilişkin çoğu model genel olarak, bir grubun, şirket değeri hakkında daha üstün bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Diğer vekiller bunu bilir (her ne kadar bilginin tam olarak ne olduğunu bilmeseler de) ve buna göre davranırlar (Anderson, vd., 1995: 28).

İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırma ile ilgili olarak en çok tartışılan kuramlar, hangi aktörlerin daha üstün bilgiye sahip olduğu konusundaki varsayımlarıyla birbirinden ayrılmaktadır. Halka arzlar büyüklükleri, şartları ve piyasa ortamı bakımından önemli farklılıklar gösterdikleri için herhangi bir modeldeki, bilgi ile ilgili varsayımların, tüm ilk halka arzlar için geçerli olmasını beklemek gerçekçi değildir. Bununla birlikte, bazı varsayımlar diğerlerine kıyasla daha gerçekçidir.

---

<sup>34</sup> Agents

İlk halka arz fiyatlandırması ile ilgili olarak, hem başlıca modern modeller hem de karşıt modeller bu bölümde ele alınacaktır. Başlangıç aşamasında bilgi ile ilgili olarak, ileri sürülebilecek varsayımlar incelenecektir.

İlk olarak, hisse senedinin değeri hakkında, ihraççının, aracı kurumlar veya yatırımcılara kıyasla daha iyi bilgiye sahip olduğu düşünülebilir. Vekalet teorisine ilişkin çağdaş literatür ile tutarlı olan bu varsayım, düşük fiyatlandırma ile ilgili “İşaret” modellerini doğurmaktadır. Bu yaklaşımda düşük fiyatlandırma, şirket değerinin iyi olduğunu gösteren bir faktördür. İhraççı şirketler katlandıkları maliyetleri, daha sonra ek hisselerin ikincil piyasada yüksek fiyatlardan işlem görmesinden faydalanarak telafi etmektedirler.

Diğer bir yaklaşıma göre, aracı kurumların ihraççıya ve yatırımcılara kıyasla daha üstün bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım, ilk halka arzlarla ilişkin “müvekkil-vekil<sup>35</sup>” modellerine yol açmaktadır. Aracı kurum piyasa talebine ilişkin değerli gizli bilgilere sahiptir. İhraççı bu bilgileri öğrenmek isteyecektir ancak bunu doğru bir biçimde açıklaması için aracı kuruma bir teşvik sunması gerekmektedir. Ayrıca, arzın başarısı yalnızca piyasa şartlarına değil aynı zamanda aracı kurumun, ihraççı tarafından birebir gözlemlenmesi mümkün olmayan çabasına da bağlıdır. Gizli bilgilerin doğru bir biçimde açıklanmasını sağlamak ve satışı artırma çabalarını teşvik etmek için ihraççı, düşük fiyatlandırmaya yol açan bir sözleşmeyi kabul edebilir.

Müvekkil-vekil ve İşaret<sup>36</sup> modellerin varsayımlarının aksine en önemli bilgi asimetrisi farklı gruplar arasından çok bir piyasa grubu içerisinde ortaya çıkabilmektedir. Buna göre, bir yatırımcı grubunun (potansiyel olarak küçük olan)

---

<sup>35</sup> Principal-agent

<sup>36</sup> Signalling Models

diğer yatırımcılardan ve ihraççıdan daha üstün bilgiye sahip olduğu varsayımı, düşük fiyatlandırmada “ters seçim” modelini doğurmaktadır.

Bu yaklaşımda hisse senedi değeri hakkında üstün bilgisi olan yatırımcıların varlığı, bilgisi olmayan yatırımcıları bir dezavantaj içerisine sokmaktadır. Bilgisi olmayan yatırımcılar, iyi hisse senetleri için rekabet girerler. Ancak ihraç miktarından fazla talep gören arzlara uygulanan tahsis mekanizması nedeniyle, kötü hisse senedi almaları daha yüksek bir olasılıktır. Bilgisi olmayanları, ilk halka arz piyasalarına katılmaya teşvik etmek için, hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması gerekmektedir.

İlk halka arz fiyatlandırmasına ilişkin çoğu modelde, varsayılan bilgi asimetrisi ile doğrudan ilgisi olmayan piyasa iştirakçilerinin rollerini göz ardı etmek yaygındır. Bu nedenle, müvekkil-vekil modelleri, yatırımcı davranışını; ters seçim modelleri; ihraççı ile aracı kurum arasındaki ayrımı göz ardı etmektedir.

Düşük fiyatlandırma, ilk halka arzların en çok modellenen yönü olmakla birlikte ilk halka arzlarda değerlendirme gerektiren ek konularda vardır. Bu ek konuların en önde gelenleri arasında, arz türünün seçimi ve içerisinde ilk halka arzların (ve ilk getirilerin) hacminin önemli oranda yükseldiği “yüksek talep gören hisse senedi” piyasalarının açıklanması yer almaktadır.

Biz burada ilk olarak, ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırmaya ilişkin ters seçim, müvekkil-vekil ve işaret etkisi kuramlarını inceleyeceğiz. Ardından, düşük fiyatlandırma ile ilgili alternatif kuramları inceledikten sonra, son kısımda ilk halka arz davranışının diğer yönlerini açıklamak üzere oluşturulmuş önemli modelleri ele alacağız.

## 2.2.TERS SEÇİM<sup>37</sup>: ROCK MODELİ

İlk halka arzda düşük fiyatlandırmayla ilgili en iyi bilinen ve üzerinde en çok çalışılan konu kuramsal olarak ilk kez Rock (1986) tarafından ortaya konulan ve Beatty ve Ritter (1986), Carter ve Manaster (1990), Koh ve Walter (1989), Ritter (1984), McStay (1992) vd., tarafından incelenen ters seçim mekanizmasıdır.

İlk halka arzda düşük fiyatlandırmaya ilişkin daha önceki açıklamaların aksine, Rock modeli, yapı ve öngörüler bakımından tutarlı bir kuramsal model ortaya koymaktadır. Yazara göre, düşük fiyatlandırma, potansiyel yatırımcılar arasında önemli bilgi asimetritlerinin söz konusu olduğu bir ortamda, ihraççı şirketlerin sergilediği rasyonel bir davranışın sonucu olarak görülmektedir.

Özellikle, yatırımcılar eksiksiz (veya üstün) bilgi sahibi “bilgili yatırımcılar<sup>38</sup>” (BY’ler) ile yalnızca hisse senedinin değerinin üzerinden yapılan tahsisi bilen “bilgisiz yatırımcılar<sup>39</sup>” (BsY’ler) olmak üzere hisse senedinin gerçek değeri hakkındaki bilgi seviyeleri ile birbirlerinden ayrılırlar. Bu asimetrinin bir sonucu olarak, BY’ler, BsY’ler ile sadece “iyi” hisse senetleri için rekabet ederler. Bu durum içerisinde BsY’lerin daha yüksek bir ihtimalle “kötü” hisse senetleri” aldığı bir ters seçim mekanizması yaratmaktadır. Bu nedenden ötürü, bilgisiz borsa yatırımcıları yüksek miktarda yüksek fiyatlandırılan hisse senetleri alırlar.

Rock’un modeli üç tür vekil üzerine odaklanmaktadır. Bunlar, ihraççı şirket, BY’ler ve BsY’lerdir. Diğer varsayımların aksine, bilgi yapısı, ihraççı şirketin sanıldığı gibi “işin iç yüzünü bilen” bir taraf olmadığına işaret etmektedir. İhraççı, arzın değeri hakkında bilgisiz alıcılardan daha fazla şey bilmemektedir. Bu gerçekçi görünmeyebilir ancak bu tür bir varsayımın ardında yatan mantığın, halka arzlara

---

<sup>37</sup> Adverse Selection

<sup>38</sup> Informed Investors

<sup>39</sup> Uniformed Investors

yasal olarak getirilen ifşa şartları olduğu düşünülmektedir. Şirketin mali durumunu, gelirin ne şekilde kullanılacağına ilişkin bilgileri açıklayarak, ilgili bilgisinin büyük bir kısmını kamuoyu ile paylaşmış olur. Bu nedenle, “bilgisiz” bu bağlamda yalnızca “BY’lerden daha az bilgi sahibi olma” anlamında kullanılmaktadır (Anderson, vd., 1995: 31).

Aracı kurumlar ve yatırım bankaları Rock’ta (1986) hiçbir rol oynamamaktadır. Bununla birlikte, Rock’un düşüncesine dayalı sonraki incelemeler, bu zorluk üzerine odaklanmıştır. Aracı kurumların yerine getirebileceği çeşitli görevler vardır.

Rock, şirket taahhütlü halka arz yapan bir şirket tasarlamaktadır. Bu şirket hisse senedi değeri hakkında BsY’lerden daha üstün bilgiye sahip olmadığı için, bu şirketin davranışı yatırımcılara hiçbir şey anlatmamaktadır. İnceleme tek dönemli bir arz ile sınırlıdır. Daha sonraki hisse senedi ve/veya borç satışları göz ardı edilmektedir. Şirket ve tüm potansiyel yatırımcılar birbirlerinin mali durumlarını, tercihlerini ve sezgisel olarak da davranışlarını bilmektedirler (Anderson, vd., 1995: 32 ; Rock, 1986: 191).

Bu varsayımlar çerçevesinde  $z$ , arz edilen hisse senetlerinin sayısını ve  $p$  de hisse senedi başına fiyatı ifade etmektedir.  $V$ , hisse senedi başına gerçek değerini (borsanın hemen sonrasında açıklanan) ifade eder.  $V$ , bilinen toplam tahsis  $F(V)$  ve ortalama değer  $E(V)$ ’ye sahip tesadüfi bir değişkendir. Bilgili yatırımcılar  $V$  değerini bilmektedir, şirket ve bilgisiz yatırımcılar bilmemektedir.

$p < V$  ise, bilgili yatırımcılar, hisse senetlerine  $\$I > 0$  harcama yapmaktadırlar; ancak hisse senedi yüksek fiyatlandırılırsa ( $p > V$ ) sıfır talep alırlar.  $N$  değeri bulunan bilgisiz yatırımcıların her biri, zenginliklerinin  $T^*$  kadarlık bir

kısmını hisse senedine yatırır. Her bir bilgisiz yatırımcı 1'e eşit zenginliğe sahiptir ve ilk halka arzdaki hisse senetlerine yatırılmamış herhangi bir zenginlik risksizdir ve 0 getirili bir hisse senedine yatırılır. Bu nedenle, bu model, diğer mali piyasaların hiçbir gerçek rolünün olmadığı bir kısmi denge modelidir. İlk halka arz hisse senetlerine yönelik toplam talepleri şöyledir.

$$\begin{aligned} (a) \quad p < V \text{ ise} \quad & NT^* + \$I \\ (b) \quad p > V \text{ ise} \quad & NT^* \end{aligned} \quad (1)$$

Hisse senetleri düşük fiyatlandırıldığında, bilgili yatırımcılardan gelen emirler, BsY'lerin emirleri ile rekabet eder ancak hisse senetleri aşırı pahalı olduğunda, teklif verenler sadece bilgisiz olanlardır. Emirler hisse senedi arzını aştığında tahsis gerçekleşir.

Yatırımcının bakış açısından bakıldığında, bu durumla ilgili olarak karşı karşıya kalınan sorun, hisse senetlerinin iyi olduğu durumlara karşın hisse senetlerinin kötü olduğu durumlarda hisse senedi alma olasılıkları arasındaki farklılıktır. Tahsis planının ne şekilde işlediği kritik öneme sahiptir. Hisselere emir vermek masrafsız ise, bilgili yatırımcılar, bir tahsis olasılığı ne kadar düşük olursa olsun, herhangi bir iyi arzda ( $p < V$ ) hisse senetleri için emir verecektir. Bununla birlikte, BsY'ler iyi arzları kötülerden ayıramazlar. Bu nedenle, iyiye karşın kötü hisse senedi tahsislerinden pay almaya ilişkin olasılıklar hakkında kaygılı olacaklardır. Bu ihtimallere gelince, onlar tahsis kuralına bağlıdır. Rock, hisse senetlerinin sadece tesadüfi bir şekilde tahsis edildiğini varsaymaktadır. Buna göre tüm emirler tesadüfen doldurulur ve tahsiste BY'ler ile BsY'ler arasında hiçbir

kayıma olmaz. Bu tür bir plan, BsY'lerin iyi bir arzda, b olarak ifade edilen, hisse senetleri alma ihtimalinin, kötü bir arzda b' olarak ifade edilen, hisse senetleri alma ihtimalinden daha arz olduğunu belirtmektedir.

Matematiksel gösterimi  $b < b'$  biçimindedir. Bu ifade bilgisiz yatırımcıların piyasadan eleneceğini göstermektedir.

Yukarıdaki yaklaşım, bilgisiz yatırımcıların katılımının düşük fiyatlandırmayı gerektirdiğini göstermektedir. Ancak, bu sonuç düşük fiyatlandırmanın gerçekte neden meydana geldiğini açıklamada yetersiz kalmaktadır. Literatürde bunun nedenleri arasında şunlar yer almaktadır (Anderson, vd., 1995: 33):

Birincisi, fiyatları düşürmek, arz düşüş gösterdiğinde bilgili talebi arzın daha büyük bir kısmına ilgi gösterebileceği için, bilgisiz yatırımcıları çekmede yardımcı olmayabilir. Bu, BsY'leri emirler vermekten vazgeçirerek, ters seçimi artırır.

İkincisi, fiyat indirimlerinin bilgisiz talebi teşvik etme şeklindeki beklenen etkiyi yaptığı kanıtlanmalıdır. Çünkü bilgisiz yatırımcıların katılımının ihraççı için neden önemli olduğunun açıklanması gereklidir. BsY'lerden gelecek emirleri çekmek için ihraççının düşük fiyatlandırma yapması gerektiğinden BY katılımının, ihraççıyı bunu aramaya teşvik etmek için gerekli veya değerli olması gereklidir.

Üçüncü olarak modelin; yatırımcıların (özellikle BsY'lerin), b ve b' değerleri hakkında, inançlarına bağlı eylemlerinin, daha sonra BsY'lerin b ve b' ile ilgili ilk aşamadaki inançlarının doğru olduğunu ortaya koyan optimize edici davranışla (T\*) sonuçlandığı şeklinde bir dengeye sahip olduğu açık değildir. Rock bu sorunları çözmek için aşağıdaki yaklaşımları uygulamıştır (Rock,1986: 193).

İlk olarak bilgisiz bir yatırımcının, zenginlik tahsisi (yatırım) kararını incelemektedir. Bu tür bir yatırımcının, iyi durumda ( $V > p$ ) tahsisten pay alma

ihtimallerinin  $b_e$  ve kötü durumda ( $V < p$ )  $b_e'$  olduğuna inandığı düşünülürse yatırımcının süre sonunda beklediği fayda şöyledir.

$$\begin{aligned}
 EU &= b_e(1 - F(p)) E[U(1 + T(p^{-1}V - 1)) \mid V > p] \\
 &+ b_e' F(p)E[U(1 + T(p^{-1}V - 1)) \mid V \leq p] \\
 &+ [1 - b_e(1 - F(p)) - b_e' F(p)]U(1)
 \end{aligned} \tag{2}$$

Burada  $E$  beklentileri ifade eder,  $U$  fayda fonksiyonudur,  $F(.)$  hisse değerlerinin toplam tahsis fonksiyonudur ve tahsisten hiç pay alınmadığında tüm zenginlik risksiz varlığa yatırılmıştır.  $BsY$ , beklenen faydayı maksimize etmek için, ilk halka arz hisselerinde yatırmaya çalışmak üzere, zenginlikten bir  $T$  yüzdesi belirler. Optimal  $T^*$  seçimi bu durumda  $b_e$ ,  $b_e'$  ve  $p$  değerlerine bağlı olacaktır.

$T^* = T^*(b_e, b_e', p)$  yazılacaktır. Aslında,  $T^*$  değerinin bireysel olarak  $b_e$  ve  $b_e'$  değerlerine değil, sadece onların oranına ( $b_e/b_e'$ ) bağlı olduğu gösterilebilir.

Rock, bir sonraki aşamada rasyonel beklentiler yaklaşımından yararlanarak, bir dengenin varlığını ortaya koymaktadır.  $b_e$  ve  $b_e'$  değerlerinin  $BsY$ 'leri  $T$  zenginliklerinin bir kısmını ilk halka arza yatırmaya teşvik ettiğini varsayımı altında,  $b$  tahsis olasılığını şu şekilde ortaya koyar (Rock, 1986: 193):

$$b = \min((pz/NT^* + I), 1) \tag{3}$$

Rock, bazı  $b_e$  değerleri için  $b = b_e$  olduğunu ve  $p < E(V)$  olduğu her durumda, bir rasyonel beklentiler dengesi olduğunu göstermektedir.

Fiyat düştükçe, bilgisiz talebin seviyesinin yükseldiğini göstermek biraz güçtür. Burada Rock, incelemeyi basitleştirmek için büyük bir piyasa varsayımı kullanmıştır.

Pek çok bilgisiz yatırımcı olduğunda, ilk halka arzdaki yatırım, onların zenginliğinin yalnızca ufak bir kısmını teşkil eder. Ancak, her yatırımcının düzgün bir (ayrıt edilebilir) fayda fonksiyonu olursa bu durumda her biri böylesi ufak bir kumar<sup>40</sup> bakımından yaklaşık olarak risksizdir. Böylece, bilgisiz yatırımcıların sıfır kâr beklentileri kötü hisse senetlerinin tahsis edilmediği durumlarda onların iyi hisse senedi alma şanslarını belirler. Bu gerçek, fiyat düşürüldükçe,  $b$  iyi hisse senetleri alma olasılığının o kadar hızlı düşmediğini, fiyat düşüşüne rağmen bilgisiz talebin düşüş gösterdiğini göstermede yarıdır (Anderson, vd.,1995: 35).

Burada yanıtlanması gereken iki soru vardır. Birincisi, hangi koşullar altında hisse senedi sahipleri düşük fiyatlandırma yapmak isteyecektir? İkincisi, düşük fiyatlandırma optimal ise, optimal iskonto (düşük fiyatlandırma derecesi) nedir?

Bir çok durum, hisse senedi sahiplerini, halka düşük fiyatlandırma ile açılmaya teşvik edebilir yine de en açık gerekçe olan riskten kaçınma ve portföy çeşitlendirme en uygun varsayımdır.

Rock'ın çalışmasının diğer önemli konuları arasında ise şunlar bulunmaktadır (Anderson, vd.,1995:36): Birincisi, Beatty ve Ritter'in, hisse senedi değerinin belirsizliğinin ve aracı kurumun düşük fiyatlandırmadaki rollerine yönelik incelemesidir. İkincisi, Carter ve Manaster'ın, bilgi toplama ve aracı kurum itibarı ile

---

<sup>40</sup> Gamble

ilgili araştırmasıdır. Üçüncüsü BsY’lerin eline geçen normal getirilerle ilgili olarak Rock’ın ileri sürdüğü denge koşulu üzerinde Koh ve Walter’ın yaptığı doğrudan testtir.

Beatty ve Ritter göre, hisse senedi değeri ile ilgili belirsizliğin derecesi ve düşük fiyatlandırma derecesi arasında pozitif bir ilişki vardır. Özellikle, hisse senetleri değeri belirsizleştike ve büyük miktarlarda tahsis edildikçe, yatırımcıların karışılacağı risk düzeyi de artacaktır (Beatty, ve Ritter, 1986: 213).

Beta katsayıları ile ölçülen daha çok bilinen sistematik riskten ayırmak için, bu hisse senedi belirsizliğı “tasarlanmış belirsizlik<sup>41</sup>” olarak ifade edilir. Bu nedenle, daha yüksek seviyede spekülatif arzlar için ters seçim daha ciddi bir sorundur. Bununla birlikte, arzların, değeri dağılımlarına göre farklılık gösterdikleri düşünöldüğünde; spekülatif şirket sahipleri, neden böylesine riskli bir durum en başında gizlenebilecekken, daha fazla düşük fiyatlandırmaya giderler.

Beatty ve Ritter, aracı kurumların, yüksek seviyede belirsiz değeri olan şirketlerin, için daha da düşük fiyatlandırma yaptığı bir denge uygulanmasında rol oynadığını ileri sürmektedir. Yatırım bankalarının itibarları, aracı kurumların muhafaza etmek ve korumak istediğı değeri varlıklar olarak görölmektedir. Daha spekülatif bir arz ile karşı karşıya kaldıklarında, aracı kurumlar, daha sonra yatırımcılar eğer çok az seviyede düşük fiyatlandırma yaparlarsa veya ihraççı şirketler çok fazla seviyede düşük fiyatlandırma yaparlarsa, cezalandırılmaktan kaçınmak için daha düşük arz fiyatlarını seçerler. Bu nedenle, beklenen davranıştan uzaklaşan yatırım bankacılarının pazar payı kaybetmesi beklenir (Beatty, ve Ritter, 1986: 216).

---

<sup>41</sup> Ex ante Uncertainty

Carter ve Manaster (1990)'da yatırım bankasının itibarının rolünü vurgulamaktadırlar; ama aynı zamanda da, yatırımcıların gerçekleştirdiği bilgi edinme etkinliklerine de odaklanmaktadırlar. Carter ve Manaster, yüksek seviyede belirsiz olan arzların, bilgi toplamak için daha fazla çaba sarf edilmesine neden olduğunu ileri sürmektedir. Bu durum bilgili yatırımcıların yüzdesini artırır ters seçimden sonucunda görülen tahsiste taraf tutma olgusu bilgisiz yatırımcılar açısından daha da kötüleşir. Düşük fiyatlandırma ihraççı şirketler tarafından istenen bir şey olmadığından; yüksek seviyede spekülasyon şirketlerin, düşük riskli ihraççılar gibi görünmeye çalışması beklenecektir. Bununla birlikte, bu noktada, yatırım bankalarının oynamaları gereken bir rol vardır. Özellikle, kendi itibarlarını koruma isteği, prestijli aracı kurumları sadece daha düşük seviyede spekülasyon olan arzları seçmeye teşvik eder. Bu nedenle, daha düşük riskli şirketler, daha az prestij sahibi rakiplerinden daha az düşük fiyatlandırma yapan prestijli aracı kurumları seçerek, yüksek kalitelerinin işaretini vermeye çalışabilirler ve aracı kurum prestijinin, sınırlı bilgi alışverişinin güvenilir bir garantisi olması gerekir.

Carter ve Manaster bu iddialara yönelik bazı ampirik destek sunmaktadır. Buna göre ani fiyat yükselişleri ihraççı şirketi olumsuz etkilediğinden, küçük miktarlı halka arzlarda ihraççı şirketler piyasaya bu ihracın düşük riskli olduğunu açıklamaya çalışırlar. Bunu da seçtikleri prestijli aracı şirket ile yapacaklardır. Yazarların yaptıkları araştırmada prestijli aracı şirketler ile ihraç edilen hisse senedinin fiyatının ani yükselişi arasında anlamlı negatif bir ilişki tespit etmişlerdir (Carter ve Manaster 1990: 1062).

Sonuç olarak, aracı kurumlar, bilgisiz yatırımcıların tahsisten pay almada daha fazla şansları olması için ek satış ile hisse senedi çıkarırsa, ters seçim ve düşük fiyatlandırmayı azaltmış olacaklardır.

### **2.3. MÜVEKKİL-VEKİL: BARON’UN DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK SÜBJEKTİF RİSK<sup>42</sup> MODELİ**

Önceki bölümde, Rock’ın, iki temel varsayıma dayalı, kuramsal açıdan tutarlı bir düşük fiyatlandırma modelini nasıl geliştirdiğini görmüştük. Bu iki temel varsayım şöyledir:

Potansiyel yatırımcılar, hisse senedinin değeri hakkında farklı bir biçimde bilgilendirilir ve aracı kurum, ihraççı şirketin beklentileri hakkında işe yarar gizli bilgilere sahip değildir. Bazı yatırımcıların, diğer yatırımcılara kıyasla bir hisse senedi hakkında daha fazla şey bilgi sahibi olduğu doğru olmakla birlikte; Rock’ın yaklaşımındaki bilgi ile ilgili kısımlara yönelik eleştirilerin büyük bir kısmı, ihraççı şirketin bilgisiz yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olmadığı varsayımına dayanmaktadır.

Ross’un (1973) araştırmasından bu yana, mali karar alımlarını incelemede “müvekkil-vekil” yaklaşımının kullanımı daha yaygın hale gelmiştir. Bu tür incelemelerde, “müvekkil” olarak adlandırılan bir ekonomik aktörün, kendisi için birtakım ticari muameleleri gerçekleştirmesi için bir “vekil” tuttuğu düşünülür. Müvekkil vekile, onun eylemlerinin sonucunda gözlemlenen bazı özelliklere bağlı olarak, vekilin ödülleri belirten bir sözleşme teklif eder. Örneğin, satış temsilcileri, satış sonuçlarına göre prim alırlar. Genel olarak, alacaklarına ilişkin esas sadece

---

<sup>42</sup> Moral Hazard kavramı Türkçe’ye Ahlâki Tehlike olarak çevrilmekle birlikte, metinde bu kavramın yerine, aldatici hareketlerin sonucunda zararın artması anlamına gelen sübjektif risk kullanılmıştır.

vekilin çabalarına değil, aynı zamanda taraflardan birinin veya hiçbirinin gözlemleyemediği bazı tesadüfi etkenlere de bağlıdır. Pazarlık yetkisinin tamamını elinde bulunduran müvekkil, vekilin davranışını eksiksiz olarak izleyemez. Ayrıca, vekil, müvekkilin ulaşamayacağı önemli bilgilere sahip olabilir. Bu durumda, müvekkilin sorunu şu özellikleri taşıyan bir sözleşme hazırlamaktır (Anderson, vd., 1995: 39):

- (1) En azından vekil açısından asgari olarak kabul edilebilir,
- (2) Vekili, müvekkilin çıkarına hareket etmeye teşvik edecek, ve
- (3) Vekili, sahip olabileceği her tür gizli bilgiyi ifşa etmeye veya uygun bir biçimde kullanmaya teşvik etmelidir.

Bu tür modeller, ekonomide ve finansal araştırmalarda yaygındır. Müvekkil-vekil incelemesini, ilk halka arzda görülen düşük fiyatlandırma çelişkisine uygulamaktadır. Rock'ın modelinin aksine, Baron, yatırım bankasının/aracı kurumun, şirketten daha üstün bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Bu bilgi ihraççının mali beklentilerine ilişkin piyasa koşulları, yatırımcı irtibatları veya sanayi eğilimleri konusunda yakın bilgilere verebilir. Model, ne aracı kurumlar arasında dinamik rekabete, ne de itibar oluşturmaya rol tanıyan “tek aşamalı” bir modeldir. İnceleme, ihraççı şirket (müvekkil) ile arzı yönetmek için tutulan yatırım bankasının (vekil) optimal davranışına odaklanmaktadır. İhraççı açısından bir sigorta yararı görevi gören aracılık yüklenim, her iki ana iştirakçinin risk almamasıyla göz ardı edilir (Anderson, vd., 1995: 39).

Müvekkil, üç tür kontrat arasından seçim yapabilir. Birincisi, bir “tahsis sözleşmesi” ile yatırım bankası yalnızca hisse senetlerini tahsis etmede kullanılabilir. İkincisi, müvekkilin hisse senetlerini doğrudan halka satmasıyla, bankacı tamamen

atlanabilir. Üçüncü olarak ihraççı yatırım bankasının arzı (dolaylı olarak) fiyatlandırdığı ve talebi artırmak için çabalarda bulunduğu bir “yetkilendirme sözleşmesi” kullanabilir. Bu yaklaşımın kuramsal açıklaması aşağıdaki gibidir (Anderson, vd., 1995: 39).

Hisse senedi satışlarından elde edilen  $x$  kazançlar,  $p$  hisse senedi fiyatına,  $e$  yatırım bankası çabasına (satış artırımı) ve  $\theta$  piyasa koşullarına bağlıdır. Piyasa koşulları, kontratın hazırlandığı sırada bilinmemektedir ancak vekil (bankacı)  $\theta$  dağılımını etkileyen  $\delta$  bilgi verici işaretini görür. Bu nedenle,  $g(x | p, e, \delta)$  dağılım olasılığı;  $p$ ,  $e$  ve  $\delta$  söz konusu olduğunda,  $x$  kazançlar dağılımını özetler. Ayrıca,  $x(p, e, \theta)$ ,  $e$  çabada artmakta ve çabadaki artışlar, kazançlarda artışlar doğurur.

$d$ , bankanın sahip olduğunu iddia ettiği  $\delta$  piyasa bilgisi (doğru olmayabilir) olarak tanımlanmıştır. Yatırım bankasının tazminatı  $s(p, d, x)$  olur. Bu nedenle, banka önce  $\delta$  piyasa koşulları hakkında bilgi edinir ve ihraççıya (müvekkil) bir  $d$  değeri bildirir. Eğer ihraççı arza devam ederse, bankanın  $d$  tavsiyesine dayalı bir  $p(d)$  fiyatı seçer. Banka gizliden, kendi çıkarları için,  $e$  satış artırımı etkinliğinin seviyesini belirler. Bu durumda, bankaya yapılan ödeme  $s(p, d, x)$  ve ihraççı açısından getiriler yalnızca  $(x - s)$  olur.

Sözleşmenin, ihraççı tarafından teklif edildiği durumda, banka kendi çıkarlarına yönelik hareket eder. Satış artırımı maliyetli olduğundan, bankanın getirilerini  $s(e)$  olarak yazılır. Burada  $c(e)$ , bir  $e$  satış artırımı seviyesine bağlı maliyettir. Bu nedenle, banka kendi  $e$  çabasını belirler ve beklenen getirileri maksimize etmek için  $d$  piyasa koşullarını bildirir. Buna göre: (1)  $\delta$ , bilgisidir, (2) ihraççı tarafından seçilen fiyatlandırma kuralı,  $p(d)$  olur, (3)  $c(e)$ , maliyetleridir, ve (4) ihraççı/müvekkil tarafından seçilen tazminat sözleşmesi (formülü),  $s(p(d), d, x) =$

$s(d, x)$  olur. İhraççı şirket bunların tamamını bilir ve planlarını yaparken bunu dikkate alır.

Müvekkil, bir  $s(\delta, x)$  kontratı tasarlamaya çalışmaktadır. Bu kontrat, her tür  $\delta$  özel bilgiye ve  $x$  kârlarına dayalı olarak vekile verilecek tazminatı belirtmektedir. Yine müvekkil, bir  $p(\delta)$  fiyatlandırma kuralı oluşturmaya çalışmaktadır; bu kural, bir arzdan beklenen kazançları maksimize etmek için, vekilin (doğru)  $\delta$  raporuna dayalı olarak, hisse senedi başına fiyatı belirlemektedir. Konunun matematiksel gösterimi şu şekildedir (Baron, 1982: 962):

$$\max_{p(\delta), s(\delta, x)} \int (\int (x-s)g(x \mid p(\delta), e(\delta, \delta), \delta)dx)f(\delta)d\delta \quad (4)$$

s.t.

- (i)  $s(\delta, x) - c(e(\delta, \delta)) \geq s(d, x) - c(e(d, \delta))$
- (ii)  $e(d, \delta)$  vekilin getirilerini maksimize eder
- (iii) beklenen vekil getirileri minimum bir seviyeyi aşar

Yukarıdaki (4) nolu denklem ihraççının, arzdan beklenen  $(x-s)$  getirilerini maksimize etmek için, bir  $p(\delta)$  fiyatlandırma kuralı ile  $s(\delta, x)$  kontratı seçmesi gerektiğini göstermektedir. Kısıtlamalar, vekilin doğru  $\delta$  ifşasının ve vekil akılcılığının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Kısıt (i),  $\delta$  doğru işaret ise, işaretin  $\delta$  olduğunu iddia etmenin,  $\delta$  ne olursa olsun, vekil için en az  $d$ 'nin  $\delta$ 'ye eşit olmadığını iddia etmek kadar iyi olması gerektiği anlamına gelmektedir.  $e(d, \delta)$  ifadesi, kısıt (ii)'de belirtilmektedir. Kontratın  $s$  ve fiyatlandırma kuralının  $p$  olduğu düşünüldüğünde;  $\delta$ , doğru piyasa işareti olduğunda ve  $d$ , müvekkile bildirildiğinde;  $e(d, \delta)$ , vekile yararı en çok olan çaba

seviyesidir. Kısıt (iii), bir iştirak koşuludur. Kontrata iştirak etmek istemesi için vekilin en azından minimal getiriler beklentisi içerisinde olması gereklidir. Bu nedenle kısıtlamalar şuna işaret etmektedir:

- (1) Doğru söylemesi için vekile bir teşvik verilecektir.
- (2) Vekil kendine yararlı olacaktır.
- (3) Vekil, ancak en azından bazı asgari getiriler elde edeceğini beklediğinde müvekkil için çalışmaya isteklidir.

Baron’a göre ihraççı ile bankacı sermaye piyasasının durumu hakkında aynı bilgiye sahip ise şirket taahhütlü bir kontrat her zaman optimal olacaktır. Çünkü tüm hisse senetlerinin bankaya satılmasıyla banka hisse senedinin satışını optimal bir biçimde artırmak için bir teşvik elde eder. Banka satış çabalarını arzın toplam net kârlarını maksimize etmek üzere seçecektir. İhraççı bu durumda sabit bir ödeme alır. Bununla birlikte, eğer banka daha üstün bilgiye sahip ise, bu durumda bir tahsis kontratının sübjektif risk doğurması olasıdır. Banka yeterince sıkı çalışmayacaktır. Bu durumda, ihraççı, fiyatlandırmada bankayı yetkilendirerek, örneğin bankadan alınan bilgiyi, hisse senedini fiyatlandırmak için kullanarak getirileri artırabilir. Banka, verdiği özel bilgi için bir kazanç elde edecektir (Baron, 1982: 975). Bu örnek, bunun düşük fiyatlandırma ile sonuçlanabileceğini göstermektedir.

Baron’un modelinde düşük fiyatlandırma, yalnızca, yatırım bankası ihraççıdan daha üstün bilgiye sahip olduğunda ortaya çıkmaktadır. Her ikisi de simetrik bilgiye sahip ise içerisinde düşük fiyatlandırmanın görülmeyeceği ve sübjektif riskin olmayacağı, şirket taahhütlü bir arz görülür.

Muscarella ve Vetsuypens (1989) yaptıkları araştırmada, yatırım bankalarının kendi içlerindeki hisse senetlerinin ilk halka arzlarında görülen ilk artıktaki getiri

davranışını incelemektedir. Buna göre, kendi kendini pazarlayan ilk halka arzlarda, bir yatırım bankası halka açılır ve kendi hisselerini satar/tahsis eder. Burada müvekkil ile vekil, aynı şirket olduğu için hiçbir bilgi asimetrisi görülmecektir (Muscarella ve Vetsuypens, 1989: 125).

Bununla birlikte, Muscarella ve Vetsuypens, bu hisse senetlerindeki düşük fiyatlandırmayı, Baron'un açıklamasını desteklemeyen bir sonuç olarak görmektedir. Buna göre araştırma yaptıkları 38 yatırım bankasından 17 tanesi yüzde 13.23 bir ilk gün getirisine sahipken geriye kalan 21 yatırım bankası için bu oranı sadece yüzde 2.2'dir. Yazarlara göre düşük fiyatlama olgusu sadece bilgi asimetrisine bağlı değildir (Muscarella ve Vetsuypens, 1989: 135).

#### **2.4. DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK İŞARET ETKİSİ MODELLERİ**

Ters seçim modellerinin, bilgili/bilgisiz yatırımcılar hakkında yaptığı varsayımların ve düşük fiyatlandırmaya yönelik müvekkil-vekil kuramlarında kullanılan bilgili aracı kurum yaklaşımının aksine, işaret etkisi modelleri, ihraççı şirketin kendi olasılıkları hakkında diğer piyasa iştirakçilerinden daha fazla şey bildiğini varsaymaktadır. Bu yaklaşım modern finans kuramının önemli bir alanı ile oldukça yakın bir biçimde ilişkilidir. Şirket içerisindekiler, dışarıdakilere kıyasla daha fazla şey bilmektedir. Bu durum şirketin kâr, üretim ve yatırım davranışında daha farklı stratejik durumlara yol açmaktadır.

Bu yaklaşım ilk kez Spence tarafından, işgücü piyasasında eğitimin rolüne ilişkin incelemesinde ortaya konulmuştur (Spence, 1973: 355-374).

Bir işçinin eğitimsel edinimleri, iş performansı söz konusu olduğunda işveren tarafından yasal olarak ödüllendirilmesinin gerekip gerekmediğini sorgulamıştır. Yazara göre, eğitimle ilgili güven verici belgeler işçinin gözlemlenmeyen kalitesi hakkında değerli bilgiler iletebilir.

İşaret etkisi modelleri, bu konu ile ilgilenmektedir Piyasa iştirakçilerinin, gözlemlenemez ancak önemli bir yönden farklılık gösterdiği varsayılmaktadır. İyi özelliklere sahip iştirakçiler bir şekilde diğer iştirakçileri kendi kaliteleri konusunda ikna edebilirse bundan yarar sağlayacaktır. Bu nedenle, bu tür aktörler, işaretler olarak adlandırılan, kendi değerleri hakkında ikna edici kanıtlar sağlayan davranış biçimleri ararlar.

Düşük kalitede özelliklere sahip iştirakçiler, diğerleri yanlış bir biçimde kendilerinin kalitesi yüksek iştirakçiler olduğuna inanırlarsa, çok daha büyük yararlar sağlar. Bir işaret olarak başarılı bir biçimde kullanılan herhangi bir davranış kalitesi düşük oyuncular açısından diğerlerini aksine ikna etmek için daha fazla maliyetli olmaktadır.

Spence'in eğitim konusunda işaret etkisi modelinde, iyi işçilerin, zayıf işçilere kıyasla daha düşük maliyetlerle eğitim alabildiği varsayılmıştır. Her ne kadar, iyi işçiler işverenler için daha değerliyse ve onlardan daha yüksek ücretler talep edebilirse de kötü işçiler eğitim almaktan vazgeçirilirler. Çünkü bu durum onlar için o kadar masraflıdır ki iyi bir işçi yerine konmanın sağlayacağı ücret kazanımları yeterince cazip gelmemektedir.

Spence, içerisinde iyi işçilerin eğitim aldığı, kötü işçilerin eğitim almadığı ve eğitilmiş işçilerin daha yüksek ücretler aldığı bir denge göstermiştir. Bu tür bir

dengeye literatürde ayırıcı<sup>43</sup> denmektedir. Bununla birlikte, eğitim maliyetleri, işçiler arasında çok küçük bir fark yaratıyorsa kalitesi düşük işçiler, kalitesi iyi işçiler gibi görünmek için eğitim alabilir. Böylece işaretin değerini yok edebilirler. Bu tür durumlarda, işçi türleri, davranışları yoluyla güvenilir bir biçimde ayrılmamaktadır. Bu durum, içerisinde tüm işçilerin aynı biçimde davrandığı ve işverenlerce aynı muameleye tabi tutuldukları, havuzlama<sup>44</sup> olarak adlandırılan bir dengeye yol açmaktadır (Anderson, vd, 1995: 46).

İşaret modellerin önemli bir özelliği, işareti oluşturan davranışın, işlemler için teklifler yapılmadan önce gerçekleşmesidir. Bu nedenle, bilgili iştirakçiler önce davranır. Buna karşın, literatürdeki tarama<sup>45</sup> modelleri, bilgili aktörlerin, bilgisiz oyuncularından daha sonra ve bunlar tarafından yapılan tekliflere karşılık olarak hareket ettiğini varsaymaktadır. Ayırıcı ve havuzlama türü dengelerin olası varlığı için bu farklılık oldukça önemlidir.

Bir ilk halka arz modelinde, işaretleşme mekanizmanın uygulanması; şirketlerin değerleri ile birbirlerinden ayrıldığı ve bu değerlerin, potansiyel yatırımcılarca gözlemlenemezken, şirketlerin kendilerince bilindiği düşüncesine dayanmaktadır.

Değeri yüksek olan şirketler, açık olarak, sahip oldukları hisse senetlerinin satışından daha fazla kazanç sağlamak için, yatırımcıları kendi kalitelerinin iyi olduğuna ikna etmek isteyecektir. Ancak, sadece yüksek kalite iddiasında bulunmak ikna edici olmayabilir. Bu nedenle, şirketlerin, (1) aşırı maliyetli olmayan ve (2) potansiyel yatırımcıları yanlış yönlendirmeye çabalayan, değeri düşük şirketlerce

---

<sup>43</sup> Separating

<sup>44</sup> Pooling

<sup>45</sup> Screening

taklit edilmesi mümkün olmayan birtakım eylemler bulması gerekmektedir (Anderson, vd., 1995: 47).

İşaret etkisi, düşüncesini finansal kurama uygulayan Leland ve Pyle, asıl hisse senedi sahiplerinin ellerinde muhafaza ettikleri hisse senedi seviyesinin, yabancılar için, şirketin değerine ilişkin ikna edici bir işaret olabileceğini ileri sürmektedir. Şirket içerisindeki hisse senedi sahipleri, muhtemelen riskten kaçındığından ve bunların şirket içindeki hisse senedi sahibi olması büyük, çeşitlendirilmemiş bir risk teşkil edebileceğinden hisse senetlerinin belli bir kısmının elde muhafaza edilmesini gerekli kılabilir. Bu durum (daha sonraki bir arzda satılmak üzere) değeri yüksek şirketlerin sahipleri için, değeri düşük şirketlerin sahiplerine kıyasla daha az maliyetli olacaktır.

Eğer şirket değeri daha sonra açıklanabilirse, hisse senetlerinin büyük bir kısmını elde muhafaza etmek, sadece değeri yüksek şirket sahipleri için anlamlı olacaktır (Leland ve Pyle 1977: 371). Yazarlara göre bilgi asimetrisinin temel nedeni aracı (düzenleyici) kurumların varlığına dayanır. Bilginin elde edilebilmesi, onun edinilmesi için yapılacak harcamaya bağlıdır. Borç veren mali kurumlar elde ettikleri bilgileri kendi yararları dahilinde kullanacaklardır. Bunu yaparlarken, bu bilgiyi kamuya direk satacaklardır. Piyasaya verilen bu bilgi piyasayı düzenlen kurumların kredibilitelerini de etkileyecektir. Potansiyel yatırımcılar için ise bu bilgiyi elde etme ile iyi bilgi ve kötü bilgi arasında ayırım yapmak çok zor hatta imkansız olacaktır (Leland ve Pyle 1977: 384)

Bu modelde,  $V$  şirket değeri, CAPM ilişkisi yoluyla hesaplanmaktadır. Bu ilişkinin matematiksel gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$V = (-bZ / (1 + r)) [\alpha + \ln(1 - \alpha)] + K \quad (5)$$

Burada,  $V$ , şirket değeridir;  $r$ , risksiz faiz oranıdır;  $b$ , girişimcinin riskten kaçınma katsayısıdır;  $K$ , projenin sermaye masrafıdır;  $Z$  projenin spesifik riskini ifade ederken ve  $\alpha$ , girişimcinin alıkoyma hisse senetlerinin payıdır.

Oldukça önemli olmakla birlikte, Leland ve Pyles'ın sonuçları, ilk halka arzda düşük fiyatlandırmaya yönelik bir kuram ortaya koymamaktadır. Girişimcinin hisse senedi alıkoyması tamamen açıklanabilir olduğundan hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması gibi bir ihtiyaç hiç ortaya çıkmamaktadır.

$\alpha$  değerini gözlemleyerek ve eşitlik (5)'teki ilişkiyi inceleyerek yatırımcılar şirket değerinin tam olarak ne olduğunu bilmektedir o nedenle, hisse senetlerini düşük fiyatlandırmanın hiçbir anlamı yoktur.

Leland ve Pyles'ın bu yaklaşımı işaretleşme mekanizmasının çeşitli yaklaşımlar ile uygulanmasına yol açmıştır. Allen ve Faulhaber (1989), Grinblatt ve Hwang (1989) ve Welch (1989) araştırmaları özellikle dikkate değerdir.

Bir eylemin işaret olabilmesi için gerekli bir şart bunun gözlemlenebilir olmasıdır. Düşük fiyatlandırmanın bu denemeden geçemeyeceği gözlemlenecektir. Çünkü düşük fiyatlandırmanın fark edilmesi doğrudan anlaşılamamaktadır.

Bununla birlikte, doğru fiyat değeri yüksek bir şirketin işaretini vermek isteyeceği bir bilgidir. Hangi durumda olursa olsun fiyatlandırma, değere ilişkin bir işaret olacaksa, bu işaretin potansiyel yatırımcılarca nasıl tanınacağını ve yorumlanacağını açıklaması gereklidir.

Yukarıdaki iddialar düşük fiyatlandırmaya ilişkin işaret etkisi açıklamaları hakkında bir sonuca varamamaktadır. Bunun birinci nedeni yatırımcıların düşük

fiyatlandırmayı fark etmelerinin mümkün olabileceğidir. İkinci nedeni ise düşük fiyatlamanın, Leland ve Pyle'in hisse senedi hisse senedi muhafaza etme prosedürü, yüksek kârlar, prestijli finans danışmanlarının tutulması ve benzeri gibi diğer işletleşme biçimlerini kolaylaştırmak için ortaya çıkmasıdır. Yazarlara göre, düşük fiyatlama, bir işletleşme dengesinin sonucudur.

Aynı zamanda şu noktaya da dikkat etmeliyiz ki şirket değerlerini belirten herhangi bir işaret vermede değeri yüksek olan ihraççılar açısından bazı kazançlar olmalıdır. Ancak bu durumda işletleşme modelinin kullanılmasının bir anlamı olur. İlk düşük fiyatlandırmayı açıklamak gerekirse, hisse senedi sahiplerinin daha sonra, müteakip arzlarda satmayı işletleşmeleri sonucunda ortaya çıkan yüksek fiyatlardan planladıkları bir kısım hisse senetlerini açık bir biçimde ellerinde muhafaza etmeleri gereklidir. Daha açık bir biçimde anlatmak gerekirse, hisse senetleri şu anda iyi olduklarını kanıtlamak için düşük fiyatlandırılmaktadır. Böylece sonraki arzlar daha yüksek karlar elde edilecektir.

Allen ve Faulhaber (1989), Grinblatt ve Hwang (1989), Welch (1989), Nanda (1988) ve diğerlerinin işletleşme modelleri, belli yönlerden farklılık göstermekle beraber hiçbirinin niteliği diğerlerinden üstün görünmemektedir.

Grinblatt ve Hwang'ın (GH) incelemesi gösterim bakımından Leland ve Pyle'inkine (1977) en yakın olan inceleme olduğundan bunu daha kapsamlı bir biçimde ele alacağız (Grinblatt ve Hwang, 1989: 396).

Grinblatt bu çalışmasında, bir girişimcinin, 0 tarihinde gerçekleştirilecek, \$I değerinde, belli, sabit bir yatırım gerektiren bir yatırım projesine sahip olduğu üç dönemli bir dünya varsaymaktadır. Proje, 1 ve 2 tarihlerinde nakit girişleri sağlar.  $T_2$ 'deki nakit girişi  $\mu + X_2$  olup; burada  $X_2$ , sıfır ortalamalı ve  $\sigma^2 > 0$  varyanslı tesadüfi

bir değişkendir ve  $\mu$ , sabit olup, girişimci tarafından bilinmektedir.  $T_1$ 'de sıfır ortalama ve  $\sigma^2$  varyans ile tesadüfi bağımsız  $X_1$  nakit girişi görölür.

Girişimci riskten kaçınır ve portföyünü çeşitlendirmek için, projeyi bir ilk halka arzda risksiz bir biçimde pazarlamayı istemektedir. Girişimci (bundan sonra ihraççı olarak anılacaktır),  $\mu$  ve  $\sigma^2$  değerlerini bilmektedir; öte yandan yatırımcılar, sadece bu değerlerin, üzerinden belirlendiği tahsisi bilmektedir.

İhraççı,  $T_1$  tarihinde satış yaptığı için,  $\alpha$  ve  $p$  seçimleri,  $t_1$  döneminde  $W_1$  zenginliğinin  $U$  beklenen faydasını maksimize etme amacını taşır. Bu ilişkinin matematiksel gösterimi şu şekilde ifade edilmektedir.

$$E(U(W_1)) = E(W_1) - (b/2) \sigma^2(W_1) \quad (6)$$

Burada,  $b$ , ihraççının riskten kaçınmasını ve  $\sigma^2(W_1)$  de,  $t_1$  döneminde zenginliğin varyansını ifade eder. İhraççı başlangıçtaki zenginliği, her biri CAPM ilişkisi yoluyla fiyatlandırılan, ilk halka arzda elde muhafaza edilen hisse senetleri, risksiz bir varlık ve bir piyasa fonu arasında tahsis eder. Ayrıca, proje getirileri ile piyasa arasında korelasyon bulunmamaktadır.

$\alpha$  ve  $p$  işaretleri göz önünde bulundurulduğunda  $E(\mu | \alpha, p)$ , yatırımcının  $\mu$  hakkındaki tahmini göstermektedir. Yatırımcılar riskten kaçınır o nedenle,  $\sigma^2$ 'yi, onlara  $\alpha$  işaretini yorumlama olanağı verdiği oran dışında önemsemezler.

Eğer  $p < E(\mu | \alpha, p)$  ise, yatırımcılar başlangıçta, hisse senetlerinin  $(1-\alpha)$  kadarını satın alırlar aksi halde almazlar.  $T_1$  döneminde, borsa sonrası,  $\mu$  açıklanmamış ise  $p_1 = E(\mu | \alpha, p)$  fiyatını gösterir. Eğer açıklanmış ise  $p_1 = \mu$  olur.

$\sigma^2$  bilinseydi, GH modeli, Leland ve Pyle'a (1977) benzer sonuçlar gösterecektir. Bununla birlikte,  $\sigma^2$  bilinmiyorsa,  $p$ , bu değeri işaret etmek için kullanılacaktır.

GH işaretleşme modelinde dengenin kendisi bir dizi sezgisel özelliğe sahiptir. İlk olarak, yüksek varyanslı projeler dengede daha yüksek indirimlerle satılırlar. Bu durum ampirik bulgular ile tutarlılık göstermektedir. Ayrıca, değeri yüksek projeleri olan ihraççılar, hisselerinin daha büyük bir  $\alpha$  kısmını ellerinde tutarlar. Buna göre düşük fiyatlandırma, değeri daha yüksek olan projeler için daha fazla olur (Anderson, vd., 1995: 52).

Proje değerli olduğunda, ihraççı bunu göstermek ister. Daha düşük bir ilk fiyat üzerinden ihraç ederek, ihraççı söz konusu projenin varyansının yüksek olduğunu ispat eder. İhraççı riskten kaçındığı için, daha fazla hisse senedinin elde muhafaza edilmesi, memnuniyet verici bir şey değildir. Fiyatta indirim yapmak maliyetli olabilir. Ancak  $\alpha$  işaretinin değerini göstermek için gereklidir. Bu nedenle, düşük fiyatlandırma işaretleşme modelinin güvenilirliğini ortaya koymanın bir yolu olarak ortaya çıkmaktadır (Anderson, vd., 1995: 52).

Literatürde çok yüksek ilk gün getirilerin görüldüğü dönemlere, yüksek talep gören hisse senedi<sup>46</sup> piyasaları adı verilmiştir. Yüksek talep gören hisse senedi piyasaları, içerisinde düşük fiyatlandırmanın yaygın olarak bir işaret olarak kullanıldığı da görülmektedir (Allen ve Faulhaber 1989: 303).

---

<sup>46</sup> Hot Issues

## 2.5. DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA YÖNELİK KARŞIT GÖRÜŞLER

Her ne kadar ilk halka arzlara yönelik ters seçim, müvekkil-vekil/sübjektif risk ve işaretleşme modeller düşük fiyatlandırma ile ilgili en yaygın olarak tartışılan açıklamaları teşkil etmekteyse de literatürde bir dizi alternatif kuram öne sürülmüştür. Düşük fiyatlandırma ile ilgili karşıt kuramlar şunları içermektedir: Tinic'in (1988) davadan kaçınma kuramı<sup>47</sup>, Mauer ve Senbet'in (1992) yetersiz kapsam savları<sup>48</sup>, Benveniste ve Spindt'in (1989) satış öncesi bilgi toplama modeli<sup>49</sup>, tekel gücü savı<sup>50</sup>, Welch'in (1992) basamaklar kuramı<sup>51</sup>, Miller'in (1977) fikir ayrılığı savı<sup>52</sup> yaklaşımlarıdır. Araştırmamızın bu bölümünde ilgili yaklaşımlar incelenecektir.

Kuramsal olarak, Tinic, aracı kurumlar ile ihraççıların t tarihinde E [L<sub>t</sub>] şeklinde ifade edilen, beklenen borç maliyetlerini şu şekilde ifade etmiştir (Tinic,1988: 800-801):

$$E [L_t] = f (P_t/P_0) . g (P_0 - P_t) \quad (7)$$

Burada, f ( ), bir anlaşma veya hüküm ihtimalini ifade etmektedir; P<sub>t</sub>, t tarihindeki fiyattır; P<sub>0</sub>, arz fiyatıdır; ve g (.) de, bir dava söz konusu olduğunda beklenen zararlardır. Tinic hisse senetlerinin P\* gerçek değerinin altında bir arz fiyatının gelecekteki tüm tarihlerde beklenen borçları azalttığını göstermektedir .

---

<sup>47</sup> The Laesuit Avoidance Theory

<sup>48</sup> The Incomplete Spanning Arguments

<sup>49</sup> The Presale Information Gathering Model

<sup>50</sup> The Monopoly Power Argument

<sup>51</sup> The Casades Theory

<sup>52</sup> The Divergence of Opinion Argument

Tinic, menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yasal düzenlemelerin öncesinde ve sonrasında ihraççılar ile yatırım bankalarının potansiyel yasal yükümlülüklerine bağlı kalarak düşük fiyatlandırmayı uyguladıklarını tespit etmiştir (Tinic, 1988: 819).

Benveniste ve Spindt (1989) yaptıkları çalışmada yatırım bankalarının, yatırımcıların halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat ve tahsis konusunda ilgilerini çekmek için kullanılan araçları araştırmışlardır. Bunu yaparlarken de satış sürecinde asimetrik bilgiye sahip yatırımcılara, aracı bankanın sahip olduğu bilginin verilmesi sürecini incelemişlerdir. Buna ek olarak düşük fiyatlama ve yatırım bankalarının kendi düzenli müşterilerine yaptıkları tahsisler incelenmiştir. Ayrıca aracı şirket ile ihraççı şirket arasında halka arzdan önce yapılan sözleşmeyi etkileyen faktörler de araştırma konusu içerisinde yer almaktadır (Benveniste ve Spindt 1989: 345).

Buna göre Benveniste ve Spindt (1989), yatırım bankaları tarafından, satış öncesi hisse talepleri yoluyla piyasaya ilişkin bilgi elde edilmesinin rolünü vurgulayan, düşük fiyatlandırmaya yönelik yeni bir açıklama sunmaktadır. Yeni bir hisse senedi için fiyat belirlemeden önce, yatırım bankaları bir yol oluşturur ve potansiyel yatırımcılara sunumlar yapar. Buna göre yatırımcıların gösterdikleri ilgi veya ilgisizlik hisse senedini fiyatlandırmada kullanılabilecek değerli bir piyasa işareti olabilecektir.

Yatırımcılar, bilgisiz ve bilgili olmak üzere iki türdür. Bilgili yatırımcılar, hisse senedinin değeri hakkında değerli gizli işaretlere sahiptir. Buradaki güçlük gizli bilgiye sahip yatırımcılara, bunu açıklamak için bir teşvik sağlanması gerekir. Yalnızca iyi bilgiye ödeme yapmak gerçek olmayan iyi bilgiler konusunu tetikler. Bununla birlikte, teşvik sorunu ihraççının planları hakkında paylaşılacak iyi haberlere sahip bilgili yatırımcılara öncelikli hisse tahsisleri yapılarak çözülecektir.

Benveniste ve Spindt mekanizmasının ise oldukça değişik ampirik sonuçları vardır. İlk olarak, olumlu bir haber nispeten daha değerli olduğunda, daha iyi tahminlerle sonuçlandığında, düşük fiyatlandırma seviyeleri yükselecektir. Geniş kapsamlı ön satış da, daha fazla düşük fiyatlandırma ile ilişkilendirilmelidir. Son olarak, arza yönelik yüksek ilgi, daha fazla düşük fiyatlandırmanın habercisi olabilecektir.

Düşük fiyatlandırmaya yönelik bir başka geleneksel açıklama Mauer ve Senbet (1992) tarafından sunulmaktadır. Düşük fiyatlandırmayı açıklamak için bilgi asimetrisini öne süren diğer kuramların aksine, Mauer ve Senbet, ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin ikincil piyasada tam olarak kapsanmamasının düşük fiyatlandırmayı açıklayabileceğini ileri sürmektedir.

Bu durum, ikincil piyasada işlem görebilecek hisse senetlerinden oluşan hiçbir portföyün, ilk halka arzlarda arz edilen hisse senetlerinin getirilerini yineleyemeyeceği anlamına gelmektedir. Arbitraj fiyatlandırma modellerindeki hisse senedi fiyatlarını açıklamak için kullanılabilecek ortak faktörler yaklaşımını benimseyen Mauer ve Senbet birincil piyasada düşük fiyatlandırma yapılmasının, eksik kapsamdan kaynaklanan bir “birincil piyasa risk primini” yansıttığını ileri sürmektedir. Bu, birincil piyasaya erişim sınırlı olduğu için meydana gelir. Böylelikle, birincil ve ikincil piyasalar bölünmüş olarak düşünülebilir. İlk halka arz nakit girişlerinin bir kısmı, ikincil piyasa hisse senetlerince kapsamaz. Bu durum birincil piyasaya erişimi olan yatırımcıların riskten kaçınması ve birincil risk faktörü sonucu ortaya çıkan bir birincil piyasa risk primi ile sonuçlanmaktadır (Mauer ve Senbet, 1992: 76).

Welch (1992) dönemsel olarak yapılan halka arzlarla, potansiyel yeni yatırımcılar daha önce yatırım yapmış olanların bu yatırım kararlarını öğrenebileceğini, bu durumda yeni yatırımcıların optimal yatırım kararlarını göz ardı ederek önceki yatırımcıları takip etmesine yol a tıldığını söylemektedir. Welch halka arzların ister başarılı isterse de başarısız olsun bunun hızla gerçekleştirdiğini, talebin duyarlılığın yüksek olmasının riske karşı nötr yatırımcıların düşük fiyatlamadan bütünüyle kaçındıklarını, ihraççıların i eridekilerle birlikte önemli bilgilere sahip olmalarına karşın bazen bu konuda başarısız olduklarını ve aracı şirketin yatırımcılar arasındaki iletişimi azaltarak piyasayı bölümlere ayırdıldığını ifade etmiştir (Welch,1992: 695).

Welch (1992), düşük fiyatlandırma modelleri arasında, dinamik bir ilk halka arzlar modeli sunmaktadır.  nceki modellerin tümü yatırımcıların hisse senedi alımının zaman içerisinde belli bir noktada gerçekleştirdiğini varsaymaktayken Welch, potansiyel yatırımcıların, öncekilerin davranışını gözlemleyerek bir şeyler öğrenebileceğini ileri sürmektedir. Bu düşünce, bazı ilk halka arzların ilk pazarlamasına ilişkin kuramsal olmayan bilgiler ile tutarlıdır ve düşük fiyatlandırmaya bir açıklama getirebilir.

Welch'in modelinde, yatırımcılar arza konu hisse senetlerinin değeri veya kalitesi hakkında gizli işaretler alır.  nce bir yatırımcıya yaklaşılır ve hisse senetleri arz edilir, ardından bir başka yatırımcıya yaklaşılır ve hisse senedi arz edilir. Böylece sonraki yatırımcılar önceki yatırımcıların yaptıklarını gözlemleme fırsatı bulurlar. Ancak  nceki yatırımcıların eylemleri, muhtemelen sahip oldukları bilgiler (işaretler) hakkında bazı şeyler açıklar.  nceki yatırımcılar tarafından hisse senedi satın

alınması sonucunda, daha sonraki yatırımcılar, hisse senetlerine ilişkin olarak sahip oldukları bilgiler aksi yönde olduğunda bile, hisse senedi satın alabilirler.

Yazara göre, önceki satış faaliyeti sonucunda daha sonraki yatırımcılar kendi sahip oldukları gizli bilgileri göz ardı ettiğinde basamak olarak ifade edilen bir zincir tepki ortaya çıkabilir. Bu sonuçlar, ihraççının şirketin içerisine ilişkin bilgilere sahip olmamasına bağlı değildir. İhraççılar da gizli işaretler alabilirler.

Welch'in modeli, ihraççının riskten kaçındığı durumlar da dahi düşük fiyatlandırmayı açıklamaktadır. Bir basamak olasılığı nedeniyle, ihraççılar ilk fiyatları düşürmeye teşvik edilir. Ayrıca, iyi hisse senetlerinin ihraççıları, arzın başarısız olacağı kadar yüksek fiyatlandırma yapabilir. Arzlar hızlı bir biçimde başarılı veya başarısız olur. Bu durumda, ihraççılar yatırımcı-yatırımcı iletişimini sınırlamaya veya önceki potansiyel yatırımcılara yönelik bir teşvike sahip olabilirler (Anderson, vd., 1995: 57).

Basamaklar modeli<sup>53</sup>, yatırımcı davranışının dinamik yapısının temelini oluşturur. Bir arzın başarı veya başarısızlığı, onun kalitesinin veya kalitesizliğinin ikna edici bir kanıtı olmak durumunda değildir. Bununla birlikte, basamaklar mekanizmasının, yatırımcının verdiği hisse senedi emri büyüklükleri üzerindeki kısıtlamalara veya bunların tam olarak esnek olmamasına bağlı olabildiğini öngörmektedir. Sonuç olarak, bu mekanizmanın uygulanabilirliği, açık bir biçimde önceki yatırımcı davranışının genel gözlemlenebilirliğine bağlıdır (Anderson, vd., 1995: 57).

Miller (1977) yaptığı çalışmada Sharpe (1964) ve Linter (1965) çalışmalarına atıfta bulunmuştur. Sharpe ve Linter' e göre bütün yatırımcılar beklenen getiri ve

---

<sup>53</sup> The Cascades

bunların olasılıklı dağılımı bilmektedirler. Ancak Miller’a göre geleceğin belirsiz olması geleceğe yönelik beklene getiri ve riskin tahmin edilmesini çok güçleştirecektir. Gerçek yaşamda belirsizlik ve risk fikir ayrılığına dayanır. Riskten kaçınan yatırımcılar bile yatırımlarını risk primi hesaplayarak yapmaktadırlar. Bilgili yatırımcılar, değerinin altında belirlenmiş hisse senetleri ile değerinin üzerinde belirlenmiş hisse senetleri arasında yapacakları tercihlerle piyasanın etkin olarak çalışmasına katkıda bulunacaklardır (Miller,1977: 1166).

Miller ilk halka arzda düşük fiyatlandırmanın gerçekte, ihraç sayısından fazla talep gören arzlarda, yatırımcılar arası fikir ayrılığı ve tahsisin etkilerini yansıttığını ileri sürmektedir. Bir başka deyişle, yatırımcıların ilk halka arz hisse senetlerine çok çeşitli değerler verdiğini düşünmemiz gerekir. Hisse senetlerine en yüksek değerleri veren yatırımcıların, istedikleri hisse senetlerini alacaklarına dair hiçbir garanti yoktur. İkincil piyasada işlem başlar başlamaz, hisse senetleri en yüksek değeri verenlere yeniden tahsis edilir. Böylece, hisse senetleri için rekabet ilk günde fiyat artışına yol açacaktır.

Düşük fiyatlandırmaya sezgisel açıklama, bazı nedenlerden ötürü genelde destek almamıştır. Eğer, hisse senetlerine en yüksek değerleri verenler hisse senetlerine gerçek değerinden fazla değer biçmiş ise menkul değerler piyasasına katılım, kayıpla sonuçlanan bir girişim olacaktır. Kişi yalnızca kendisine gerçek değerinden fazla değer biçtiği hisse senetlerini satın alır. Gerçekte yatırımcılar bunu fark etmeli ve hisse senedi değerine yönelik tahminlerini buna göre güncellemelidir (Anderson, vd., 1995: 58).

Düşük fiyatlandırma ile ilgili en eski karşıt açıklamalardan biri, Baron’un (1982) müvekkil-vekil formülasyonu ile dolaylı olarak ilişkili olan tekel veya

piyasaya hakim olma gücü kuramıdır. Bu görüşte, aracılık yüklenim kartel olarak kabul edilmektedir. Yatırım bankacıları ihraççılara kıyasla ayrıcalıklı tekel bir pozisyona sahiptir. Bankalar bu güçlerini, ihraççıları düşük arz fiyatlarını kabul etmeye zorlayarak kullanır. Aracı kurumların, devamlı müşterileri olan yatırımcılar ve onlara bağlı borsa simsarları, artık getiriler elde eder. Daha sonra aracı kurumlar bu artık getirileri, yüksek işlem ücretleri ve kayırlan müşterilerden alınan komisyonlar biçiminde telafi edeceklerdir (Anderson, vd., 1995: 59).

Beatty ve Ritter (1986), aracı kurumlar tarafından aşırı hatalı fiyatlandırma yapılmasının, piyasada pay kaybı ile cezalandırıldığına yönelik güçlü bulgular ortaya koymaktadır. Bu nedenle, piyasaya hakim olma gücü varsayımının, artık getiriler için güvenilir bir açıklama olduğu kanıtlanmamıştır. Beatty ve Ritter bu çalışmalarında iki konu üzerinde durmuşlardır. Bu konuların ilki halka arzlardaki beklenen düşük fiyatlama olgusu ile menkul kıymetin değerinin belirlenmesi arasındaki ilişki olurken diğeri yatırım bankalarının düşük fiyatlamada üzerine yaptıkları etkidir (Beatty ve Ritter, 1986: 227).

Son olarak, riskten kaçınmanın düşük fiyatlandırmaya yol açtığını öne süren modelleri inceleyelim. Riskten kaçınmanın gerçekte, düşük fiyatlandırmaya yönelik pek çok geleneksel kuramın ayrılmaz bir parçası olduğu görülmektedir. Grinblatt ve Hwang'ın (1989) işaretleşme modeli, ihraççı tarafında riskten kaçınmayı gerektirmektedir.

Burada, riskten kaçınmanın yarattığı herhangi bir düşük fiyatlandırma gerekçesi ile hisse senedi değeri hakkındaki belirsizlikteki artışların, daha yüksek seviyede düşük fiyatlandırma ile ilişkili olduğu şeklindeki ayrımın yapılması önemlidir. Belirsizlikteki artışlar ihraççı ve yatırımcı davranışını (her iki taraf da

riskten kaçınıyorsa) ters seçimi artırarak etkileyebilir. Ancak bu gözlem, riskten kaçınmanın kendisinin düşük fiyatlandırmayı açıkladığı iddiasından ayrılmaktadır (Griblatt ve Hwang, 1989: 415). Riskten kaçınmanın düşük fiyatlandırmanın birincil açıklaması olduğu şeklindeki daha önceki iddialar, sıklıkla, piyasaya hakim olma gücünün aracı kurumların tarafında olduğunu varsaymaktadır.

Bear ve Curley (1975), bunu gösteren bir örnektir. Şirket taahhütlü bir arzda blok olarak hisse senedi almış riskten kaçınan bir aracı kurumu düşünürsek hisse senedinin piyasaya alınmasının üzerindeki belirsizlik bir aracılık biçimi olarak düşük fiyatlandırmaya yol açabilir.

Şirket taahhütlü bir kontratın aksine, en iyi çaba arzı, aracı kurumları çok daha az riske maruz bırakır. Çünkü herhangi bir hisse senedinin alımını aracı kurumların kendisi üstlenmez. İhraççıya hiçbir garanti sağlanmadığı için düşük fiyatlandırma çok daha yüksek görünecektir (Anderson, vd., 1995: 61).

## **2.6. DİĞER İLK HALKA ARZ MODELLERİ**

Düşük fiyatlandırma, ilk halka arzlarla ilişkin araştırmaların ana konusunu oluştururken diğer bazı konular da araştırmacıların dikkatini çekmiştir. Bu konular arasında şunlar yer alır.

İlk halka arz performansının incelenmesinde, en açık sorun arz türünün seçimidir. Herhangi bir varsayımda bulunduklarında, çoğu düşük fiyatlandırma modeli, bir şirket taahhütlü arz biçimi varsaymaktadır. Ancak, şirket taahhütlü ve en iyi çaba arzlarının ampirik açıdan önemli farklılıklar sergiledikleri görülmektedir.

Bir şirket taahhütlü sözleşmenin aksine, en iyi çaba arzları, ihraççı şirkete hiçbir garanti faydası sağlamamaktadır. Aracı kurum gerçekten hisse senedi için

aracılık yapmaz, onun yerine yalnızca tahsis yapma ve tavsiyede bulunma rolünde olur. İhraççının bakış açısından, en iyi çaba arzlarına özgü önemli bir özellik, başarısızlık olasılığıdır. Ampirik açıdan ise istatistiksel bilgiler en iyi çaba arzlarının ortalama olarak daha ufak, daha riskli ve daha fazla düşük fiyatlandırılmış olma eğilimi olduğunu göstermektedir.

Literatürde Bower (1989)'ın arz türü seçimine ilişkin oyun kuramı temelli bir incelemesini vardır. Bower'ın incelemesi ilk düşük fiyatlandırma olgusunu ele almamaktadır, onun yerine farklı arz türlerinin ihraççılar açısından maliyet ve getiri sonuçlarına odaklanmaktadır. İhraççının sorunu, bir arzdan ve alıkoyulan hisse senetlerinin daha sonra satılmasından elde edilen karları maksimize etmektir. Riskten kaçınmanın inceleme içerisinde doğrudan hiçbir rolü yoktur. Arz yöntemi seçimi, hem sermaye maliyetini hem de yatırımcının şirket değerine ilişkin algılarını etkileyecektir (Bower, 1989: 656).

Bower'ın modeli ilk halka arzda düşük fiyatlandırmayı ele almıyorsa da; sonuçlar, en iyi çaba arzlarının neden şiddetli bir biçimde düşük fiyatlandırıldığı sorununa ışık tutabilir. En iyi çaba durumlarında, şirket değerini bilen bir dizi bilgili yatırımcının varlığı, Rock'ın (1986) ortaya koyduğu biçimde düşük fiyatlandırmayı gerektirebilir. En iyi çaba arzlarında değer belgelenemeyişi bilgisiz yatırımcılarda görülen ters seçim olgusunu artırabilir (Anderson, vd., 1995:63).

Sherman'ın (1992), en iyi çaba arzlarının fiyatlandırılması ile ilgili incelemesi arz seçim sorununa ilişkin yeni anlayışlar ortaya koymaktadır. Sherman, en iyi çaba arzlarının, ihraççı ve yatırımcılara, hisse senetlerinin piyasa tarafından alınması şartına bağlı kontratlar yapma olanağı sağladığını düşünmektedir (Sherman, 1992: 789). Benveniste ve Spindt'te (1989) olduğu gibi, düşük fiyatlandırma, yatırımcılar

açısından maliyetli bilgi edinme çabalarının biçim değiştirmiş bir telafisidir. Bilgiler olumsuz olduğunda, en iyi çaba arzlarının formatı içerisinde yer alan iptal opsiyonları, ihraççı açısından değerlidir. Bir arza piyasa tarafından satın alınması şartının getirilmesiyle bilgisiz ihraççı, potansiyel yatırımcıların sahip olduğu ilgili gizli bilgilerden faydalanabilir.

Arz türü seçimi konusu ile ilgili sorun, ihraççılar ve yatırım bankacıları tarafından sonuçlandırılan sözleşmelere belli hükümler getirmektir. Özellikle, en iyi çaba arzları sıklıkla, kabul edilebilir asgari satış hedefine ulaşılmadığı sürece arzı geçersiz kılan yasal hükümler olan asgari satış kısıtlamalarını<sup>54</sup> (ASK'ler) kullanır. Öte yandan, şirket taahhütlü arzlar sıklıkla, ilk arzda hisse senedi sayısından fazla yeterli sayıda ek talep olma durumunda ek satış opsiyonları<sup>55</sup> (ESO'lar) içerir. Çoğu düşük fiyatlandırma modelinde bulunmayan bu ortak kurumsal özellikler, Welch (1991) tarafından incelenmiştir .

Sözleşmeye ASK'ler ve ESO'ların getirilmesi tahminen, bir kısmı muhtemelen düşük fiyatlandırmayla sadece dolaylı ilişkili olan çeşitli amaçlara hizmet etmektedir. Örneğin, ASK'ler, bazı yatırım projeleri için ortaya çıkan asgari sermaye şartlarını yansıtır olabilir. Buna rağmen, ASK'ler ve ESO'lar, bir halka arzda gerçekleştirilen düşük fiyatlandırmanın üzerinde etkilere sahip olabilir.

Bazı araştırmacılar, Ritter (1984), Ibbotson (1975) ve Ibbotson ve Jaffe (1975), çok büyük ilk getiriler sergileyen yüksek sayıdaki arzlarla öne çıkan kısa süren ilk gün getirilerinin varlığını gözlemlemiştir. Örneğin Ritter (1984) yüzde 48.4'lük ortalama ilk gün getirileri tespit etmiştir.

---

<sup>54</sup> Minimum Sales Constraints

<sup>55</sup> Over Allowment Options

Ritter (1984), 1980-1981 döneminde görülen yüksek talep gören hisse senetleri piyasasını incelemek için, Rock'ın ters seçim modelini kullanmaktadır. Daha önce de tartışıldığı üzere, Rock'ın incelemesinin sonuçlarından biri olarak hisse senedi değeri ile ilgili olarak beklenen belirsizlikteki artışların, düşük fiyatlandırmada artışlar gerektirmesidir. Ritter, bu sonucu ve Rock'ın modelinin diğer sonuçlarını 1980-1981 piyasasını açıklamaya yönelik bir girişimde kullanmaktadır. Eğer Rock'ın yaklaşımı doğru ise 1980-1981 dönemi içerisindeki ilk halka arzların, diğer dönemlerde olduğuna kıyasla daha yüksek seviyede değer belirsizliği sergilemesi beklenir. Ancak, Ritter'in elde ettiği sonuçlar, Rock'un varsayımını destekleyici değildir.

Ritter, hemen hemen yüksek talep gören bütün hisse senedi sonuçlarının doğal kaynak sektöründeki ilk halka arzlara atfedilebileceğini öne sürmekte ve piyasanın bölümlere ayrılabilirliğini veya başka bir tür verimsizlik olduğuna işaret etmektedir.

Allen ve Faulhaber yaptıkları ampirik çalışmada düşük fiyatlamamanın belirli zamanlarda ve belirli endüstrilerde var olduğunu tespit etmişlerdir. Yazarlara göre düşük fiyatlamayı daha iyi bilgiye sahip olma varsayımına dayandırmaktadırlar. Düşük fiyatlama şirket açısından olumlu bir işaret olarak algılanabilir (Allen ve Faulhaber, 1989: 319). Yazarlara göre, yüksek talep gören hisse senedi piyasalarının farklı bölümlere ayrılabilirliğini ve düşük fiyatlandırma sergileyen geçici dengelerin olabileceğini ileri sürmektedirler. Onlara göre, şirketin karlılığını etkileyen tüm faktörler düşük fiyatlandırmayı etkileyebilecektir.

Düşük fiyatlandırma ile ilgili uygun bir açıklama üzerinde tam bir mutabakat olmadığı için düşük fiyatlandırma seviyelerindeki değişiklikler için yapılan açıklamaların üzerinde daha da az görüş birliği olması beklenmelidir.

Literatürde, ön talep belirleme kuramına, yönelik başka araştırmalar da yer almaktadır. Benveniste ve Spindt (1989), Benveniste ve Wilhelm(1990) ve Spatt ve Srivastava (1991) ön talep oluşturmaya ilişkin yaygın uygulamanın yatırımcı kuruluşları, bilgisi daha fazla olan yatırımcı sektörlerden bilgi toplamaya yönlendirdiğini ileri sürmektedirler.

Ön talep belirleme de bir başlangıç teklif fiyat aralığı belirlenir ve daha sonra yatırımcı kuruluşlar ve ihraççılar tanıtım turuna çıkarak, diğer yatırımcılara şirketi anlatırlar. Bu durum, yatırımcı kuruluşlara, potansiyel yatırımcılardan getiri belirtileri olarak kaydettikleri talep miktarını ölçme konusunda yardımcı olur. Eğer güçlü bir talep oluşursa, yatırımcı kuruluş, daha yüksek bir teklif fiyatı belirler. Ancak eğer potansiyel yatırımcılar, yüksek fiyat ödemeye istekli görünmenin daha yüksek bir teklif fiyatına dolayısıyla bu yüksek fiyatı ödemek zorunda kalmaya neden olacağını düşünebilirler. Bu durumda, yatırımcılara bunun karşılığında artı bir kazanç teklif edilmelidir. Yatırımcıları, hisseleri yüksek fiyattan almak konusunda doğruyu söylemeye teşvik etmek için yatırımcı kuruluşların bunlara, ilk halka arz tahsisinden daha fazla bir kombinasyon ve düşük fiyatlama önermeleri gerekir ki onlar, söz konusu hisseleri daha yüksek fiyattan satın alma isteği içinde olduklarını belirten işaretleri açıktan gösterebilsinler.

Buna karşılık, Spatt ve Srivastava alıcılara sunulan hisse senedi teklif fiyatının alıcılar açısından çok fazla bir yararı olmayacağını ve bununla birlikte olmayan piyasalarda bilginin sınırlı olacağı gerçeğine dayandırmıştır. Yazarlara göre, sınırlı

bilgi ile karşılaşma, sezgiye dayalı düşünmenin çok ötesindedir (Spatt ve Srivastava 1991: 710).

Ön talep oluşturma kuramının, yatırımcıların kendi ellerindeki verileri ve hisselerle ilgili bildiklerini açıklama kısmıyla tutarlı olması bakımından (Lee, vd., 1999: 425) ve (Cornelli ve Goldreich 2001: 2338) bilgi sahibi yatırımcıların, daha fazlasını talep ettiğini ve tercihen tahsislerden daha çok pay aldığını göstermiştir.

Bununla ilgili bir diğer çalışmada, yazarlar kurumsal yatırımcılar tarafından sıralaması yapılmış olan siparişleri incelemiş ve yatırımcı kuruluşların talep edilen miktarlardan daha yukarıda oluşan bir teklif fiyatına karşılık verilen ihale fiyatına daha yakın bulunan bir fiyat aralığı oluşturduklarını bulmuşlardır (Cornelli ve Goldreich 2003: 1415).

Ön talep oluşturma, bilgi toplama açısından son derece yararlıdır. Ancak kuram, bir tane yatırımcıdan edinilecek olan bilginin, yatırım kreditorünün yüzlerce potansiyel yatırımcıyı yanıltabileceği bir ortamda o kadar da değerli olmayacağını belirtmektedir.

Baron (1982) düşük fiyatlamaya ilişkin farklı bir açıklama ileri sürmektedir. Yazarın kuramına göre, yatırımcı kuruluşlar arz sahibine göre daha az bilgilidir. Dolayısıyla, yatırımcı kuruluşu piyasa payı için gerekli çabayı koymaya teşvik etmek için arz sahibinin bir miktar düşük fiyatlamaya izin vermesi gerekir. Çünkü arz sahibi yatırımcı kuruluşu bir maliyet olmaksızın denetleyemeyecektir.

Muscarella ve Vetsuypens (1989), Baron'un yaklaşımının tersine yatırımcı kuruluşun kendilerinin halka arza gittiği zaman, hiçbir denetim sorunu olmamasına rağmen kendi hisselerini de aynı düzeyde düşük fiyatlandırıdıklarına ilişkin kanıt bulmuşlardır. Bu kanıt, Baron hipotezini doğrulamamaktadır ama bu yaklaşımın

geçersiz olduğunu da göstermemektedir. Sonuçta, yatırımcı kuruluşlar düşük fiyatlandırmayı halka gitmenin kaçınılmaz bir parçası olduğunu düşünebilirler.

Habib ve Ljungqvist düşük fiyatlamanın, maliyetli pazarlama harcamalarının yerine geçen bir olgu olduğunu tartışmaktadırlar. 1991'den 1995'e kadar olan bir ilk halka arz veri seti kullanarak masa üzerinde bırakılan fazladan her bir doların diğer pazarlama harcamalarını bir dolar kadar azalttığını kaydetmişlerdir (Habib ve Ljungqvist, 2001: 455).

Literatürde yer alan asimetrik bilgi üzerine inşa edilen bütün düşük fiyatlama kuramları, düşük fiyatlama ile asimetrik bilgi derecesi arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu öngörüsünü paylaşmaktadırlar. Bu modellerin ortak özelliği asimetrik bilgi belirsizliğinin sıfıra yakınsadığı zamanlarda, düşük fiyatlama olgusu da tümüyle ortadan kaybolmasıdır.

Sherman'a göre, eğer yatırımcı kuruluş, gelecekteki ilk halka arzlarda yatırımcılara hisse tahsis edebilirse, bilgi açıklamayı teşvik etmek için gerekli olan düşük fiyatlandırmanın gerçekleşme düzeyi azalmaktadır (Sherman, vd., 2000: 697).

Bir başka çalışmada Sherman ve Titman, yatırımcıları, maliyeti olan bu bilgiyi elde etmek için desteklemekte olan bir düşük fiyatlama denge düzeyi olduğunu öne sürmektedir. Kullandıkları model, ilk halka arzların düşük fiyatlandırılma süreci, ortalama bir seviyede gerçekleşmesi durumunda şirketlerden hangisinin en fazla seviyede düşük fiyatlandırmaya gideceği bilgisini öğrenmek amacıyla, yatırımcıların burada söz konusu böylesi bir motivasyona sahip olduğu düşüncesi üzerine temellenmektedir (Sherman ve Titman 2002: 4).

İlk halka arzlara yönelik bir başka çalışmada, Laughran ve Ritter yatırımcı kuruluşlar ve ihraççılar arasında bir çıkar çatışması olduğunu keşfetmiştir. Eğer

yatırımcı kuruluşların hisse tahsisi hakkında değerlendirme yapma yetkileri var ise bunu arz sahibinin menfaatlerinin en iyi olması amacıyla kullanmayacaklardır. Yatırımcı kuruluşlar, masada olması gerekenden daha fazla para bırakarak, daha sonra bu hisseleri alım yapabilecek müşterilerine tahsis edebilirler (Laughran ve Ritter 2002: 436). Literatürde düşük fiyatlandırılmış hisse tahsislerinin yatırımcı kuruluşlar tarafından, alış yanlısı müşterilerinin zenginliğini artırmak amacıyla kullandığına dair kanıtlar bulunmaktadır.

İlk halka arzlara yönelik Türkiye örneğinde ise Küçükkocaoğlu (2008) İMKB’de halka arzda kullanılan satış yöntemlerini incelemiştir. Yazar, düşük fiyatlama olgusunun borsada satış yönteminde daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Buraya kadar yaptığımız açıklamalar, ilk halka arzların literatürde yer alan kuramsal açıklamalarıyla ilgilidir. Araştırma konumuzun bundan sonraki kısmını ise ilk halka arz işlemlerinde fiyat istikrarı konusu oluşturmaktadır.

## **2.7. İLK HALKA ARZ İŞLEMLERİNDE FİYAT İSTİKRARI İŞLEMLERİ VE ÇIPLAK AÇIĞA SATIŞLAR**

Hisse senetlerinin ilk halka arzında ve diğer çeşitli menkul değerlerin arzında hisse senetleriyle bağlantılı senetler dahil olmak üzere lider aracı kurumlar, işlemin başlamasından hemen sonraki süre içerisinde halka arza konu hisse senetlerinin fiyatları üzerinde istikrar sağlama işlemleri gerçekleştirme iznine sahiptir.

Bir tür fiyat manipülasyonu olmakta birlikte, bu durumlarda borsa sonrasında volatilitiyi azaltmak için fiyatta istikrar sağlama işlemlerine izin verilir. Piyasayı düzenleyen kurumlar açısından bakıldığında, azaltılmış volatilitenin faydalarının,

geçici bir sahte piyasa yaratılmasının dezavantajlarından daha ağır bastığı ve böylece piyasa verimliliğini artırabildiği düşünülmektedir.

Fiyatta istikrar sağlama işlemleri genel olarak, tüm aracı kurumlar adına hareket eden, ihracın lider aracı kurumu tarafından yürütülür. Tüm aracı kurumlar adına lider aracı kurum açısından, fiyatta istikrar sağlama işlemlerine yönelik standart yaklaşım istikrar sağlama sürecini negatif stokla başlatmaktır. Ardından, eğer lider aracı kurum fiyatta istikrar sağlayıcı alımlar gerçekleştirirse bunlar bu açığa satış pozisyonunu azaltır.

Açık satış pozisyonu, ek satışa sunulan hisse senetlerinden doğar, lider aracı kurum, yatırımcılara ihraççı şirketten aldığından daha fazla hisse senedi tahsis eder. Hisse senedi fiyatı ihraç fiyatının altına düşerse ve o da fiyatta istikrar sağlamaya yönelik alımlar yaparsa açığa satış pozisyonu azaltıldığı için kârlar aracı kurumlara kalır. Öte yandan, fiyat arz fiyatının üzerine çıkarsa aracı kurumlar açığa satış pozisyonu üzerinden kayıplara maruz kalırlar.

Çoğu hisse senedi arzlarında, aracı kurumlar, bu kayba karşı kendilerine bir ek satış<sup>56</sup> (veya yeşil ayakkabı) hakkı veren ihraççı şirket tarafından tazmin edilirler. Bu, lider aracı kurumun, istikrar dönemi içerisinde ihraççı şirketten, ilk arz fiyatı üzerinden arz miktarının yüzde 15'i kadar olmak üzere belli sayıda ek hisse almasına olanak sağlar (Ross vd., 1996: 338)

Bununla birlikte, genellikle lider aracı kurum yeşil ayakkabı opsiyonundan daha büyük bir açığa satış pozisyonu oluşturur. Bu çıplak açığa satış<sup>57</sup> pozisyonunda aracı kurumlar hisse senedi-fiyat hareketlerine karşı korumasızdır. Arz fiyatının altında kapama, kârla, arz fiyatının üzerinde kapama, kayıpla sonuçlanacaktır.

---

<sup>56</sup> Over Allowment (Greenshoe)

<sup>57</sup> Naked Short Position

Tahsisin diğ er tüm yönlerinde olduğu gibi, herhangi bir çıplak açığa satış pozisyonunun büyüklüğü de, lider aracı kurum tarafından iyi korunan bir bilgi olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, bu tür pozisyonlar, kendilerini lider aracı kurumun onların adına böyle bir pozisyon almasının mağduru olarak hisseden aracı kurumlar açısından büyük bir kayıpla sonuçlandığında, bu tür bilgiler ortaya çıkma eğilimi göstermektedir.

Bir  ıplak açığa satış pozisyonu oluşturma ile ilişkilendirilen risk, bu pozisyonların tamamen kapandığı borsa fiyatına bağlıdır. İlk halka arzların, birçok ülkede genel olarak ortalama yüzde 10-20'lik ilk gün getirileriyle, ortalama olarak düşük fiyatlandırıldığı yönünde kanıtlar mevcuttur, fakat aracı kurum borsa sonrası performansı önceden kestirebilirse bu riskler azaltılabilir.

Çıplak açığa satış pozisyonlarının oynadığı önemli rol, Ellis, vd., (2000) yaptıkları çalışmada da yer almıştır. Eylül 1996-Temmuz 1997 arasında gerçekleşen Nasdaq ilk halka arzlarından oluşan bir veri setinden yararlanan yazarlar işlem başladığında baskın piyasa yapıcısının daima lider aracı kurum olduğunu ve önemli stok pozisyonlarının biriktiğini göstermektedir.

Konuyla ilgili bir başka araştırmacı Zhang (2004), ilk halka arzda ek satışın, aracı kurumların pazarlama stratejisinin bir parçası olduğu bir model ortaya koymaktadır. Zhang, ilk halka arzda yüksek miktarlarda senetlerinin tahsis edilmesinin borsa sonrası talebi artırabileceğini ve bunun da kalıcı bir şekilde daha yüksek bir işlem fiyatı ile sonuçlanabileceğini ileri sürmektedir.

Bununla birlikte, lider aracı kurumun tüm işlem gelirlerinden aldığı pay hakkında sistematik bilgi elde etmek kolay değildir. Bilinen, her bir aracı kurumun

aracılık yüklenim payları ile satış imtiyazı, aracılık yüklenim ücretleri ve yönetim ücretleri arasında paylaşılan tutardır.

## **2.8. FİYATTA İSTİKRAR SAĞLAMA İŞLEMLERİNİN DÜZENLENMESİ VE İŞLEYİŞİ**

### **2.8.1. Fiyatta İstikrar Sağlama İşlemlerinin Düzenlenmesi**

Fiyatta istikrar sağlama işlemleri, piyasa manipülasyonun yasallaştırılmış tek biçimidir. Buna göre fiyatta istikrar sağlama işlemleri, bir menkul kıymetler arzında, aracı kurumlara, fiyatta bir düşüşü önlemek veya geciktirmek amacıyla, borsanın hemen sonrasında menkul değerlere teklif verme ve bu menkul değerleri satın alma olanağı sağlamakta ve böylelikle halka arzı kolaylaştırmaktadır.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi fiyatta istikrar sağlama işlemleri, genellikle arzda lider aracı kurum olan tek bir istikrar yöneticisi ve/veya onun temsilcileri tarafından gerçekleştirilmektedir. Fiyatta istikrar sağlayıcı işlemler arzın yapıldığı esas piyasada veya diğer piyasalarda yapılabilir. Yasalar gereğince, teklifler menkul değerlerin kendisine yapılabilir.

Fiyatta istikrar sağlama etkinliğini yönlendiren kurallar içerisinde en çok uygulanan Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu (SEC)'na ait M Yönetmeliği, 104 no'lu kanun ve Birleşik Krallık Finansal Hizmetler Otoritesi'nin (FSA) Piyasa Yönetimi Kanunlarıdır. Türkiye'de ise halka arz sürecine ilişkin düzenlemeler Seri I No:26 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ile belirlenmiştir. Fiyatta istikrar sağlama faaliyetlerinin yasal olarak uygulanmasına da 17.12.2003 tarihinden itibaren izin verilmeye başlanmıştır.

### 2.8.2. Fiyatta İstikrar Sağlama İşlemlerinin İşleyişi

Bir açığa satış pozisyonu oluşturmak için ne kadar hisse senedinin ek satışa çıkarılacağına dair kararı, tüm aracı kurumlar adına lider aracı kurum alır. Genel olarak, lider aracı kurum yalnızca arza çok fazla talep olduğunda ek satış yapabilir. Açığa satış kapamaların işleyişi, istikrar hesabı içerisinde şekillendirilir ve bunu da lider aracı kurum, aracılık yapan konsorsiyumun adına yapar.

İlk halka arzda, ek satıştan önce hisse senetleri ihraççı tarafından arz fiyatından satış imtiyazının düşülmesi sonucu elde edilen bir rakam üzerinden aracı kurumlara satılır ve aracı kurumlar da bunları arz fiyatı üzerinden yatırımcılara tahsis eder. Bu şekilde aracı kurumlar satış imtiyazını, arzın gelirleri üzerinden bir kazanç olarak alır. Buna karşın, ek satışa çıkarılan hisse senetleri, istikrar hesabıyla açığa satılır. Bu hisse senetleri, ilk halka arzdaki senetlerde olduğu gibi, aracı kurumlara arz fiyatından satış imtiyazının düşülmesi sonucu elde edilen bir rakam üzerinden satılır. Tahsis edilen tüm hisse senetlerinden, bir aracı kurumun aldığı kısma ‘tahsis payı’ adı verilir.

Aşağıdaki Tablo 2.1, alış ve satış fiyatları arasındaki farkın yüzde 7 olduğu bir halka arzda ek satışın ne şekilde işlediğini göstermektedir. Örneğimizde satış imtiyazı gelirlerin yüzde 4.2’sidir. İlk halka arz miktarının yüzde 20’si kadar bir ek satış ve 100’lük bir arz fiyatı olduğunu varsayılmaktadır (Jenkinson ve Jones, 2007: 621).

**Tablo 2.1.** Ek Satışın İşleyişi

|                 |                                                                | konsorsiyum                          | 120 hisse senedinin 100'den tahsisi | yatırımcılar                        |
|-----------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
|                 |                                                                | 100'den 120 hisse senedi satar       |                                     | 100'den 120 hisse senedi satın alır |
| ihraççı         | 95.8'den 100 hisse senedi ihraç eder (100 eksi satış imtiyazı) | 95.8'den 120 hisse senedi satın alır |                                     |                                     |
| istikrar hesabı | 20 hisse senedini 95.8'den açığa satar                         |                                      |                                     |                                     |

**Kaynak:** Jenkinson ve Jones, 2007

Bu durumda, istikrar hesabı, arz fiyatından satış imtiyazının düşülmesi sonucu elde edilen bir rakam üzerinden, yukarıda diyagramdaki gibi 95.8'den ek satışa çıkardığı hisseler üzerinden açık verir. Bu açık yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanılması ve/veya piyasa alımları yoluyla kapatılabilir. Piyasa uygulaması, istikrar hesabından doğan kayıp ve kârların, her bir aracı kuruma, tahsis payından çok arzdaki aracılık yüklenim payına göre bölüştürülmesi şeklindedir. Her aracı kurumun tahsis ve aracılık yüklenim payları farklı olabilir.

Konsorsiyumun açığa satış pozisyonu, yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanımıyla kapatılırsa, ek hisse senetleri üzerinden, aracı kurumlara, aracılık yüklenim payları oranında, aracılık yüklenim ve yönetim komisyonu ödenir. Bu tutar

ek satışa hisse çıkarıldığında aldıkları satış imtiyazı paylarına eklenir. Ek hisseler üzerinden alınan komisyonların bölüştürülmesi aynı şekilde olmaktadır.

Eğer konsorsiyumun açığa satış pozisyonu piyasa alımları ile kapanırsa, yine her kâr veya kayıp da, aracı kurumlar arasında aracılık yüklenim payları oranında bölüştürülür. Ancak, istikrar hesabı zaten arz fiyatından satış imtiyazının düşülmesi sonucu elde edilen bir rakam üzerinden ek satışa sunulan hisse senetlerinden açık verdiği için kâr veya kayıp bu fiyat üzerinden hesaplanır.

Konsorsiyum açığa satış pozisyonunun arz fiyatı üzerinden kapatırsa, o zaman istikrar hesabı, aracı kurumların önceden aldığı satış imtiyazına tamamen eşit bir kayba uğrar. Eğer her bir aracı kurumun tahsis payı, aracılık yüklenim payına eşit ise bu kayıptan alacağı pay, sonuçta istikrar hesabının uğradığı eşit kayıptaki payıyla aynı olacaktır. Bununla birlikte, bir aracı kurumun tahsis payı ile aracılık yüklenim payı farklı ise bu geçerli olmayacaktır. Bu durumda yanlış eşleştirme, kâr ve kayıpların aracı kurumlar arasında yeniden düzenlenmesiyle giderilecektir.

## **2.9. İLK HALKA ARZDA FİYATTA İSTİKRAR SAĞLAMA İŞLEMLERİNE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR**

### **2.9.1. Fiyatlarda İstikrar Sağlama**

Piyasa düzenleyicileri fiyatta istikrar sağlama işlemlerine, aracı kurumların fiyatta bir düşüşü önlemesi veya geciktirmesi ve böylelikle de bir arzı kolaylaştırması için olanak verir. Bu nedenle, zayıf arzların, güçlü olanlara kıyasla daha fazla açığa satış kapama görmesini beklenir.

1997 yılında gerçekleşen 137 ilk halka arzı örnek alan Aggarwal güçlü arzların (fiyatları yüzde 5'ten fazla artmıştır) sadece yüzde 39'u açığa satış kapama<sup>58</sup> görürken zayıf halka arzların (fiyatı ilk işlem gününde yüzde 5'ten fazla artmayan) yüzde 79'unun açığa satış kapama gördüğünü bulmuştur (Aggarwal 2000: 1089).

İlk günde artış yaşayan ilk halka arzların tümü için açığa satış kapamanın görülmüş olması iki faktörü yansıtmaktadır: Birincisi, fiyatın ilk günden sonra arz fiyatının altına düşmüş olma olasılığı ve ikinci olarak da fiyatın arz fiyatının üzerine de çıkmış olsa, çıplak açığa satış pozisyonlarının piyasa alımları ile kapanması gereklidir.

1996'dan 1999'a Nasdaq'taki 1422 örnek şirket taahhütlü arzları kullanan Lewellen, bir hisse senedi arz fiyatı üzerinden işleme açılırsa, arzın yüzde 6'sının, düşmesine izin verilmeden önce piyasa yapıcılar (tahminen aracı kurumlar) tarafından yeniden satın alındığını tespit etmiştir. Buna karşın, hisse senedi arz fiyatının altında işleme açılırsa bu oran yüzde 2'dir (Lewellen 2006: 614).

Ancak, fiyatta istikrar sağlama işlemleri, fiyatta düşüşlerin önlenmesi veya geciktirilmesinde etkili midir? sorusu araştırıldığında, bazı bulgular, fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin fiyat düşüşlerini engellediğini ortaya koyarken, bazı bulgular fiyatta istikrar sağlama çalışmalarının fiyat düşüşlerini engellemediğini ancak geciktirdiğine işaret etmektedir.

İlk önce engellemeyi ele alacak olursak, Lewellen (2006) görünüşte üzerinde daha az fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapılan, yüksek fiyatlandırılmış arzların, üzerinde daha fazla fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapılmış olanlara kıyasla daha güçlü fiyat düşüşleri yaşadığını göstermiştir. Ayrıca, üzerinde fiyatta istikrar sağlama

---

<sup>58</sup> Short Covering

işlemleri yapılan, yüksek fiyatlandırılmış arzların, bu çalışmalar durdurulduğunda fiyatta ani düşüş göstermediğine işaret etmektedir. Bu durum, fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin fiyat üzerinde sürekli bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Lewellen, (2006) göre istikrar işlemleri halka arzı düşürür ve arz ile daha yüksek olan talep arasında denge sağlar. Bununla birlikte, aracı kurumların yalnızca, haklı olarak piyasanın gerçek fiyatından az bir değer biçeceğini düşündüğü arzlar için fiyatta istikrar çalışmaları yapması olası bir işlemdir.

Aggarwal (2000), istikrar işlemlerinin sona ermesinden sonraki birkaç gün içerisinde hisse senedi fiyatının düştüğünü ancak daha sonra toparlandığını ve bunun da kendisini fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin sürekli ancak gecikmeli bir etkisi olduğu sonucuna götürdüğünü rapor etmektedir.

Öte yandan, Boehmer ve Fishe (2001), fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin fiyatta bir düşüşü engellediğini, ancak bunun sadece birkaç işlem için olduğunu ve bu birkaç işlemden sonra, fiyatın sonunda her nerede olacaksa oraya geldiğini göstermektedir. İncelemeleri, fiyatta istikrar sağlayıcı bir teklif içeren bir satışın fiyat etkisinin, fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin söz konusu olmadığı bir satışın etkisinin 5 katı olacağını ortaya koymaktadır.

Besio, vd., (2002), açığa satış kapamaların toplu olarak yapıldığı durumlarda, bunların bir hisse senedinin denge fiyatı üzerinde sürekli bir etkisinin bulunduğunu ancak dağınık olarak yapıldıklarında herhangi bir etkinin hemen tersine döndüğünü göstermişlerdir.

Ampirik çalışmalar, aynı zamanda, fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin fiyat volatilitelerini, yönü ne olursa olsun, azalttığını göstermiştir. Prabhal ve Puri'ye göre üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapılan ilk halka arzlardan sağlanan

gelirlerde görülen bir günlük standart sapmanın, üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapılmayan arzlara kıyasla, gözle görülür oranda daha az olduğunu göstermektedir. Ayrıca, açılış arz fiyatı üzerinden yapılan arzlarda görülen fiyat volatilitésinin, açılış arz fiyatının altında veya üzerinde yapılan arzlarınkinden çok daha düşük olduğunu öne sürmüşlerdir (Prabhala ve Puri,1999: 24) .

Bununla birlikte, üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapılan ilk halka arzlar, istikrar olsun olmasın, onları daha az riskli ve daha az volatil hale getirebilecek, özelliklere sahiptir. Lewellen (2003), fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin en çok, en büyük ve teklif fiyatı ile talep fiyatı arasındaki farkın en düşük olduğu ilk halka arzlarda gerçekleştiğini tespit ederken, Prabhala ve Puri (1999), prestijli lider aracı kurumların arzlarda fiyatta istikrar sağlama işlemlerine daha sık yöneldiğini ve onların gösterge fiyat aralıklarında düşük fiyatlandırılan arzların üzerinde fiyat istikrarı sağlama çalışmaları yapılmasının, yüksek fiyatlandırılan arzlarla kıyasla daha olası olduğunu göstermektedir..

İlk halka arz sürecinin hemen sonrasındaki dönemde borsa sonrası fiyatta, bir düşüşü önleme veya geciktirme gerekçesine ek olarak fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapmada, lider aracı kurumların başka gerekçeleri olabilir. Literatürde öne sürülen başlıca gerekçeler, üç ana grupta toplanmaktadır. Bunlar: Bazı müşterileri kayırmak, itibarı korumak ve kârları maksimize etmek olarak ifade edilmiştir. Biz bu kısımda her birini sırasıyla ele alacağız (Jenkinson ve Jones, 2007: 625-629).

#### **2.9.1.1. Bazı Müşterilerin Kayrılması**

Fiyatta istikrar sağlayıcı teklifler belli müşterilere yönlendirilebilir. Bu, karşı tarafın kimliğinin açıklandığı belli türde yatırımcılardan gelmesinin olası olduğu

piyasalarda mümkündür. Bu nedenle, fiyatta istikrar sağlama işlemleri, lider aracı kuruma yatırımcıları veya yatırımcı gruplarını kayırma olanağı verir. Fiyatta istikrar sağlayıcı teklifler, ilk yatırımcılara yüksek bir fiyat üzerinden satış yapma opsiyonu sağlar. Bir tür yatırımcıları ödüllendirme yöntemi olarak, fiyatta istikrar sağlama işlemleri, ilk halka arzların düşük fiyatlandırmasına benzetilebilir.

Düşük fiyatlandırma, ilk halka arzların piyasanın hemen sonrasında atlama eğilimi gösterdiği orandır, ilk yatırımcılara hızlı bir kazanç sağlar. Bununla birlikte, düşük fiyatlandırma tüm yatırımcıları ödüllendirirken, fiyatta istikrar sağlama işlemleri onlara arasında seçim yaparak ödüllendirmek için kullanılabilir. Ampirik çalışmalar, farklı yatırımcı gruplarının kayırıldığını göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle, bazı araştırmalar kurumsal yatırımcıların ve bazı araştırmalar da bireysel yatırımcıların öncelikli muamele gördüklerine işaret etmektedir.

Fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin kurumsal yatırımcıları kayırdığını öngören kuram, kurumların lider aracı kuruma bir arzın değerlendirilmesi konusunda faydalı bilgiler sağladığı görüşündedir. Bu kurama göre, aracı kurum bir arzın gerçek fiyatı hakkında diğer kurumlara göre toplamda daha az bilgi sahibidir. Bu nedenle, kurumların kendisine değerlendirmelerini açıklamasına ihtiyacı vardır. Bilgi ifşası, ön talep toplama esnasında verilen tekliflere getirilen fiyat kısıtlamaları biçimde veya kurumlar ile lider aracı kurum arasında geçen gayri resmi görüşmeler yoluyla gerçekleşir.

İlk kez Banveniste ve Spindt (1989) tarafından oluşturulan bu kuram, kurumların güvenilir değerlendirmelerinin olduğunu ve bunları da lider aracı kuruma doğru bir biçimde aktardıklarını varsaymaktadır. Buna karşılık, lider aracı kurum bireysel yatırımcılara kıyasla kurumlara daha iyi bir bilgi açıklaması yapar.

Uygulamada bu durum, lider aracı kurumun bireysel yatırımcılarla kıyaslandığında kurumsal yatırımcılara talebe oranla daha yüksek bilgi açıklaması yaptığı anlamına gelmektedir. Bu lider aracı kurumun farklı yatırımcı türlerine farklı fiyatlarda arz yapamadığı durumlarda, yatırımcılar arasında ayırım yapabilmesinin tek yoludur.

Bununla birlikte, fiyatta istikrar sağlama işlemleri kurumların ödüllendirilmesi bakımından bir başka yol sağlar. Lider aracı kurum, fiyatta istikrar sağlayıcı tekliflerini genel olarak kurumlara veya özel olarak faydalı bilgi veren kurumlara yönlendirir. Benveniste, vd., (1996) bu iddiaları doğrulamaktadır.

Fiyatta istikrar sağlama çalışmalarının bireysel yatırımcıları kayırdığını varsayan karşıt kuram ise farklı bir ilk halka arzlar kavramından yola çıkmaktadır. Rock'a (1986) kadar giden bu kuram, doğal olarak bilgilendirilmemiş olan bireysel yatırımcıları, genel olarak ilk halka arzların başarısı için gerekli görmektedir. Çünkü kurumsal yatırımcılar ilk halka arzların tümünü kendi başlarına destekleyecek yeterli talebe sahip değildir. Bununla birlikte, bilgilendirilmemiş yatırımcılar, bilgilendirilmiş kurumsal yatırımcılar karşısında bilgi asimetrisine maruz kalırlar. Çünkü eğer bilgilendirilmedikleri durumlarda yapacakları gibi, ayırım yapmaksızın ilk halka arzların tamamına teklif verilerse, az talep gören ilk halka arzlarda büyük oranda, çok talep gören ilk halka arzlarda az oranda tahsisler alacaklardır.

İlk halka arzların ortalama olarak piyasa değeri üzerinden fiyatlandırıldığını, ancak kiminin yüksek fiyatlandırıldığını kiminin de düşük fiyatlandırıldığını varsayalım. Bu durumda bireysel yatırımcıları ilk halka arzların tamamında para kaybedecek ve piyasadan çekilecektir. Onların çok ihtiyaç duyulan talebi gelmeyebilir, bu durumda katılmaları için teşvik edilmeleri gerekir. Ödülün bir biçimi, ilk halka arzların bu 'kazananın laneti'ni telafi etmek üzere sistematik olarak

düşük fiyatlandırılmasıdır. Veya alternatif olarak, lider aracı kurum bireysel yatırımcılara fiyatta istikrar sağlayıcı teklifler yönlendirebilir ve onlara düşük performanslı ihraçlardan kaçma olanağı verebilir. Perakende yatırımcılara fiyatta istikrar sağlayıcı teklifler yönlendirmenin bir başka açıklaması, arzların zayıflığını gizlemek ve belki de gelecekteki işlemlere katılımı teşvik etmektir. Özellikle bilgisiz yatırımcıların, ilk halka arzlardan sonra hızla satış yapmaya giriştiğine dair bulgular mevcuttur ki bu durumda fiyatta istikrar sağlama çalışmaları etkisiz hale getirebilir (Lewellen, 2003).

Bu kuramlarla ilgili ampirik bulgulara dönecek olursak, istikrar yöneticileri, büyüklüğe göre kurumsal ve bireysel yatırımcılara arasında bir ayrım yapabilirler. Bunun nedeni perakende yatırımcıların siparişleri kurumlarınkinden daha küçük olma eğilimi göstermesidir.

Bilgi ifşası kuramının lehine kanıtlar, borsa sonrası küçük emirleri bireysel satış için bir işaret, büyük emirleri kurumsal satış için bir işaret yerine koymaktadır. Benveniste vd., (1998), 1993'ten 1994'e kadar 504 ilk halka arzı incelemekte ve üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin yapıldığı arzlarda küçük satış emirlerinin sayısının üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin yapılmadığı arzlarla kıyasla gözle görülür biçimde daha az olduğunu ve büyük satış emirlerinin sayısının da üzerinde fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin yapıldığı arzlar da daha fazla olduğunu göstermektedir.

Daha öncede ifade edildiği gibi, Aggarwal (2001), her ne kadar iki tür yatırımcının da daha az talep gören arzlarda daha az satış yaptığını ifade ediyorsa da, kurumların bireysel yatırımcılardan daha fazla satış yaptığını doğrulamaktadır.

İlk halka arzlar ile sonraki hisse senedi arzlarını karşılaştırırken, Boehmer ve Fishe (2002), ilk halka arzlarda fiyatta istikrar sağlayıcı işlemlerin fiyatta istikrar sağlamaya yönelik olmayan işlemlerden 13 kat daha büyükken, sonraki arzlarda sadece 6 kat daha büyük olduğunu belirtmektedir. İlk halka arzlarda, sonraki arzlara kıyasla daha fazla fiyat belirsizliği olduğu için, bu bulgular kurumların bilgi ifşa etmeleri karşılığında ödüllendirildiği şeklindeki görüş ile tutarlıdır.

Kazananın laneti kuramını destekleyenler, bilgilendirilmemiş bireysel yatırımcılar ile birlikte önemli miktarda ilk halka arza giren büyük çaplı bireysel satış faaliyetleri gerçekleştiren lider aracı kurumların, kurumsal bankalara kıyasla çok daha fazla fiyat istikrarı sağladığına işaret etmektedir (Lewellen, 2003). Aynı zamanda, az talep gören arzlarda, çok talep gören arzlara kıyasla fiyat istikrarının daha çok sağlandığını, fiyatta istikrar sağlama işlemleri ile bireysel yatırımcılar arasında doğrudan bir bağ olmadığını ve bireysel yatırımcıların az talep gören arzlarda daha fazla hisse senedi aldığını belirtmektedir.

#### **2.9.1.2. İtibarı Koruma**

Lider aracı kurumlar aynı zamanda kendi itibarlarını korumak için de arzlarda fiyat istikrarı sağlayıcı çalışmalar yapabilir. Borsa sonrasında aniden düşen ilk halka arzların lider aracı kurumlarının, pazar payı kaybettiği ve lider aracı kurumlarının kendilerinin, arzla ilgili herhangi bir kâr veya kaybın ötesinde piyasa değerinin düştüğüne yönelik kanıtlar mevcuttur.

Beatty ve Ritter, lider aracı kurumların ilk halka arz piyasasındaki payının, düşük performanslı arzları yönettiklerinde nasıl düştüğünü incelemiştir. Nanda ve Yun (1995), ilk halka arz borsa sonrası performansının, lider aracı kurumun piyasa

değeri üzerindeki etkini incelemiştir. Onların, piyasa değerindeki kayba ilişkin bu ölçümleri, zayıf arzlarda fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin maliyetli olduğunu öngörmektedir. Bu açıklamalar, düşük performans gösteren ilk halka arzları piyasaya getirmekle, lider aracı kurumun ilk halka arz etkinliğine ilişkin itibarının zarar gördüğü ve kendi piyasa değerinin bunu yansıtacak şekilde düştüğü şeklindeki iddia ile tutarlıdır..

Eğer lider aracı kurumun itibarı, düşen ilk halka arzları piyasaya getirmekten zarar görürse, kendi itibarlarını korumak için fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapmak lider aracı kurumlar açısından anlamlı olur. Lewellen (2003), fiyatta istikrar sağlama işlemlerini, aracı kurumun yatırımcıların gözündeki itibarını koruma amacıyla gerçekleştirilen bir eylem olarak görmektedir. Yazara göre daha iyi itibara sahip ve daha büyük şirketler, diğerlerine kıyasla daha fazla fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapar. Bu şirketler piyasanın geri kalanının istikrarlı olduğu günlerde daha çok, düşüşte olduğu günler de daha az fiyatta istikrar sağlama işlemi gerçekleştirir. Bu da ilk halka arz fiyatındaki düşüşün piyasaya atfedilemediğinde en çok lider aracı kurumların itibarları zarar görürse açıklanabilir bir durumdur.

Lewellen, normal bankaların, kurumsal bankalara kıyasla daha fazla fiyatta istikrar sağlama işlemi yapması şeklindeki açıklamasını, bireysel yatırımcıların fiyatta bir düşüş durumunda bir lider aracı kurumu suçlamasının kurumlara kıyasla daha olası olduğu şeklindeki iddiası ile açıklamaktadır. Bununla birlikte, aynı zamanda, ilk halka arzlarda fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapma eğiliminin, bankalar arasında ciddi oranda farklılık gösterdiğini iddia etmektedir.

İlk halka arzlara verdikleri desteğe göre sıralanan ilk 20 lider aracı kurumundan bir banka ilk halka arzlarından ortalama yüzde 20'sini biriktirirken bir

diğeri sadece yüzde 2.6'sını biriktirmiştir. Sonuçların heterojenliği, itibarın fiyat desteğinde yalnızca ufak bir gerekçe olabileceğini göstermektedir.

### **2.9.1.3. Aracı Kurum Kârlarını Maksimize Etme**

Fiyatta istikrar sağlama işlemleri ile ilgili pek çok araştırma bunun maliyetli olduğunu varsaymakla birlikte Aggarwal (2000), fiyatta istikrar sağlama işlemlerinin genel olarak açığa satışlar gerçekleştiğini açıklamıştır. Eğer bir açığa satış pozisyonu, borsa sonrasının güçlü olduğu anda yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanılması ile kapatılabilirse, aracı kurumlar ihraç edilen ek hisseler üzerinden komisyon alır. Diğer durumda açığa satış pozisyonu piyasa fiyatının düştüğü anda piyasa alımları ile kapatılırsa, lider aracı kurum işlem kârı alır. Çünkü açığa satış pozisyonunu daha yüksek bir fiyattan (arz fiyatı) almıştır. Açıkçası, fiyatta istikrar sağlama işlemleri ve/veya yeşil ayakkabı opsiyonundan elde edilen komisyonlar, aracı kurumlar için önemli bir gelir kaynağı olabilir.

Aracı kurumların, fiyatta istikrar sağlama işlemleri yapmaya, yönelten başka açıklamalar da vardır. Bu açıklamalardan ilki, aracı kurumlar bazen, hisse senedi fiyatı arz fiyatının altında olduğunda ve hisse senedinin onun üzerine çıkmadığı bazı durumlarda dahi, yeşil ayakkabı hakkının en azından bir kısmını kullandıkları yönündedir. Eğer yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanılmasından kazanılan ücretler, piyasada açığa satış kapama yoluyla kazanılabilecek herhangi bir satış kârından daha yüksek olması bu aracı kurumların çıkarına olmaktadır (Fishe, 2002). Bu durumda, aracı kurumlar ilk halka arzdan elde edilen doğrudan kârları maksimize etmek ile yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanılmasının borsa sonrası durumun itibar zedeleyici seviyelere düşmesine izin vermesi durumunda zenginlik kayıpları yaşamak arasında

bir seçim yapmakla karşı karşıya kalırdı. Bununla birlikte, zayıf arzlarda yeşil ayakkabı opsiyonunun kullanılması, aynı zamanda, ihraççının yeşil ayakkabı opsiyonu yoluyla daha fazla hisse senedi ihraç ederek arz büyüklüğünü artırma istediğini de gösterebilir. İkincisi, Chowdhry ve Nanda, (1996), fiyatta istikrar sağlama işlemlerde volatil arzlarda daha az gerçekleştirilmesini, aracı kurum kârlılığına bağlamaktadır. Eğer fiyatta istikrar sağlayıcı teklifleri liderler aracı kurumlar tarafından satış yapan yatırımcılara tanınan satış opsiyonları olarak incelersek, bu opsiyonun değeri, volatil bir hisse senedi fiyatı ile birlikte artar. Eğer aracı kurumlar, volatil arzlar üzerinde fiyat istikrarı sağlama işlemleri yapmaktan kaçınırsa bu durum fiyatta istikrar sağlayıcı işlemlere izin verilmesinin altında yatan düzenleyici yapıya aykırı olacaktırlar. Sonuç olarak, bu yaklaşımların her biri fiyat istikrarı sağlama işlemlerinde birbiriyle ilişkilidir.

## **2.10. TÜRKİYE’DE FİYAT İSTİKRARI SAĞLAMA İŞLEMLERİ**

Türkiye’de halka arz sonrası fiyat istikrarı sağlama işlemleri SPK kanununda yer alan Seri: I, No: 32 sayılı Tebliğ yürütülmektedir. Bu tebliğe göre, talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunulabilir.

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ilgili hisse senedinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle gerçekleştirilebilir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilemez. Belirlenen işlem süresi içerisinde, işlem fiyatı halka arz fiyatının

altına düştüğünde, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından alımda bulunulabilir. Söz konusu işlemlerde uygulanacak emir ve fiyat kuralları Borsa düzenlemeleriyle belirlenir.

Aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı hisse senetlerinin satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati gösterir ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı hisse senetlerini izahnamede ilan edilen istikrar sağlayıcı işlemlere ilişkin süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz. Halka arz sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin kayıtların tümü işlemleri gerçekleştiren aracı kurum tarafından tutulur ve işlemlerin sona ermesinden itibaren en az beş yıl süreyle ihraççı veya hisse senetlerini halka arz eden ortağın incelemesine açık bırakılır.

Halka arz sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde yürütölmesinden işlemleri gerçekleştiren aracı kurum sorumludur. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri gerçekleştirebilecek aracı kurumlara ilişkin şartlar SPK tarafından belirlenmektedir.

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2006) tarafından yapılan, fiyat istikrarı sağlama işlemleri üzerine yapılan bir çalışmada fiyat istikrarı uygulayan (7) ve fiyat istikrarı uygulamayan (13) şirket incelenmiştir. Yazarlara göre, iki grup şirketin getirileri arasında otuzuncu gün hariç olmak üzere istatistiki olarak anlamlı bir fark bulunamamıştır. Buna karşın, fiyat istikrarı uygulayan şirketlerin volatilitelerinin daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

İkinci bölümün araştırma konusunu oluşturan ilk halka arzların kuramsal yaklaşımları ve ilk halka arzlarda fiyat istikrar sağlama işlemleri incelendikten sonra, üçüncü bölümde Türkiye’de 2004-2009 yılları arasında ilk kez halka arzlar edilen hisse senetleri; fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan hisse senetleri ile fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan hisse senetleri olarak iki farklı grupta toplanarak, bu hisse senetlerinin getiri ve performans sonuçları incelenmiştir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İLK HALKA ARZLAR VE İLK HALKA ARZLARDA FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİNİN ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde 2004-2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) ilk kez halka arz edilen 48 şirketten sağlıklı olarak verilerine ulaşılabilen 40 şirket incelenmiştir. Çalışmaya konu olan 40 şirket fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan ve fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketler olarak iki eşit gruba ayrılarak incemeye tabi tutulmuştur. Çalışmada 2004 yılının temel yıl olarak alınmasının nedeni Türkiye'de fiyat istikrarı sağlama işlemlerinin 2003 yılı sonunda yasal bir zemine oturtulmasından kaynaklanmaktadır.

Bu çerçevede ilk aşamada hisse senetlerinin betimsel istatistikleri incelenmiştir. İkinci aşamada iki farklı gruba ayrılmış hisse senetleri için getiri analizi yapılmıştır. Üçüncü aşamada bu hisse senetlerinin performanslarına etki eden faktörler çoklu regresyon analizi yardımıyla incelenmiştir.

Uygulanan yöntemlere ilişkin veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası Kurulu ve IBS Real Trade Net veri tabanlarından yararlanarak oluşturulmuştur.

### 3.1. BETİMLEYİCİ İSTATİSTİKLER

2004- 2009 yılları arasında ilk kez halka arz olan şirket sayısı 48'dir. Uygulama aşamasında uygun veri setine ulaşılabilen 40 şirket kullanılmıştır. Bu şirketlerden 20'si fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmuştur. Geriye kalan diğer 20 şirket fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmamıştır. Tablo 3.1. ve Tablo 3.2. bu şirketleri göstermektedir.

**Tablo 3.1.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketler

| Yıl  | Sıra | Şirket Ünvanı                               |
|------|------|---------------------------------------------|
| 2008 | 1    | Türk Telekomünikasyon A.Ş.                  |
| 2007 | 2    | Tekfen Holding A.Ş.                         |
| 2007 | 3    | Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.          |
| 2007 | 4    | Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.   |
| 2007 | 5    | İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.             |
| 2007 | 6    | Türkiye Halk Bankası A.Ş.                   |
| 2007 | 7    | TAV Hava Limanları Holding A.Ş.             |
| 2006 | 8    | Coca Cola İçecek A.Ş.                       |
| 2006 | 9    | Asya Katılım Bankası A.Ş.                   |
| 2006 | 10   | Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.   |
| 2006 | 11   | Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.         |
| 2006 | 12   | Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş. |
| 2005 | 13   | Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş.               |
| 2005 | 14   | Trabzonspor Sportif Ticaret ve Yatırım A.Ş. |
| 2005 | 15   | İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. |
| 2004 | 16   | Denizbank A.Ş.                              |
| 2004 | 17   | İndeks Bilgisayar San ve Tic. A.Ş.          |
| 2004 | 18   | Doğuş Otomotiv A.Ş.                         |
| 2004 | 19   | Türk Traktör ve Ziraat Makinaları A.Ş.      |
| 2004 | 20   | Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.            |

**Tablo 3.2.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketler

| Yıl  | Sıra | Şirket Ünvanı                                         |
|------|------|-------------------------------------------------------|
| 2009 | 1    | Ran Lojistik A.Ş.                                     |
| 2008 | 2    | Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.                     |
| 2007 | 3    | Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.                           |
| 2007 | 4    | Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.             |
| 2007 | 5    | Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. |
| 2006 | 6    | Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.                       |
| 2006 | 7    | Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.          |
| 2006 | 8    | Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.                         |
| 2006 | 9    | Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.         |
| 2006 | 10   | Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı            |
| 2005 | 11   | Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.         |
| 2005 | 12   | Anel Telekomünikasyon A.Ş.                            |
| 2005 | 13   | Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.                           |
| 2005 | 14   | Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.                            |
| 2005 | 15   | Infotrend B Tipi Yatırım Ortaklığı A.Ş.               |
| 2005 | 16   | Akmerkez Yatırım Ortaklığı A.Ş.                       |
| 2004 | 17   | AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Tic. ve San. A.Ş.   |
| 2004 | 18   | Şeker Finansal Kiralama A.Ş.                          |
| 2004 | 19   | Burçelik Vana San. Ve Tic. A.Ş.                       |
| 2004 | 20   | Info Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.          |

Tablo 3.3. ve Tablo 3.4. bu iki gruba ait şirketlerin betimleyici istatistik sonuçlarını vermektedir.

**Tablo 3.3.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketler

| Betimleyici İstatistikler | Ortalama      | Ortanca     | Standart hata  |
|---------------------------|---------------|-------------|----------------|
| Halka Arz Tutarı (TL)     | 7.638.719.413 | 85.693.400  | 17.701.958.658 |
| Halka Arz Oranı %         | 26.26         | 25.00       | 8.31           |
| Net Satışlar (TL)         | 605.770.179   | 224.202.900 | 898.655.134    |
| Toplam Varlıklar (TL)     | 2.296.260.694 | 153.239.260 | 5.544.122.621  |
| Toplam Borç (TL)          | 466.831.039   | 84.869.724  | 768.669.072    |
| Özkaynaklar (TL)          | 270.039.222   | 121.526.842 | 453.821.560    |
| Net Kar (TL)              | 70.440.655    | 7.312.390   | 173.735.007    |
| Şirketin Yaşı             | 21.52         | 13.50       | 19.01          |
| Günlük Getiri %           | 5.59          | 2.04        | 9.30           |
| D.Günlük Getiri %         | 3.21          | 6.43        | 9.52           |
| Haftalık Getiri %         | 13.70         | 3.71        | 0.27           |
| D. Haftalık Getiri %      | 3.38          | -0.67       | 14.52          |
| Aylık Getiri %            | 0.89          | -0.79       | 13.74          |
| D. Aylık Getiri %         | 4.16          | 1.37        | 16.38          |
| Piyasa Getirisi %         | 1.27          | 0.22        | 2.68           |
| Piyasa Volatilitesi %     | 2.89          | 1.63        | 5.02           |

Elde edilen sonuçlara göre fiyat istikrarı öngörüsünde bulunan şirketlerin ilk gün düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 3.21, haftalık düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 3.38 ve aylık düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 4.16 olarak gerçekleşmiştir. Bu şirketlerin halka arz tarihindeki faaliyet ömürleri ortalama olarak 21.52'tir. Bu şirketlerin halka arz oranı ise ortalama olarak yüzde 26.26'dır. Bu şirketlerin halka arz tutarı, toplam varlıkları, toplam borçları, özkaynakları ve net kârı diğer gruptaki şirketlere göre daha büyük olurken, halka arz tutarı ve şirketin yaşı daha küçük olarak tespit edilmiştir.

**Tablo 3.4.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketler

| Betimleyici İstatistikler | Ortalama    | Ortanca    | Standart hata |
|---------------------------|-------------|------------|---------------|
| Halka Arz Tutarı (TL)     | 999.942.594 | 5.841.500  | 493.273.504   |
| Halka Arz Oranı %         | 30.33       | 50.50      | 64.62         |
| Net Satışlar (TL)         | 302.301.733 | 62.914.821 | 162.539.054   |
| Toplam Varlıklar (TL)     | 62.715.194  | 7.331.704  | 30.269.539    |
| Toplam Borç (TL)          | 23.079.462  | 392.656    | 7.654.331     |
| Özkaynaklar (TL)          | 37.628.217  | 5.725.033  | 18.879.991    |
| Net Kar (TL)              | 256.300     | 12.793.718 | 4.332.167     |
| Şirketin Yaşı             | 7.02        | 1.35       | 5.18          |
| Günlük Getiri %           | 4.23        | 17.98      | 7.09          |
| D.Günlük Getiri %         | 6.59        | 7.31       | 12.44         |
| Haftalık Getiri %         | 22.93       | 4.38       | 9.90          |
| D. Haftalık Getiri %      | 9.32        | 2.80       | 24.75         |
| Aylık Getiri %            | 18.87       | 1.17       | 2.76          |
| D. Aylık Getiri %         | 5.42        | 21.63      | 22.62         |
| Piyasa Getirisi %         | 0.08        | 3.71       | 1.30          |
| Piyasa Volatilitesi %     | 1.93        | 2.05       | 0.57          |

Elde edilen sonuçlara göre fiyat istikrarı öngörüsünde bulunmayan şirketlerin ilk gün düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 6.59, haftalık düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 9.32 ve aylık düzeltilmiş ortalama getirisi yüzde 5.42 olarak gerçekleşmiştir. Bu şirketlerin halka arz tarihindeki faaliyet ömürleri ortalama olarak 7.02'dir. Bu şirketlerin halka arz oranı ise ortalama olarak yüzde 30.33'tür.

Bu sonuçlara göre fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlerin düzeltilmiş ilk gün, düzeltilmiş haftalık ve düzeltilmiş aylık getirileri ortalamaları fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan şirketlere göre daha yüksektir. Ayrıca, her iki gruptaki şirketlerin dönemsel düzeltilmiş getirilerinin pozitif olması, risk priminin şirketler açısından pozitif olarak gerçekleştiğinin bir göstergesidir. Ters durumunda ise risk primi negatif olarak gerçekleşecektir.

### 3.2. GETİRİ ANALİZİ

Türkiye’de fiyat istikrarının uygulanmaya başlandığı yıldan itibaren halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için uygulanan istikrar işlemlerinin etkinliğini araştıran bu bölümde aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen istikrar çabalarının hisse senetlerinin getirilerinde ne gibi bir farklılaşmaya ve volatilité yönünden nasıl bir etkiye yol açtığı incelenmektedir.

Getiriler açısından analiz, temel olarak istikrar işlemlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratıp yaratmadığını araştırmaya yöneliktir. Analizin kapsadığı dönemde fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan yirmi ve fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan yirmi, toplamda kırk ilk halka arzın getirileri ve standart sapmaları karşılaştırma amaçlı, iki ayrı grupta ele alınmıştır. Dönemlik getirilerin hesaplanmasında, endeks getirisinin ham getirilerden çıkarılmasıyla elde edilen düzeltilmiş getiriler kullanılmıştır.

Uygulama aşamasında ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performanslarının hesaplanması, aşağıda açıklanan yöntem ve formüllere göre yapılmıştır ( Lin ve Hsu, 2008; Shi vd., 2008; Ayden ve Karan, 2000; Ritter, 1991):

Hisse senedi (i) nin (t) günündeki getirisi ( $r_{it}$ ), (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki oransal değişimdir.

$$(r_{it}) = P_{i,t-1} / P_{i,t} - 1 \quad (8)$$

Endeksin (t) günündeki getirisi ( $r_{mt}$ ) ise, (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{m(t-1)}$  ve  $P_{mt}$ ) arasındaki oransal değişimdir.

$$(r_{mt}) = P_{mt} / P_{m(t-1)} - 1 \quad (9)$$

Hisse senedi (i) nin endekse (m) göre (t) günündeki düzeltilmiş getirisi ( $ar_{i,t}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{i,t}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{m,t}$ ) arasındaki farktır:

$$ar_{i,t} = r_{i,t} - r_{m,t} \quad (10)$$

Bu yaklaşıma göre elde edilen betimleyici istatistik değerleri Tablo 3.5.'te özetlenmiştir.

**Tablo 3.5.** Getirilerin Betimleyici İstatistik Değerleri

| <b>İstikrar İşlemi Öngörüsünde Bulunan Halka Arzlar</b>    | <b>Ortalama Getiri</b> | <b>Standart Sapma</b> |
|------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------|
| Birinci Gün Getirisi                                       | 0.0321                 | 0.0952                |
| Haftalık Getiri                                            | 0.0338                 | 0.1452                |
| Aylık Getiri                                               | 0.0416                 | 0.1638                |
| <b>İstikrar İşlemi Öngörüsünde Bulunmayan Halka Arzlar</b> | <b>Ortalama Getiri</b> | <b>Standart Sapma</b> |
| Birinci Gün Getirisi                                       | 0.0659                 | 0.1244                |
| Haftalık Getiri                                            | 0.0932                 | 0.2475                |
| Aylık Getiri                                               | 0.0542                 | 0.2262                |
| <b>1993-2009 Yılları Tüm İlk Halka Arzlar</b>              | <b>Ortalama Getiri</b> | <b>Standart Sapma</b> |
| Birinci Gün Getiri                                         | 0.0982                 | 0.1220                |
| Haftalık Getiri                                            | 0.1476                 | 0.1270                |
| Aylık Getiri                                               | 0.1395                 | 0.1211                |

Elde edilen sonuçlara göre fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan şirketlerin ortalama getirisi, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlere göre daha düşüktür. Bu olgu, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan şirketlerde düşük fiyatlamamanın daha düşük olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu hisse senetlerinin standart sapmaları bir başka değişle volatilité seviyeleride daha düşüktür. Buna karşın fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlerin ortalama getirisi daha yüksektir. Bu olgu, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlerde düşük fiyatlamamanın daha yüksek seviyelerde gerçekleştiğini göstermektedir.

Diğer yandan, 1993-2009 yılları arasında tüm ilk halka arzlar arasında, uygun veri setine ulaşılabilen 204 ilk halka arzın, ilk gün ortalama getirisi yaklaşık yüzde 10 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuç, Türkiye üzerine yapılmış, Küçükkocaoğlu (2008), Teker ve Ekit (2003), Kıymaz (2000), Durukan (2000) ve Özer (1999) çalışmalarında da tespit edilmiştir.

Uygulamada kullanılan düzeltilmiş getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına Kolmogorov-Smirnov (K-S) Test ve Levene Test uygulandıktan sonra karar verilmiştir. Kolmogorov-Smirnov (K-S) Testi iki örneklemin aynı dağılıma (D) sahip evrenden geldiği şeklindeki sıfır hipotezi test edilmek için kullanılmıştır. Levene Test varyansların ( $\sigma^2$ ) eşit olup olmadığının belirlenmesi amacıyla modelde yer almıştır. Varyansların eşitliği durumunda ise literatürde önerilen Eşit Varyanslı t-Testi kullanılmıştır. Uygulamada sosyal bilimlerde en sık kullanılan anlamlılık düzeyi olan yüzde 0.05 değeri kullanılmıştır.

Söz konusu testler ile ilgili hipotezler şu şekilde oluşturulmuştur:

**K-S Testi:**

$$H_0 : D = 0$$

$$H_1 : D \neq 0$$

**Levene Testi:**

$$H_0 : \sigma^2 = 0$$

$$H_1 : \sigma^2 \neq 0$$

**Eşit Varyanslı T-Testi:**

$$H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1 : \mu_1 - \mu_2 \neq 0.$$

Elde edilen test sonuçları 3.6. tablosunda özetlenmiştir.

**Tablo 3.6.** Dönemsel Getirilerin Anlamlılık Sonuçları

| Uygulanan Testler    | N  | Birinci Gün | Haftalık Getiri | Aylık Getiri |
|----------------------|----|-------------|-----------------|--------------|
| K-S Normallik Testi  | 40 | 0.8190      | 0.5600          | 0.9780       |
| Levene Testi         | 40 | 0.7440      | 0.2090          | 0.7840       |
| Eşit Varyans T-Testi | 40 | 0.9280      | 0.3590          | 0.9160       |

Tablo 3.6. yapılan test sonuçlarının çift taraflı asimtotik anlamlılık sonuçlarını göstermektedir. K-S Testinin çift taraflı asimtotik anlamlılık değerleri, yüzde 0.05 anlamlılık düzeyinden büyük olduğundan  $H_0$  hipotezi kabul edilir. Buna göre iki örneklem aynı dağılıma sahip evrenden gelmektedir. Benzer şekilde Levene anlamlılık değerleri, yüzde 0.05 anlamlılık düzeyiden büyük olduğundan  $H_0$  hipotezi kabul edilir. Buna göre iki örneklem grubunun varyansları aynıdır.

Uygulanan bu iki testin sonucunda, varyansların homojenliği varsayımı sağlandığından, Eşit Varyanslı t- testi uygulaması yapılmıştır. Bu analiz sonucuna göre, anlamlılık düzeyleri yüzde 0.05'ten büyük olduğundan  $H_0$  hipotezi kabul edilir. Buna göre iki örneklem grubunun ortalamaları istatistiksel olarak farklı değildir

Sonuç olarak, iki farklı grubun getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark elde edilememiştir.

### 3.3. ÇOKLU REGRESYON ANALİZİ

Uygulama aşmasında ilk halka arz edilen hisse senetlerinin performanslarına etki eden faktörler üç grup altında incelenmiştir. Birinci grupta kullanılan değişkenler ilk halka arzda ihracı karakterize etmektedir. İkinci grupta kullanılan değişkenler ihraççı şirketi karakterize etmektedir. Üçüncü grupta kullanılan değişkenler piyasayı karakterize eden değişkenlerdir (Küçükkocaoğlu, 2008: 171-172).

#### 3.3.1. İHRACI KARAKTERİZE EDEN FAKTÖRLER

Literatürde ihracı karakterize eden faktörler; halka arz yöntemi, halka arz oranı, halka arz tutarı ve halka arzda aracılık şekli olarak belirlenmiştir.

**Halka Arz Yöntemi:** Hisse senetlerinin Halka arzı iki ayrı yöntemle yapılabilir. Bunlardan birincisi mevcut payların halka satışı yoluyla halka açılmaktır. Burada şirketin gerçek ve tüzel kişi ortaklarının portföylerinde bulunan ve şirket tarafından önceden ihraç edilen hisse senetlerinin halka satışı söz konusudur. Bu yöntemde halka açılma ile elde edilen fon, halka arzı gerçekleştiren şirkete değil hisse senetlerine satan ortaklara ait olacaktır. Ortaklar elde edilen fonu istedikleri yerde kullanabilecektir. Bu durum yatırımcıları bu hisse senedine yatırım yapmaktan uzak tutup belirsizliği artıracaktır. İkinci yöntemde ise halka açılma sermaye artırımını veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşmektedir. Birinci yöntemin aksine bu yöntemden elde edilen fonlar ihraççı şirketin kasasına girmekte ve şirketin büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcılar açısından belirsizliği azaltacaktır. Uygulamada bu değişken için kukla değişken tanımlaması

yapılmıştır. Buna göre halka arz, sermaye artırımını veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşmiş ise 1 değerini, diğer durumlarda ise 0 değerini almıştır.

**Halka Arz Oranı:** Halka açılma oranı yatırımcıya bir takım işaretlerde bulunabilir. Bu işaretlerden birincisi Leland ve Pyle (1977) geliştirdiği modelde şirketin halka açılma oranını düşük tutması şirket sahiplerinin şirkete olan güvenin bir göstergesi olarak açıklanmıştır. İkinci işaret ise şirketin halka arz ettiği hisse senetlerini satamama durumudur. Bu durumda halka açılma oranının düşük tutulması yatırımcılar tarafından olumsuz algılanacaktır. Halka arzlarda düzeltilmiş getirilerin üzerine etkisinin görülmesi amacıyla, ilk halka arzlardaki halka arz oranı ham veri olarak analizde yer almıştır.

**Halka Arz Tutarı:** Halka arz tutarının büyük olması yatırımcılar açısından yeni bir proje veya yüksek büyüme oranları olarak algılanabilir. Bu durum hisse senedinin değeri hakkında belirsizliği artıracaktır. Dolayısıyla belirsizliğin artması hisse senedinin risk düzeyinin artmasına yol açacaktır. Bu durumda halka arz tutarının büyüklüğü de hisse senedinin volatilitesini etkileyecektir. Bu değişkene ait veri seti oluşturulurken halka arz tutarlarının logaritması kullanılmıştır.

**Aracılık Şekli:** Halka arzlarda ihraççı şirket aracı kurumla iki tür anlaşma yapabilir. Bunlar en iyi çaba temelinde satış ve aracılık yüklenimdir. En iyi çaba satışında aracı kurum hisse senetlerinin satılacağı veya şirketin ihtiyacı olan nakit konusunda garanti vermez sadece en iyi çabayı göstereceğini taahhüt eder. Bu satış biçiminde aracı kurumun üstlendiği risk düşüktür. Aracılık yüklenim satışında ise

ihraççı şirket bir garanti alır. Buna göre aracı kurum tüm hisse senetlerini satın alır ve tüm hisse senetlerinin satacağına yönelik bir garanti verir. Bu satış biçiminde aracı kurumun yüklendiği risk yüksektir. Uygulamada bu değişken için kukla değişken tanımlaması yapılmıştır. Buna göre firma taahhülle satış biçimine 1 değeri verilirken, en iyi çaba temelinde satış biçimine 0 değeri verilmiştir.

### 3.3.2. İHRAÇCI ŞİRKETİ KARAKTERİZE EDEN FAKTÖRLER

Literatürde ihraççı şirketi karakterize eden faktörler; şirketin yaşı, toplam varlıkları, toplam borcu, özkaynakları, net satışları ve net kârı olarak belirlenmiştir.

**Şirketin Yaşı:** Şirketin halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu süre hisse senedinin performansı hakkında bilgi verebilir. Buna göre daha uzun süre faaliyette bulunan şirketlerde yeni şirketlere göre belirsizlik daha düşüktür. İlk halka arzlarda düzeltilmiş getirilerin üzerine etkisinin görülmesi amacıyla, ilk halka arzlardaki şirketin yaşı analizde logaritmik değeri kullanılarak yer almıştır.

**Aktif Büyüklük:** Şirketin toplam varlığı bir başka değişle aktif büyüklüğü hisse senedinin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği azaltabilir. Bu nedenle aktif büyüklük ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin performansını etkileyecektir. Uygulama aşamasında bu değişken şirketin halka açılma yılından önceki yıl sonu aktiflerinin toplam değeri önce dolar kuruna çevrilerek daha sonra da logaritması alınarak analize konulmuştur.

**Toplam Borç:** Şirketin toplam borcu hisse senedinin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği artırabilir. Bu nedenle aktif toplam borç ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin performansını etkileyecektir. Uygulama aşamasında bu değişken şirketin halka açılma yılından önceki yıl sonu borç toplam değeri önce dolar kuruna çevrilmiş daha sonra logaritması alınarak analize konulmuştur.

**Toplam Özkaynak:** Şirketin toplam özkaynağı hisse senedinin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği olumlu yönde etkileyebilir. Bu nedenle toplam özkaynaklar ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin performansını etkileyecektir. Uygulama aşamasında bu değişken şirketin halka açılma yılından önceki yıl sonu toplam özkaynak değeri önce dolar kuruna çevrilmiş daha sonra logaritması alınarak analize konulmuştur.

**Net Satışlar:** Şirketin net satışları hisse senedinin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği olumlu yönde etkileyebilir. Bu nedenle net satışlar ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin performansını etkileyecektir. Uygulama aşamasında bu değişken şirketin halka açılma yılından önceki yıl sonu net satış değeri önce dolar kuruna çevrilmiş daha sonra logaritması alınarak analize konulmuştur.

**Net Kâr:** Şirketin net kârı hisse senedinin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği olumlu yönde etkileyebilir. Bu nedenle net kâr ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin performansını etkileyecektir. Uygulama aşamasında bu değişken şirketin halka açılma yılından önceki yıl sonu net kâr değeri önce dolar kuruna çevrilmiş daha sonra logaritması alınarak analize konulmuştur.

### 3.3.3. PİYASAYI KARAKTERİZE EDEN FAKTÖRLER

Literatürde piyasayı karakterize eden faktörler; günlük getiri, düzeltilmiş günlük getiri, haftalık getiri, düzeltilmiş haftalık getiri, aylık getiri, düzeltilmiş aylık getiri, piyasa getirisi ve piyasa volatilitesi olarak belirlenmiştir.

**Günlük Getiri:** Hisse senedi (i) nin (t) günündeki getirisi ( $r_{it}$ ), (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki oransal değişimdir.

**Düzeltilmiş Günlük Getiri:** Hisse senedi (i) nin endekse (m) göre (t) günündeki düzeltilmiş getirisi ( $ar_{i,t}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{i,t}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{m,t}$ ) arasındaki farktır. Analizde açıklanan değişken olarak yer almıştır.

**Haftalık Getiri:** Hisse senedi (i) nin (t) haftasındaki getirisi ( $r_{it}$ ), (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki değişimdir.

**Düzeltilmiş Haftalık Getiri:** Hisse senedi (i) nin endekse (m) göre (t) haftasındaki düzeltilmiş getirisi ( $ar_{i,t}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{i,t}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{m,t}$ ) arasındaki farktır. Analizde açıklanan değişken olarak yer almıştır.

**Aylık Getiri:** Hisse senedi (i) nin (t) ayındaki getirisi ( $r_{it}$ ), (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki değişimdir.

**Düzeltilmiş Aylık Getiri:** Hisse senedi ( $i$ ) nin endekse ( $m$ ) göre ( $t$ ) ayındaki düzeltilmiş getirisi ( $ar_{i,t}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{i,t}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{m,t}$ ) arasındaki farktır. Analizde açıklanan değişken olarak yer almıştır.

**Piyasa Getirisi:** Halka arzdan önceki 3 ayın ağırlıklı ortalaması kullanılarak elde edilmiş bir değişkendir. Buna göre ( $t-1$ ) 3, ( $t-2$ ) 2, ( $t-3$ ) 1, katsayıları ağırlıklı ortalamalar hesaplanırken kullanılmıştır. Bu değişken Hsu ve Hung'un (2005) çalışmasında kullanılmıştır. Halka arzlarda düzeltilmiş getirilerin üzerine etkisinin görülmesi amacıyla analizde yer almıştır.

**Piyasa Volatilitesi:** Halka arzdan önceki 1 ayın standart hatası olarak hesaplanmış bir değişkendir. Bu değişken Hsu ve Hung'un (2005) çalışmasında kullanılmıştır. Halka arzlarda düzeltilmiş getirilerin üzerine etkisinin görülmesi amacıyla analizde yer almıştır.

### 3.3.4. FİYAT İSTİKRARI UYGULAMA ÖNGÖRÜSÜNDE BULUNAN ŞİRKETLERİN REGRESYON SONUÇLARI

Fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin düzeltilmiş ilk gün getirisine etki eden faktörler ilk aşamada karakteristik özelliklere göre analize tabi tutulmuştur. İkinci aşamada analizde kullanılan tüm açıklayıcı değişkenler bir arada kullanılarak, düzeltilmiş ilk gün getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiriye etki eden faktörler incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 3.7. ve Tablo 3.8.'de özetlenmiştir. Buna göre, tablolarda görülen ilk sayı açıklayıcı değişkenin katsayısını gösterirken, bu katsayının altında yer alan parantez içindeki sayı her bir değişkenin olasılık değerini göstermektedir. Uygulamada anlamlılık düzeyi sosyal bilimlerde yaygın olarak kullanılan yüzde 0.05 olarak belirlenmiştir. Buna göre olasılık değeri yüzde 0.05'ten küçük olan açıklayıcı değişken, açıklanan değişkeni anlamlı bir şekilde açıklamaktadır. Benzer özellik, modelin bütünüyle anlamlılık özelliğini gösteren F olasılık değeri içinde geçerlidir. Uygulamada tüm modeller için White Heteroskedasticity Testi yapılarak sabit varyans sorunu incelenmiştir. Ayrıca, modellerin Durbin – Watson (DW) istatistiğine bakılmıştır. Buna göre modellerde sabit varyans ve otokorelasyon (içsel bağıntı) sorununa rastlanmamıştır. Dolayısıyla etkinlik özelliği sağlanarak, T ve F testleri güvenilir hale gelmiştir. Modelin istatistiksel gösterimi ve katsayıların sıfırdan farklı olup olmadığını gösteren t-Testi şu şekilde oluşturulmuştur:

İstatistiksel Gösterim:

$$Y = X \beta_k + \varepsilon \quad k = 1.2.3...K$$

t-Testi:

$$H_0: \beta_k = 0$$

$$H_1: \beta_k \neq 0$$

**Tablo 3.7.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketlerin İlk Gün Regresyon Sonuçları

|                            | Regresyon 1               | Regresyon 2                | Regresyon 3               | Regresyon 4                |
|----------------------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------|
|                            | İhraç Özellikleri         | Şirket Özellikleri         | Piyasa Özellikleri        | Tüm Değişkenler            |
| Sabit Katsayı              | 0.3047<br>(0.1929)        | 0.0312<br>(0.2510)         | 0.0687<br>(0.0313)        | 0.0689<br>(0.3567)         |
| Halka Arz Yöntemi          | 0.0802<br><b>(0.0028)</b> |                            |                           | 0.0358<br>(0.1734)         |
| Halka Arz Oranı            | -0.0335<br>(0.8572)       |                            |                           | -0.1088<br>(0.1281)        |
| Halka Arz Tutarı           | -0.0323<br>(0.2533)       |                            |                           | -0.0010<br>(0.8782)        |
| Aracılık Şekli             | 0.0043<br>(0.3536)        |                            |                           | 0.0016<br>(0.1613)         |
| Şirketin Yaşı              |                           | -0.0011<br>(0.7392)        |                           | -0.0009<br>(0.8737)        |
| Toplam Varlıklar           |                           | -1.0781<br><b>(0.0000)</b> |                           | -1.0841<br><b>(0.0000)</b> |
| Toplam Borç                |                           | 0.7347<br>(0.8114)         |                           | 0.1237<br>(0.4494)         |
| Özkaynaklar                |                           | 0.4346<br>(0.2245)         |                           | 0.0014<br>(0.7488)         |
| Net Satışlar               |                           | 0.0035<br>(0.2563)         |                           | 0.0053<br><b>(0.0098)</b>  |
| Net Kâr                    |                           | 0.0054<br><b>(0.0014)</b>  |                           | 0.1055<br>(0.6509)         |
| Piyasa Getirisi            |                           |                            | 0.35561<br>(0.6705)       | 0.1055<br>(0.6509)         |
| Piyasa Volatilitesi        |                           |                            | 0.3742<br><b>(0.0024)</b> | -0.2579<br>(0.0728)        |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | 0.1438                    | 0.2427                     | 0.1206                    | 0.1419                     |
| Olasılık (F-İstatistik)    | 0.0189                    | 0.0000                     | 0.0338                    | 0.0000                     |

**Tablo 3.8.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunan Şirketlerin İlk Gün Getiri, Haftalık Getiri ve Aylık Getiri Regresyon Sonuçları

|                            | Regresyon 1                | Regresyon 2                 | Regresyon 3               |
|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|---------------------------|
|                            | Düzeltilmiş Günlük Getiri  | Düzeltilmiş Haftalık Getiri | Düzeltilmiş Aylık Getiri  |
| Sabit Katsayı              | 0.0689<br>(0.3567)         | -0.0523<br>(0.7835)         | 0.0608<br>(0.9180)        |
| Halka Arz Yöntemi          | 0.0358<br>(0.1734)         | 0.1215<br>(0.2572)          | 0.3161<br>(0.1921)        |
| Halka Arz Oranı            | -0.1088<br>(0.1281)        | -0.3444<br>(0.2101)         | -0.9763<br>(0.1960)       |
| Halka Arz Tutarı           | -0.0010<br>(0.8782)        | 0.0063<br>(0.5487)          | -0.0128<br>(0.7678)       |
| Aracılık Şekli             | 0.0016<br>(0.1613)         | -0.0025<br>(0.5375)         | 0.0003<br>(0.9749)        |
| Şirketin Yaşı              | -0.0009<br>(0.8737)        | 0.0322<br>(0.1960)          | 0.0250<br>(0.5981)        |
| Toplam Varlıklar           | -1.0841<br><b>(0.0000)</b> | -1.5500<br><b>(0.0007)</b>  | -0.7986<br>(0.1488)       |
| Toplam Borç                | 0.1237<br>(0.7494)         | 0.0422<br>(0.7563)          | 0.5612<br>(0.8671)        |
| Özkaynaklar                | 0.0014<br>(0.7488)         | 1.3097<br>(0.2090)          | 0.6966<br>(0.4652)        |
| Net Satışlar               | 0.0053<br><b>(0.0098)</b>  | -0.0106<br>(0.5022)         | 0.0028<br>(0.9265)        |
| Net Kâr                    | 0.1055<br>(0.6509)         | 0.0097<br>(0.1897)          | 0.0179<br><b>(0.0491)</b> |
| Piyasa Getirisi            | 0.1055<br>(0.6509)         | 0.1321<br>(0.9875)          | 0.2226<br>(0.6545)        |
| Piyasa Volatilitesi        | -0.2579<br>(0.0728)        | -0.6178<br>(0.2966)         | -2.8670<br>(0.0804)       |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | 0.1419                     | 0.1566                      | 0.0936                    |
| Olasılık (F-İstatistik)    | 0.0000                     | 0.0026                      | 0.0016                    |

Elde edilen Tablo 3.7. sonucuna göre ihraç özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı yönde etkileyen halka arz yöntemidir. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Şirket özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar ve pozitif anlamlı yönde net kâr değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Piyasa özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye pozitif anlamlı olarak piyasa volatilitesi etkilemektedir. Diğer açıklayıcı değişken ise düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır.

Elde edilen Tablo 3.8. sonucuna göre düzeltilmiş ilk gün getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar ve pozitif anlamlı yönde net satışlar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Düzeltilmiş haftalık getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş haftalık getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Düzeltilmiş aylık getiriye pozitif anlamlı yönde net kâr değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş aylık getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Elde edilen sonuçlar karma bir özellik taşımaktadır.

### 3.3.5. FİYAT İSTİKRARI UYGULAMA ÖNGÖRÜSÜNDE BULUNMAYAN ŞİRKETLERİN REGRESYON SONUÇLARI

Fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketlerin düzeltilmiş ilk gün getirisine etki eden faktörler ilk aşamada karakteristik özelliklere göre analize tabi tutulmuştur. İkinci aşamada analizde kullanılan tüm açıklayıcı değişkenler bir arada kullanılarak düzeltilmiş ilk gün getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiriye etki eden faktörler incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 3.9. ve Tablo 3.10.'da özetlenmiştir. Buna göre, tablolarda görülen ilk sayı açıklayıcı değişkenin katsayısını gösterirken, bu katsayının altında yer alan parantez içindeki sayı her bir değişkenin olasılık değerini göstermektedir. Uygulamada olasılık değeri sosyal bilimlerde yaygın olarak kullanılan yüzde 0.05 olarak belirlenmiştir. Buna göre anlamlılık düzeyleri yüzde 0.05'ten küçük olan açıklayıcı değişken, açıklanan değişkeni anlamlı bir şekilde açıklamaktadır. Benzer özellik, modelin bütünüyle anlamlılık özelliğini gösteren F olasılık değeri içinde geçerlidir. Uygulamada tüm modeller için White Heteroskedasticity Testi yapılarak sabit varyans sorunu incelenmiştir. Ayrıca, modellerin Durbin – Watson (DW) istatistiğine bakılmıştır. Buna göre modellerde sabit varyans ve otokorelasyon (içsel bağıntı) sorununa rastlanmamıştır. Dolayısıyla etkinlik özelliği sağlanarak, T ve F testleri güvenilir hale gelmiştir. Modelin istatistiksel gösterimi ve katsayıların sıfırdan farklı olup olmadığının gösteren t-Testi şu şekilde oluşturulmuştur:

İstatistiksel Gösterim:

$$Y = X \beta_k + \varepsilon \quad k = 1.2.3...K$$

t-Testi:

$$H_0: \beta_k = 0$$

$$H_1: \beta_k \neq 0$$

**Tablo 3.9.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketlerin İlk Gün Regresyon Sonuçları

|                            | Regresyon 1         | Regresyon 2                | Regresyon 3        | Regresyon 4                |
|----------------------------|---------------------|----------------------------|--------------------|----------------------------|
|                            | İhraç Özellikleri   | Şirket Özellikleri         | Piyasa Özellikleri | Tüm Değişkenler            |
| Sabit Katsayı              | 0.0792<br>(0.7481)  |                            |                    | -0.0923<br>(0.8086)        |
| Halka Arz Yöntemi          | 0.1611<br>(0.1689)  |                            |                    | 0.0942<br>(0.2143)         |
| Halka Arz Oranı            | 0.2034<br>(0.1157)  |                            |                    | 0.1981<br>(0.1236)         |
| Halka Arz Tutarı           | -0.0273<br>(0.4501) |                            |                    | -0.0472<br>(0.0876)        |
| Aracılık Şekli             | 0.0013<br>(0.8552)  |                            |                    | 0.0109<br>(0.0839)         |
| Şirketin Yaşı              |                     | -0.0326<br>(0.3806)        |                    | 0.0378<br>(0.4328)         |
| Toplam Varlıklar           |                     | -0.5722<br><b>(0.0246)</b> |                    | -0.4922<br><b>(0.0154)</b> |
| Toplam Borç                |                     | 0.6490<br>(0.7655)         |                    | 0.2133<br>(0.9865)         |
| Özkaynaklar                |                     | 0.1907<br>(0.6939)         |                    | 0.3628<br>(0.6770)         |
| Net Satışlar               |                     | 0.0124<br>(0.6732)         |                    | -0.0119<br>(0.7395)        |
| Net Kâr                    |                     | 0.0010<br>(0.7707)         |                    | -0.0095<br>(0.3557)        |
| Piyasa Getirisi            |                     |                            | 0.1286<br>(0.8972) | 0.0731<br>(0.4569)         |
| Piyasa Volatilitesi        |                     |                            | 10.115<br>(0.2184) | 5.2499<br>(0.4211)         |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | 0.1189              | 0.0918                     | 0.0933             | 0.1462                     |
| Olasılık (F-İstatistik)    | 0.0157              | 0.0069                     | 0.0589             | 0.0233                     |

**Tablo 3.10.** Fiyat İstikrarı Uygulama Öngörüsünde Bulunmayan Şirketlerin İlk Gün Getiri Haftalık Getiri ve Aylık Getiri Regresyon Sonuçları

|                            | Regresyon 1                | Regresyon 2                 | Regresyon 3               |
|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|---------------------------|
|                            | Düzeltilmiş Günlük Getiri  | Düzeltilmiş Haftalık Getiri | Düzeltilmiş Aylık Getiri  |
| Sabit Katsayı              | -0.0923<br>(0.8086)        | -0.3763<br>(0.8135)         | 1.2323<br>(0.2941)        |
| Halka Arz Yöntemi          | 0.0942<br>(0.2143)         | 0.1466<br>(0.3230)          | 0.1171<br>(0.3311)        |
| Halka Arz Oranı            | 0.1981<br>(0.1236)         | 0.2746<br>(0.3165)          | 0.4428<br>(0.0794)        |
| Halka Arz Tutarı           | -0.0472<br>(0.0876)        | -0.0409<br>(0.5160)         | -0.1453<br>(0.1106)       |
| Aracılık Şekli             | 0.0109<br>(0.0839)         | 0.0254<br>(0.0911)          | 0.0379<br><b>(0.0030)</b> |
| Şirketin Yaşı              | 0.0378<br>(0.4328)         | -0.0931<br>(0.4133)         | -0.0498<br>(0.6851)       |
| Toplam Varlıklar           | -0.4922<br><b>(0.0154)</b> | -0.7735<br><b>(0.0083)</b>  | 0.1254<br>(0.5590)        |
| Toplam Borç                | 0.2133<br>(0.9865)         | 0.1123<br>(0.4211)          | -0.7827<br>(0.0997)       |
| Özkaynaklar                | 0.3628<br>(0.6770)         | 2.6304<br>(0.9560)          | 1.9342<br>(0.2652)        |
| Net Satışlar               | -0.0119<br>(0.7395)        | 0.0812<br>(0.4536)          | -0.0407<br>(0.6610)       |
| Net Kâr                    | -0.0095<br>(0.3557)        | -0.0217<br>(0.3455)         | -0.0330<br>(0.1250)       |
| Piyasa Getirisi            | 0.0731<br>(0.4569)         | 0.1171<br>(0.5568)          | 0.3187<br>(0.7598)        |
| Piyasa Volatilitesi        | 5.2499<br>(0.4211)         | 21.145<br>(0.1339)          | -2.4471<br>(0.8271)       |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | 0.1462                     | 0.1103                      | 0.0925                    |
| Olasılık (F-İstatistik)    | 0.0223                     | 0.0178                      | 0.0067                    |

Elde edilen Tablo 3.9. sonucuna göre ihraç özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı yönde etkileyen açıklayıcı değişken bulunamamıştır. Şirket özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Piyasa özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı olarak etkileyen açıklayıcı değişken bulunamamıştır.

Elde edilen Tablo 3.10. sonucuna göre düzeltilmiş ilk gün getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Düzeltilmiş haftalık getiriye negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş haftalık getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Düzeltilmiş aylık getiriye anlamlı yönde aracılık şekli değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş aylık getiriye anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır.

Elde edilen sonuçlar bir bütün halinde düşünüldüğünde, düzeltilmiş ilk gün getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiriye etki eden faktörler karma sonuç vermektedir. Ayrıca, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin düzeltilmiş getirilerine etki eden anlamlı değişken sayısı fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlere fazla olduğu görülmektedir.

Bu karma sonuçlara, Türkiye üzerine yapılmış diğer çalışmalarda da rastlanılmaktadır. Küçükkocaoğlu (2008) yaptığı çalışmada hisse senetlerinin performanslarına etki eden anlamlı açıklayıcı değişkenler arasında, toplam borç ve piyasa getirisini değişkenlerini tespit etmiştir. Kıymaz (2000 ve 1997) çalışmalarında hisse senetlerinin performanslarına etki eden anlamlı açıklayıcı değişkenler arasında,

standart sapma, ilk gün getiri, aktif büyüklük ve halka açılma değişkenlerini bulmuştur. Durukan (2000) yaptığı çalışmada hisse senetlerinin performanslarına etki eden anlamlı açıklayıcı değişkenler arasında, aktif büyüklük, halka arz yöntemi, elde edilen fon miktarı, şirketi yaşı ve kaldıraç oranı değişkenlerini saptamıştır. Özer (1999) çalışmasında hisse senetlerinin performanslarına etki eden anlamlı açıklayıcı değişkenler arasında, halka arz tarihi, aracı kurum ve ihraççı şirket değişkenlerini tespit etmiştir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **SONUÇ VE ÖNERİLER**

Bir şirketin hisse senetlerinin, bir aracı kurum veya konsorsiyum vasıtası ile belirlenen bir fiyattan halka satılarak şirketin halka açılma işlemine literatürde ilk kez halka arz, bir başka deyişle birincil halka arz denir. Buna karşılık şirketin halka açıklık oranının artırılması işlemine ise literatürde ikincil halka arz denir. Şirketler, ister ilk halka arz veya ikincil halka arz gerçekleştirsinler bu konu şirketler açısından son derece önemlidir. Literatürde yer alan halka arzlar konusu üzerine yapılmış çok sayıda çalışma bu önemin bir göstergesidir.

Çalışmanın konusu “İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlama İşlemlerinin Analizi” olarak belirlenmiştir. Araştırma dönemi Türkiye’de 2004-2009 yılları arasında ilk kez halka arz edilen hisse senetleridir. Bu dönem içerisinde halka arz edilen hisse senedi sayısı 48’dir. Çalışmada uygun veri setine ulaşılabilen 40 hisse senedi kullanılmıştır. Bu hisse senetleri, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketler ve fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketler olarak, iki eşit gruba ayrılarak analize tabi tutulmuştur.

Çalışmanı uygulama kısmı iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde betimleyici istatistikten yararlanarak hisse senetlerine yönelik getiri analizi yapılmıştır. İkinci bölümde iki grup hisse senedinin performansları ilk gün getiri, haftalık getiri ve aylık getiri getiri olarak dönemlere ayrılarak, bu getirilere etki eden faktörler çoklu regresyon yardımıyla incelenmiştir. Buna göre elde edilen sonuçlar şunlardır:

Getiri analizi için kullanılan K-S ve Levene Testleri sonucunda uygulanan eşit varyanslı t-testi sonucunda fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketler ve fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketlerin getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunamamıştır. Buna karşın fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan şirketlerin ortalama getirisi, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlere göre daha düşüktür. Bu olgu, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunan şirketlerde düşük fiyatlama seviyesinin daha küçük olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu hisse senetlerinin standart sapmaları bir başka değişle volatilité seviyeleride daha düşüktür. Öte yandan, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlerin ortalama getirisi daha yüksektir. Bu olgu, fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlerde düşük fiyatlamının daha yüksek seviyelerde gerçekleştiğini göstermektedir.

Fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin ilk gün çoklu regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre, ihraç özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı yönde etkileyen halka arz yöntemidir. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Şirket özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar ve pozitif anlamlı yönde net kâr değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Piyasa özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi pozitif anlamlı olarak piyasa volatilitesi etkilemektedir. Diğer açıklayıcı değişken ise düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır.

Diğer yandan, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin dönemsel çoklu regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre düzeltilmiş ilk gün

getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar ve pozitif anlamlı yönde net satışlar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Düzeltilmiş haftalık getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş haftalık getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Düzeltilmiş aylık getiriyi pozitif anlamlı yönde net kâr değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş aylık getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Elde edilen sonuçlar karma bir özellik taşımaktadır.

Fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketlerin ilk gün çoklu regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre, düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı yönde etkileyen açıklayıcı değişken bulunamamıştır. Şirket özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Piyasa özelliklerine göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı olarak etkileyen açıklayıcı değişken bulunamamıştır.

Diğer yandan, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketlerin dönemsel çoklu regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre düzeltilmiş ilk gün getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler düzeltilmiş ilk gün getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamışlardır. Düzeltilmiş haftalık getiriyi negatif anlamlı yönde toplam varlıklar değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş haftalık getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır. Düzeltilmiş aylık getiriyi anlamlı yönde aracılık şekli değişkeni açıklamaktadır. Diğer açıklayıcı değişkenler ise düzeltilmiş aylık getiriyi anlamlı bir şekilde açıklamamaktadır.

Elde edilen sunular bir bütün halinde dşnldğnde, düzeltilmiş ilk gün getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiriye etki eden faktörler karma sonuç vermektedir. Ayrıca, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin düzeltilmiş getirilerine etki eden anlamlı değişken sayısı fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlere fazla olduğu grlmektedir.

Sonuç olarak hisse senetlerinin ilk halka arzında ve diğer çeşitli menkul değerlerin arzında lider aracı kurumlar, işlemin başlamasından hemen sonraki süre içerisinde arza konu hisse senetlerinin fiyatları üzerinde istikrar sağlama işlemleri gerçekleştirme iznine sahiptir. Bir tür fiyat manipülasyonu olmakla birlikte, ilk halka arzlarda, borsa sonrası volatilitiyi azaltmak için fiyatta istikrar sağlama işlemlerine izin verilir. Piyasa yetkilileri açısından bakıldığında, azaltılmış volatilitenin faydalarının, geçici bir piyasa yaratılmasının dezavantajlarından daha ağır bastığı ve böylece piyasa verimliliğini artırabildiği düşünülmektedir.

İlk halka arzın gerçekleştiği piyasalarda, hem yüksek değerlenen hem de düşük değerlenen hisse senetlerine rastlanabilir. Yüksek değerlenen bir hisse senedinin, yatırımcılara olabilecek zararları arasında, kısa vadede kârı realize etmeden doğabilecek kayıplar ve halka arzlara olan ilginin azalması yer alır. şirketler açısından bakıldığında, yüksek değerlenmiş bir hisse senedi halka arzda talep yetersizliği ve halka arzın başarısız olmasına yol açacaktır. Buna karşılık, düşük değerlenen bir hisse senedi, halka arzda talebin çok yüksek olmasından dolayı yatırımcıların istedikleri miktarda hisse senedi alamamalarına yol açabilir. Düşük değerlenmiş bir hisse senedi, şirket açısından değerlendirildiğinde hisse senedi ihraç priminin düşük kalması ve ihtiyaç duyulan kaynağın temin edilmemesine yol

açacaktır. Dolayısıyla ilk halka arz edilen hisse senedinin fiyatının optimal olarak belirlenmesi halka arzın başarılı olmasını açısından son derece önemlidir.

Buraya kadar yapılan genel değerlendirme ve sonuçlar ilk halka arzların kuramsal ve uygulama aşamasından elde edilen sonuçlara göre yapılmıştır. Bundan sonraki kısımda yapılacak genel değerlendirme ve sonuçlar ilk halka arz sürecinde şirketlerin yaşamış oldukları yönetsel konular ile ilgilidir.

Pek çok şirket tarafından yapılan genel bir hata, halka açık bir şirket olmanın gerekliliklerini yerine getirmeden ilk halka arzın gerçekleştirilmesidir. Şirket, ilk halka arz gerçekleşmeden önceki kritik dönemde önceliklerini iyi belirlemez. Halka açık bir şirket, yatırımcılara güvenilir ve zamanında finansal veri sağlamakla yükümlüdür. Eğer şirketin muhasebe ve yönetim kısımlarındaki bilgi sistemleri yeterli değilse, bunları bir düzene koymak halka arzdan çok önce yapılması gerekenler arasında yer alır. Yanlış yönlendirecek ya da yanlış bilgi sağlanarak hazırlanmış raporların hukuksal yükümlülüğü olduğu gibi, eğer sağlanan bilgi doğru ve güvenilir değilse, yatırımcı güveni de kaybolacaktır.

Halka açılmayı düşünen şirketler güçlü içsel kontrollerin önemini farkında olmalıdır. Etkili bir içsel kontrol yapısı, şirkete finansal amaçlarının ulaşılmasında yardımcı olur, kaynak kayıplarını engeller ve finansal tablolarının doğru olduğu konusunda şirketin kendisine olan güvenini artırır.

Başlangıçta sorulması gereken sorulardan bir tanesi, şirketin nasıl bir yatırımcı grubunun ilgisini çekmeye çalıştığıdır. Kurumsal yatırımcıların ilgisini çekmek ayrıca önem taşımaktadır. Çünkü kurumsal yatırımcılar, yatırım sermayesinin çok önemli bir kısmını kontrol etmektedirler.

Şirket tüm iyi ve kötü yönlerini düşünüp şirketi halka açmaya karar verdikten sonra, bu iş için en uygun zamanı seçmeye çalışmalıdır. Eğer şirketin sermaye ihtiyacı diğer kaynaklardan uygun bir maliyetle karşılanabiliyorsa, halka açılmak bir süre için ertelenebilir. Eğer diğer kaynaklardan elde edilen paralar, şirketin büyüme potansiyelini arttırmak için kullanılabilirse, halka arz edilecek olan hisseler daha değerli olabilecektir. Bu durum daha az hisse satarak daha fazla sermaye elde edilmesini sağlayacaktır.

Halka açılmanın doğru zamanına karar vermek için şirket, piyasanın uygun olup olmadığını araştırmalıdır. Bu aşamada yatırım bankaları ve aracı kurumlar halka açılmayı düşünen şirketlere yardımcı olacaktır. İlk halka arzlarda, halka arzı gerçekleştirecek doğru aracı kurumu seçmek halka arzın başarılı olması için oldukça önemli bir konudur.

Sonuç olarak, başarılı bir halka arz, (1) şirkete ihtiyacı olan sermayeyi sağlar, (2) şirketin likit olmasına yardımcı olur, (3) şirketin kamu tarafından bilinirliğini artırır, (4) şirket paydaşlarının değerini artırır ve (5) şirketin değerinin en doğru şekilde belirlenmesine olanak sağlayacaktır.

## KAYNAKÇA

- A Review of the Most Recent 100 IPO **Investment Dealer's Digest** (2008) C.74, S.29, s.29-31
- Aggarwal, R., (2000), " Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings", **The Journal of Finance**, S.3, s.1075-1103
- Allen, F., Faulhaber, R. G., (1989),"Singnaling by Underpricing in the IPO Market", **Journal of Financial Economics**, S.23, s.303-323
- Altman, E.I., (1986), **Handbook of Corporate Finance**, John Wiley Sons
- Alvarez, S., Gonzales, V.M., (2005), "Signaling and the Long-Run Performance of Spanish (IPOs)", **Journal of Business, Finance and Accounting**, C.32, S.1/2 s.325-350
- Amason, A. C., Shrader, R. C., Tompson, G. H., (2006), "Newness and Novelty: Relating Top Management Team Composition to New Venture Performance", **Journal of Business Venturing**, C.21, S.1, s.125-148
- Andrew, J.L., Rock, S., Willenborg, M., (2006), "Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings", **Journal of Accounting Reserch**, C.45, S.1, s.111-153
- Andrews, A. O., Welbourne, T. M. (2000), "The People/ Performance Balance in IPO firms: The Effect of the Chief such Contingencies Provides Evidence that TMT Executive Officer's Financial Orientation" **Entrepreneurship Theory and Practice**, C. 25, S.1, s.93-106
- Ang, J. S., Brau, J. C., (2003), "Concealing and Confounding Adverse Signals: Insider Wealth-Maximizing Behavior in the IPO process", **Journal of Financial Economics**, C.67, S.1, s.149-172

- Ariff, M., Prasad, D., Vozikis, S. G., (2007), “Are Government-Linked IPOs Underpriced? A Three Country Privatization Effort Comparison”, **Int Entrep Manag J**, S.3, s.293 – 307
- Aussenegg, W., Pichler, P., Stomper, A., (2006), “IPO Pricing with Bookbuilding and a When-Issued Market”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis** C. 41, S. 4, s. 829-862
- Ayden, T., Karan, B. M., (2000), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performanslarının Ölçülmesi”, **G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, S.3, s. 87-96
- Baker, M., Wurgler, J., (2000), “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns”, **Journal of Finance**, C. 55, S.5, s.2219-2257
- Baron, P.D., (1982), “A model of The Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, **Journal of Finance**, C. 37, S.4, s.955-976
- Bear, M. R., Curley, A., J., (1975), “Unseasoned Equity Financing”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 311-325
- Beatty, P., Ritter, J.R., (1986), “Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, **Journal of Economics**, S.15, s.213-232
- Beckman, C. M., Burton, M. D., O'Reilly, C. A., (2007), “Early teams: The Impact of Team Demography on VC Financing and Going Public”, **Journal of Business Venturing**, C.22, S.2, 147-173
- Benveniste, M. L., Erdal, M. S., Wilhelm, J. W., (1998), “Who Benefits from Secondary Market Price Stabilization of IPOs”, **Journal of Banking & Finance**, S.22, s.741-767

- Benveniste, M. L., Busaba, Y. W. Wilhelm, J. W., (1996), "Price Stabilization as a Bonding Mechanism In New Equity Issues", **Journal of Financial Economics**, S.42, s.223-255
- Benveniste, M. L., Spint, A. P., (1989), "How Invest Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", **Journal of Economics**, S.24, s.343-361
- Boehmer, E., Fische, P.H.R., (2004), "Underwriter Short Covering in the IPO Aftermarket: A Cilinical Study", **Journal of Corporate Finance**, S.10, s. 575-594
- Brau, C. J., Fawcett, E.S., (2006), "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", **The Journal of Finance**, C. 61, S.1, s.399-436
- Brav, A., Gompers, A. P., (1997), "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies" **The Journal of Finance**, C. 52, S 5 . s.1791-1821
- Brigham, F.E., Daves R.P. (2004a), **Intermediate Financial Management**, 8th Edition International Student Thomson Western South USA
- Brigham, E.F., Joel F.H., (2004b), **Fundamentals of Financial Management**, 10th Edition, Thomson Western South USA
- Brigham, E.F., Lois C. G., (1993), **Intermediate Financial Manegement**, 4th Edition, The Dryden Press
- Brooks, C., (2002), **Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Press
- Carpenter, M. A., (2002), "The Implications of Strategy and Social Context for the Relationship Between Top Management Team Heterogeneity and Firm Performance", **Strategic Management Journal**, C.23, S.3, s.275-284.

- Carpenter, M. A., Pollock, T. G., Leary, M. M., (2003), "Testing a Model of Reasoned Risk-Taking: Governance, the Experience of Principals and Agents, and Global Strategy in Hightechnology IPO Firms", **Strategic Management Journal**, C.24 S.9, s.803-820
- Carter, R., Manaster, S., (1990), "Initial Publis Offerings and Underwrite Reputation", **The Journal of Finance**, C. 45, S.4, s.1045-1067
- Certo, T.S., Holmes, M.R., Holcomb R.T.,(2007),"The Influence of People on the Performans of IPO Firms", **Business Horizons, Kelley School of Business** , S.50, s.271-276
- Certo, T.S., Holmes, Jr. M. R., Holcomb, R. T., (2007), "The Influence of People on the Performance of IPO Firms", **Business Horizons**, S.50, s.271–276
- Certo, S. T. (2003), "Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures", **Academy of Management Review**, C.28, S.3, s. 432-446
- Certo, S. T., Daily, C. M., Cannella, A. A., Dalton, D. R., (2003), "Giving Money to Get Money: How CEO Stock Options and CEO Equity Enhance IPO Valuations", **Academy of Management Journal**, C.46, S.5, s.643-653.
- Certo, S. T., Covin, J.G., Daily, C. M., Dalton, D. R., (2001), "Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures", **Strategic Management Journal**, C.22 S. 6, s.641-658.
- Chalmers, J. M. R., Dann, L. Y., Harford, J., (2002), "Managerial Opportunism? Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases", **Journal of Finance**, C.57, S.2, s.609-636.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., (2005), Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings", **Journal of Financial Economics**, C.76, S.2, s.331-368.

- Cohen, B. D., Dean, T. J., (2005), "Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal", **Strategic Management Journal**, C.26, S.7, s.683-690
- Chols, A., Tsai, W., (2005) Niche and Performance: The moderating Role of Network Embeddedness", **Strategic Management Journal**, C.26, S.3, s.219-238
- Chowdhry, B., Nanda, V., (1996), "Srabilization, Syndication, and Pricing of IPOs", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 61, S.1, s.25-42
- Cornelli, F., Goldreich, D., Ljungqvist, A., (2006), "Investor Sentiment and Pre-IPO Markets", **The Journal of Finance**, C. 11, S.3, s.1187-1215
- De Mortos, A.. J., (2001), **Theoretical Foundation of Corporate Finance**, Princeton University Press
- Douglas, E.R., Finnerty, D.J., Stowe D.J., (1998), **Principles of Financial Management**, Prentice Hall
- Drake, D. P., Vetsuypens, R. M., (1993), "IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability" ,**Northern Finance Association Meeting**, Canada
- Drobetz, W., Kammermann, M., Walchli, U., (2005), "Long Run Performans of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland", **Schmalenbach Business Review**, C. 57, s.253-275
- Durukan, M.B., (2000) "The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the ISE", **Managerial Finance**, S.2, s.18-38
- Ehrhardt, C.M., Brigham, F.E., (2005), **Financial Management Theory and Practice**, International Student Thomson Western South USA

- Ehrhardt, O., Nowak, E., (2003), "The Effect of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure, and Performance", **Journal of Small Business Management**, C.41, S.2, s.222-232
- Ellis, K., Michaely, R. and O'Hara, M., (2000), "When the Underwriter is the Market Maker: An examination of Trading in the IPO Aftermarket", **Journal of Finance**, C. 55 s.1039–1074
- Ellul, A., Pagano M., (2006), "IPO Underpricing and after Market Liquidity"  
**Published by Oxford University Press**
- Ertek, T., (1996), **Ekonometriye Giriş**, 2. Baskı, Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş.
- Fama, F. E., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **The Journal of Finance**, s.383-417
- Field, L. C., Hanka, G., (2001), "The Expiration of IPO Share Lockups", **Journal of Finance**, C.56, S.2, s.471-500
- Finkle, T. A., (1998), "The Relationship Between Boards of Directors and Initial Public Offering in the Biotechnology Industry", **Entrepreneurship Theory and Practice**, C.22, S.3, s.5-29
- Fischer, H. M., Pollock, T. G., (2004), "Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings", **Academy of Management Journal**, C.47, S.4, s.463-481
- Fishe, P.H.R., Boehmer, E., (2002), "Price Support By Underwriters in Initial and Seasoned Public Offerings", **FMA Meeting**, Securities And Exchange Commission, University of Miami, s. 1-29
- Fishe, P.H.R., (2002), "How Stock Flippers Affect IPO Pricing And Stabilization", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 37, S. 2, s. 319-340
- Fishe, R. P. H., (2002), "How Stock Flippers Affect IPO Pricing and Stabilisation", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 37, s.319–340

- Florin, J., (2005), “Is Venture Capital Worth It? Effects on Firm Performance and Founder Returns”, **Journal of Business Venturing**, C.20, S.1, s.113-135
- Florin, J., Lubatkin, M., Schulze, W., (2003), “A Social Capital Model of High-Growth Ventures”, **Academy of Management Journal**, C.46, S.3, s.374-384
- Gannon, G., Zhou, Y., (2008), “Conflicts of Interest and China's A-Share Underpricing”, **International Review of Financial Analysis**, S:17 s.491–506
- Gale, I., Stiglitz, E. J., (1989), “The Informational Content of Initial Public Offerings” , **The Journal of Finance**, C. 44, S. 2, s. 467 – 477
- Gerbich, M., Levis, M., Rowland, V. P., (1995), “Property Initial Public Offerings: Regulations, Costs and Price Reactions”, **Journal of Property Finance**, C.6, S.1, s.38 –54
- Gleason, K., Johnston, J., Madura, J., (2008), “What Factors Drive IPO Aftermarket Risk?”, **Applied Financial Economics**, C.18, s.1099-1110
- Griffin, M. J., Harrisb, H.J., Topaloglu, S., (2007), “Why are IPO Investors Net Buyers Through Lead Underwriters, **Journal of Financial Economics** C. 85 s. 518 – 551
- Grinblatt, M., Hwang, Y.C., (1989), “Signalling and the Pricing of New Issues”, **The Journal of Finance**, C. 44, S. 2, s. 393 – 420
- Gujarati, D.N., (2003), **Basic Econometrics**, 4th. Edition, International Edition, McGraw-Hill, New York
- Hao, Q., (2007), “Laddering in Initial Public Offerings” **Journal of Financial Economics**, S.85 s.102–122
- He, P., (2007), “A Theory of IPO Waves”, Published By **Oxford University Press**, s.983-1020

- Hegde, P.S., Miller, E.R., (1989), "Market-Making in Initial Public Offerings of Common Stocks: An Empirical Analysis" **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 24, S.1, 75-90
- Hensler, D. A., Rutherford, C. R., Springer, M.T., (1997), "The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket", **The Journal of Financial Research**, C. 20, S. 1, s.93-110
- Higgins, M. C., Gulati, R., (2003), "Getting off to a Good Start: The Effects of Upper Echelon Affiliations on Underwriter Prestige" **Organization Science**, C.14, S.3, s.244-263
- Higgins, M. C., Gulati, R., (2006), "Stacking the Deck: The effects of top Management Backgrounds on Investor Decisions", **Strategic Management Journal**, C.27, S.1, s.1-25
- Horn Van, J.C., John M., Wachowicz, J.R., (2005), **Fundamentals of Financial Management**, Prentice Hall
- Horne, V.C.J., (2002), **Financial Management Policy**, 12th Edition Prentice Hall USA
- Ibbotson, G.R., Jaffe F.J., (1975), "Hot Issue Markets" **The Journal of Finance**, C. 30, S. 4, s. 1027 – 1041
- Jain, A. B., Kini, O., (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", **The Journal of Finance**, C. 49, S. 5
- Jegadeesh, N., Weinstein, M., Welch, I., (1993), "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings", **Journal of Financial Economics**, S.34, s.153- 175
- Jain, B. A., Kini, O., (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", **Journal of Finance**, C.49, S.5, s.1699-1726

- Jenkinson, T., Jones, H., (2007), “The Economics of IPO Stabilisation, Syndicates and Naked Shorts”, **European Financial Management**, C 13, S. 4, s.616–642
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, C.3, S.4, s.305-360
- Kennedy, B. D., Sivakumar, R., Vetzal, R. K., (2002), “Stabilization Activities By Underwriters in the IPO Aftermarket and the Firm’s Long-Run Risk and Return”, Submission for the **NFA Meetings**, s.1-32
- Kerinsa, F., Kutsunab, K., Smith, R., (2007), “Why Are IPOs Underpriced? Evidence from Japan’s Hybrid Auction-Method Offerings”, **Journal of Financial Economics**, S.85, s. 637 – 666
- Kıymaz, H., (2000), “The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from ISE”, **Journal of Multinational Financial Management**, S.10, s.213-227
- Kıymaz, H., (1997), “İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları”, **Hazine Dergisi**, S.7, s.1-18
- Kleeburg, P.R., (2005), **Initial Public Offerings**, Thomson USA
- Kojima, N., (2007), “ IPO Share Allocation And Conflicts of Interest” **Annals of Finance**, S.3, s.369–387
- Kooli, M., Suret, J.M., (2004), “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada”, **Journal of Multinational Financial Management**, C.14, s.47 – 66
- Kor, Y. Y., Mahoney, J. T., (2005), “How Dynamics, Management, and Governance of Resource Deployments Influence Firm-Level Performance”, **Strategic Management Journal**, C.26, S.5, s.489-496

- Kulkarni, S.K., Sabarwal, T., (2007), “To What Extent Are Investment Bank Differentiating Factors Relevant for Firms Floating Moderate-Sized IPOs”, **Annals of Finance** S.3, s. 297 – 327
- Küçükkocaoğlu, G., (2008), “Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods”, **International Research Journal of Finance and Economics**, S.13, s. 162-182
- Küçükkocaoğlu, G., Alagöz, A., (2006), “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme” **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, C.8, S.2, s.1-19
- Lee, J.P., Taylor, L. S., Walter, S. T., (1999), “IPO Underpricing Explanations; Implications from Investor Application and Allocation Schedules”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C 34. S 4. s.425- 444
- Leland, E. H., Pyle H. D., (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, C. 32, S 2, s. 371-387.
- Leland, H. E., Pyle, D. H., (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, **Journal of Finance**, C.32, S.2, s.371-387
- Lester, R. H., Certo, S. T., Daily, C. M., Dalton, D. R., Cannella, A. A., (2006), “Initial Public Offering Investor Valuations: An Examination of Top Management Team Prestige and Environmental Uncertainty”, **Journal of Small Business Management**, C.44, S.1, s.1-26
- Levy, H., Sarnat, M., (1971), “Risk, Dividend Policy, and the Optimal Pricing of a Rights Offering: Comment”, **Journal of Money, Credit and Banking**, C.3, S. 4, s. 840-849
- Lewellen, K., (2006). “Risk, Reputation, and IPO Price Support”, **The Journal of Finance**, C. 41., S. 2 s.613-653

- Lim, G.K., Edward, H. K., (1999), “A Theory of IPO Pricing With Tender Prices”, **Applied Financial Economics**, S.9, s.433 – 442
- Lina, C.T., Hsub, S.M., (2008), “Determinants of the Initial IPO performance: evidence from Hong Kong and Taiwan”, **Applied Financial Economics**, S:18, s.955–963
- Ljungqvist, A., Wilhelm Jr. W., (2005), “Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior”, **The Journal of Finance** C.40, S. 4, s. 1759-1790
- Loffler, G., Panther, F. P., Theissen, E., (2005), “Who Knows What When? The Information Content of Pre-IPO Market Prices”, **Journal of Financial Intermediation**, S.14 s.466 – 484
- Logue, E. D., (1973), “ On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969” **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, s.91-103
- Loughran, T., Ritter, R. J., Rydqvist, K., (2006), “Initial Public Offerings: International Insights”, **Pacific-Basin Finance Journal**, C. 2, s. 165-199
- Loughran, T., Ritter, R. J., (2002), “Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs”, **The Review of Financial Studies**, C. 15, S 2, s. 413 –443
- Loughran, T., Ritter, J., (1997), “The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings”, **The Journal of Finance**, C. 52, S 5 . s.1823-1850
- Loughran, T., Ritter, R. J., (1995), “The IPO Puzzle”, **The Journal of Finance** S.40, s.23-51
- Lowry, M., Shu, S., (2002), “Litigation Risk and IPO Underpricing”, **Journal of Financial Economics**, S.65, s.309 – 335
- Mauer, C.D., Senbet, W.L., (1992), “The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 27, S. 1, s. 55 – 79

- McDonald, G. J., Fisher, K. A., (1972), “New-Issue Stock Price Behavior”, **The Journal of Finance**, C. 27, S. 1, s. 97-102
- McGee, J. E., Dowling, M. J., (1994), “Using Research and Development Cooperative Arrangements to Leverage Managerial Experience: A study of Technology-Intensive New Ventures”, **Journal of Business Venturing**, C.9, S.1, 33-48
- Michaely, R., Shaw, H. W., (1994), “The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories” **The Review of Financial Studies**, C. 7, S. 2, s. 279-319
- Michel, A. H., Ljungqvist, P.A., ( 2001), “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence” **The Review of Financial Studies**, C 14, S. 2 s. 433-458
- Mikkelson, H. W., Partch, M. M., Shah, K., (1997), “Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public”, **Financial Economics**, S.44, s.281-307
- Miller, M. E., (1977), “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, **The Journal of Finance**, C. 32, S.4, s.1151-1168
- Mudambi, R., Treichel, M. Z., (2005), “Cash Crisis in Newly Public Internet-Based Firms: An Empirical Analysis”, **Journal of Business Venturing**, C.20, S.4, s.543-571
- Muscarella, J. C., Vetsuypens, R. M., (1989), “A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing”, **Journal of Economics**, S.24, s.125-135
- Nanda, V., Yun, Y., (1997), “Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value”, **Journal of Financial Intermediation**, S.6, s.39 – 63

- Nelson, T. (2003), "The Persistence of Founder Influence: Management, Ownership, and Performance Effects at Initial Public Offering", **Strategic Management Journal**, C. 24, S.8, s.707-724.
- Ogden, P.J., Jen, C.F., O'Connor, E.P., (2003), **Advanced Corporate Finance Policies And Strategies**, Prentice Hall USA
- Özer, B., (1999) "Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey", **Capital Markets Board of Turkey**, No: 128, Ankara
- Paul Schultz, P., Zaman, M., (2001) "Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They Are Overvalued", **Journal of Financial Economics**, S.59, s.347-381
- Prabhala, R. N., Puri, M., (1998), "How Does Underwriter Price Support Affect IPOs" s.1-37
- Rajan, R., Servaes, H., (1997), "Analyst Following of Initial Public Offerings", **The Journal of Finance**, C. 52, S. 2, s.507-529
- Reilly, K. F., (1973), "Further Evidence on Short Run Results for New Issue Investors", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, s.83- 90
- Richard, A. B., Stewart, C. M., (2000), **Principles of Corporate**, 6th Edition, Mc Graw Hill
- Ritter, R. J., Welch, I., (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", **The Journal of Finance** C. 57, S. 4, s. 1795-1828
- Ritter, R. J., (1991), "The Long Run Performans of Initial Public of Offerrings", **The Journal of Finance**, C. 46, S.1, s.3-38
- Ritter, R. J., (1989), "Initial Public Offerings", **Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance**, C. 2, S.1, s. 5-30

- Ritter, R. J., (1984), "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues" **The Journal of Finance**, C. 39, S.4, s.1231-1237
- Ritter, R. J., (1980), "The Hot Issue Market of 1980", **Journal of Business**, C.57, S.2, s. 215-240
- Robert, W. K., Ricardo, J. R., (1996), **Financial Management**, Blackwell Business
- Rock, K., (1986), "Why New Issues Are Underpriced", **Journal of Financial Economics**, S.15, s.187-212
- Ross, A.S., Westerfield W. R., Jafhe J., (2002), **Corporate Finance**, 6th International Edition Mc Graw Hill
- Ross, A.S., Randolp W.W., Braodford, D.J., (1996), **Essential of Corporate Finance**, Irwin
- Ross, A. S., (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem" **The American Economic Review**, C. 63, S. 2, s. 134-139
- Rossetto, S., (2008), "The Price of Rapid Exit in Venture Capital-Backed IPOs" **Annals of Finance**, S. 4, s.29–53
- Samuels, J.M., Wilkes, F. M., Brayshaw, R.E., (1995) **Management of Company Finance**, 6th Edition, Chapman &Hall
- Sanders, W. G., Boivie, S., (2004), "Sorting Things Out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets" **Strategic Management Journal**, C.25, S.2, s.167-186
- Schultz, P., (2002) "Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs", **University of Notre Dame**, s.1-58
- Sherman, E. A., (2000), " IPOs And Long Term Relationship: An Avdantage of Book Building", **The Review of Financial Studies**, C.13, S. 13, s. 697-714

- Shermana, E. A., Titman, S., (2002), “Building the IPO order book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information”, **Journal of Financial Economics**, S.65 s.3–29
- Shi, J., Bilson, C., Powell, J., (2008), “Valuation Uncertainty Risk Compensation and IPO Prospectus Earning Forecasts“, **Applied Economics Letters**, C.15, S.5, s.331-335
- Siegel, P. A., Hambrick, D. C., (2005), “Pay Disparities within Top Management Groups: Evidence of Harmful Effects on Performance of High-Technology Firms” **Organization Science**, C.16, S.3, s.259-274
- Singh, I., Van Der Zahn, M. M.L., (2007), “Does Intellectual Capital Disclosure Reduce an IPO’s Cost of Capital”, **Journal of Intellectual Capital**, C. 8, S.3, s. 494-516
- Spat, C., Srivastava, S., (1991), “Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings”, **The Review of Financial Studies**, C. 4, S 4 s. 709-726
- Spence, M., (1972), “Job Market Signaling”, **Ph.D. Thesis**, Harvard University
- Spiess, D. K., Pettway, H.R., (1997), “The IPO and First Seasoned Equity Sale: Issue Proceeds, Owner/Managers' Wealth, and the Underpricing Signal”, **Journal of Banking & Finance**, S. 21, s.967-988
- Stoll, R. H., Curley, J. A. (2001), “Small Business and the New Issues Market for Equity” ,**The Research Reported**, The Pennsylvania University, s.309- 321
- Teker, S., Ekit, Ö., (2003), “The Performance of IPO’s in ISE in Year 2000”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, C. 4, S.1, s.117-128
- Teoh, H. H., Welch, I., Wong, J.T., (1998), “Earnings Management and the Long Run Market Performans of Initial Public Offerings” **The Journal of Finance**, C. 53, S.6, s.1935-1974

Tinic, M. S., (1988), “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock”, **The Journal Of Finance**, C. 53, S. 4, s. 789-822

Welbourne, T. M., Cyr, L. A., (1999), “ The Human Resource Executive Effect in Initial Public Offering Firms”, **Academy of Management Journal**, C.42, S.6, s.616-629

Welch, I., (1992), “Sequential Sales, Learning, and Cascades”, **The Journal of Finance**, C. 57, S. 2, s.695-732

Whalen R., “Citigroup Holds Onto No. 1 Spot”(2006), **The Bond Buyer**, S.357, s.1-30

Wilhelm, J., Benveniste, M. L., (1990), "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments", **Journal of Economics**, S.28, s.173-207

Zhang, D., (2004), “Why Do IPO Underwriters Allocate Extra Shares when They Expect to Buy Them Back”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, C. 39, S.3, s.571-594

## **İNTERNET KAYNAKÇA**

[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<http://digitaldaily.allthingsd.com/20081211/report-2008-ipo-market-obviously-lousy>

**EKLER:****Ek 1- İki Örnekli Kolmogorov-Smirnov Test****Frekanslar**

|                            | 1. Grup | Gözlem Sayısı |
|----------------------------|---------|---------------|
| Düzeltilmiş İlk Gün Getiri | 1       | 20            |
|                            | 2       | 20            |
|                            | Toplam  | 40            |

**Test İstatistikleri**

|                                   |         | İlk Gün Getiri |
|-----------------------------------|---------|----------------|
| En Uç Farklılıklar                | Mutlak  | .200           |
|                                   | Pozitif | .200           |
|                                   | Negatif | -.200          |
| Kolmogorov-Smirnov Z              |         | .632           |
| Çift Taraflı Asimtotik Anlamlılık |         | .819           |

Gruplandırılmış Değişken: 1. Grup

**Frekanslar**

|                             | 2. Grup | Gözlem Sayısı |
|-----------------------------|---------|---------------|
| Düzeltilmiş Haftalık Getiri | 1       | 20            |
|                             | 2       | 20            |
|                             | Toplam  | 40            |

**Test İstatistikleri**

|                                   |         | Haftalık Getiri |
|-----------------------------------|---------|-----------------|
| En Uç Farklılıklar                | Mutlak  | .250            |
|                                   | Pozitif | .250            |
|                                   | Negatif | -.100           |
| Kolmogorov-Smirnov Z              |         | .791            |
| Çift Taraflı Asimtotik Anlamlılık |         | .560            |

Gruplandırılmış Değişken: 2. Grup

## EK 1- Devamı

### Frekanslar

| 3. Grup      |   | Gözlem Sayısı |
|--------------|---|---------------|
| Düzeltilmiş  | 1 | 20            |
| Aylık Getiri | 2 | 20            |
| Toplam       |   | 40            |

### Test İstatistikleri

|                                   |         | Aylık Getiri |
|-----------------------------------|---------|--------------|
| En Uç Farklılıklar                | Mutlak  | .150         |
|                                   | Pozitif | .150         |
|                                   | Negatif | -.150        |
| Kolmogorov-Smirnov Z              |         | .474         |
| Çift Taraflı Asimtotik Anlamlılık |         | .978         |

Gruplandırılmış Değişken: 3. Grup

## EK 2- LEVENE TEST

### Grup İstatistikleri

|    | Birinci Grup | Gözlem Sayısı | Ortalama | Standar Hata | Ortalama Standart Hata |
|----|--------------|---------------|----------|--------------|------------------------|
| x1 | 1            | 20            | .0626    | .09762       | .02183                 |
|    | 2            | 20            | .0659    | .12765       | .02854                 |

### Bağımsız Örneklem Test

|    |                                  | Varyansların Eşitliği İçin Levene Test |            | Ortalamaların Eşitliği İçin t -test |                     |                         |                |                 |                          |        |       |
|----|----------------------------------|----------------------------------------|------------|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|--------|-------|
|    |                                  | F                                      | Anlamlılık | t                                   | Serbestlik Derecesi | Çift Taraflı Anlamlılık | Ortalama Farkı | Std. Hata Farkı | Farkın %95 Güven Aralığı |        |       |
|    |                                  | Lower                                  | Upper      | Lower                               | Upper               | Lower                   | Upper          | Lower           | Upper                    | Lower  | Upper |
| x1 | Tahmin Edilen Eşit Varyanslar    | .108                                   | .744       | -.091                               | 38                  | .928                    | -.00326        | .03593          | -.07600                  | .06948 |       |
|    | Tahmin Edilmeyen Eşit Varyanslar |                                        |            | -.091                               | 35.561              | .928                    | -.00326        | .03593          | -.07617                  | .06965 |       |

**EK 2- Devamı****Grup İstatistikleri**

|    | Birinci Grup | Gözlem Sayısı | Ortalama | Standar Hata | Ortalama Standart Hata |
|----|--------------|---------------|----------|--------------|------------------------|
| x2 | 1            | 20            | .0338    | .14894       | .03330                 |
|    | 2            | 20            | .0932    | .24368       | .05449                 |

**Bağımsız Örneklem Test**

|    |                                  | Varyansların Eşitliği İçin Levene Test |       | Ortalamaların Eşitliği İçin t -test |                     |                         |                |                 |                          |        |       |
|----|----------------------------------|----------------------------------------|-------|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|--------|-------|
|    |                                  | F                                      | Sig.  | t                                   | Serbestlik Derecesi | Çift Taraflı Anlamlılık | Ortalama Farkı | Std. Hata Farkı | Farkın %95 Güven Aralığı |        |       |
|    |                                  | Lower                                  | Upper | Lower                               | Upper               | Lower                   | Upper          | Lower           | Upper                    | Lower  | Upper |
| x2 | Tahmin Edilen Eşit Varyanslar    | 1.635                                  | .209  | -.929                               | 38                  | .359                    | -.05933        | .06386          | -.18860                  | .06995 |       |
|    | Tahmin Edilmeyen Eşit Varyanslar |                                        |       | -.929                               | 31.457              | .360                    | -.05933        | .06386          | -.18949                  | .07084 |       |

**EK 2- Devamı****Grup İstatistikleri**

|    | Birinci Grup | Gözlem Sayısı | Ortalama | Standar Hata | Ortalama Standart Hata |
|----|--------------|---------------|----------|--------------|------------------------|
| x3 | 1            | 20            | .0416    | .16807       | .03758                 |
|    | 2            | 20            | .0350    | .22186       | .04961                 |

**Bağımsız Örneklem Test**

|    |                                  | Varyansların Eşitliği İçin Levene Test |       | Ortalamaların Eşitliği İçin t -test |                     |                         |                |                 |                          |        |
|----|----------------------------------|----------------------------------------|-------|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|--------|
|    |                                  | F                                      | Sig.  | t                                   | Serbestlik Derecesi | Çift Taraflı Anlamlılık | Ortalama Farkı | Std. Hata Farkı | Farkın %95 Güven Aralığı |        |
|    |                                  | Lower                                  | Upper | Lower                               | Upper               | Lower                   | Upper          | Lower           | Upper                    | Lower  |
| x3 | Tahmin Edilen Eşit Varyanslar    | .076                                   | .784  | .106                                | 38                  | .916                    | .00658         | .06224          | -.11941                  | .13258 |
|    | Tahmin Edilmeyen Eşit Varyanslar |                                        |       | .106                                | 35.405              | .916                    | .00658         | .06224          | -.11971                  | .13288 |

**EK 3- FİYAT İSTİKRARI UYGULAMASI ÖNGÖRÜSÜ  
OLAN ŞİRKETLERİN REGRESYON SONUÇLARI**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:33                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.080246  | 0.022450                | -3.574430    | 0.0028    |
| Halka Arz Oranı                                                  | -0.033501 | 0.182976                | -0.183091    | 0.8572    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.032352 | 0.027230                | -1.188133    | 0.2533    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.004373  | 0.004568                | 0.957221     | 0.3536    |
| C                                                                | 0.304793  | 0.223548                | 1.363438     | 0.1929    |
| R-kare                                                           | 0.167994  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.062636  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.143874  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.097627  |
| St. Hata                                                         | 0.100222  | Akaike info kriteri     |              | -1.550534 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.150668  | Schwarz kriteri         |              | -1.301601 |
| Log olasılık                                                     | 20.50534  | F-istatistik            |              | 0.757180  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.948352  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.018916  |

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:57                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Şirketin Yaşı                                                    | -0.001173 | 0.003453                | -0.339648    | 0.7392    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -1.078177 | 0.040175                | 6.837324     | 0.0000    |
| Toplam Borç                                                      | 0.734787  | 0.169846                | 2.334487     | 0.8114    |
| Özkaynaklar                                                      | 0.434629  | 0.172418                | -2.520792    | 0.2245    |
| Net Satış                                                        | 0.003553  | 0.003002                | 1.183548     | 0.2563    |
| Net Kâr                                                          | 0.005430  | 0.001363                | -3.985059    | 0.0014    |
| C                                                                | 0.031213  | 0.026064                | 1.197532     | 0.2510    |
| R-kare                                                           | 0.279953  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.062636  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.242794  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.097627  |
| St. Hata                                                         | 0.016103  | Akaike info kriteri     |              | -5.176301 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.003630  | Schwarz kriteri         |              | -4.877581 |
| Log olasılık                                                     | 57.76301  | F-istatistik            |              | 136.8727  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.851026  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.000000  |

**EK 3- Devamı**

|                                                                  |          |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |          |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |          |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:36                                      |          |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |          |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |          |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |          |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı  | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.355617 | 0.821510                | 0.432882     | 0.6705    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | 0.374217 | 0.105327                | -3.552896    | 0.0024    |
| C                                                                | 0.068779 | 0.029313                | 2.346340     | 0.0313    |
| R-kare                                                           | 0.142089 | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.062636  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.120607 | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.097627  |
| St. Hata                                                         | 0.101015 | Akaike info kriteri     |              | -1.609619 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.173468 | Schwarz kriteri         |              | -1.460259 |
| Log olasılık                                                     | 19.09619 | F-istatistik            |              | 0.373475  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.589000 | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.033848  |

**EK 3- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:58                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.035869  | 0.024261                | 1.478489     | 0.1734    |
| Halka Arz Oranı                                                  | -0.108817 | 0.064935                | -1.675774    | 0.1281    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.001025 | 0.006499                | -0.157693    | 0.8782    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.001637  | 0.001073                | 1.526038     | 0.1613    |
| Şirketin Yaşı                                                    | -0.000946 | 0.005782                | -0.163548    | 0.8737    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -1.084115 | 0.061211                | 17.71121     | 0.0000    |
| Toplam Borç                                                      | 0.123769  | 0.002411                | 1.239877     | 0.7494    |
| Özkaynaklar                                                      | 0.405412  | 0.178589                | -2.270084    | 0.4494    |
| Net Satış                                                        | 0.001406  | 0.004257                | 0.330220     | 0.7488    |
| Net Kâr                                                          | 0.005338  | 0.001636                | -3.262322    | 0.0098    |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.105576  | 0.053319                | 2.436556     | 0.6509    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | -0.257964 | 0.127026                | -2.030808    | 0.0728    |
| C                                                                | 0.068981  | 0.071011                | 0.971408     | 0.3567    |
| R-kare                                                           | 0.186717  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.062636  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.141958  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.097627  |
| St. Hata                                                         | 0.016348  | Akaike info kriteri     |              | -5.087882 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.002405  | Schwarz kriteri         |              | -4.540229 |
| Log olasılık                                                     | 61.87882  | F-istatistik            |              | 66.85534  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.456221  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.000000  |

**EK 3- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: Haftalık Düzeltilmiş Getiri                   |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:52                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.121590  | 0.100501                | 1.209840     | 0.2572    |
| Halka Arz Oranı                                                  | -0.344470 | 0.255206                | -1.349775    | 0.2101    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | 0.006353  | 0.010197                | 0.623020     | 0.5487    |
| Aracılık Şekli                                                   | -0.002599 | 0.004054                | -0.641080    | 0.5375    |
| Şirketin Yaşı                                                    | 0.032292  | 0.023123                | 1.396544     | 0.1960    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -1.550016 | 0.309873                | 5.002103     | 0.0007    |
| Toplam Borç                                                      | 0.042218  | 0.337645                | 2.452133     | 0.7563    |
| Özkaynaklar                                                      | 1.309720  | 0.967912                | -1.353140    | 0.2090    |
| Net Satış                                                        | -0.010614 | 0.015183                | -0.699085    | 0.5022    |
| Net Kâr                                                          | 0.009788  | 0.006901                | -1.418472    | 0.1897    |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.132137  | 0.034578                | 1.156789     | 0.9875    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | -0.617812 | 0.557573                | -1.108039    | 0.2966    |
| C                                                                | -0.052389 | 0.185067                | -0.283079    | 0.7835    |
| R-kare                                                           | 0.194212  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.033838  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.156669  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.148934  |
| St. Hata                                                         | 0.070383  | Akaike info kriteri     |              | -2.168236 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.044584  | Schwarz kriteri         |              | -1.620583 |
| Log olasılık                                                     | 32.68236  | F-istatistik            |              | 7.607556  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.986720  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.002698  |

**EK 3- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: Aylık Düzeltilmiş Getiri                      |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 10:54                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
|                                                                  |           |                         |              |           |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.316109  | 0.224189                | 1.410009     | 0.1921    |
| Halka Arz Oranı                                                  | -0.976345 | 0.699082                | -1.396609    | 0.1960    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.012856 | 0.042237                | -0.304378    | 0.7678    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.000352  | 0.010879                | 0.032357     | 0.9749    |
| Şirketin Yaşı                                                    | 0.025034  | 0.045818                | 0.546374     | 0.5981    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -0.798633 | 0.505843                | 1.578814     | 0.1488    |
| Toplam Borç                                                      | 0.561238  | 0.304511                | 0.875411     | 0.8671    |
| Özkaynaklar                                                      | 0.696697  | 0.913486                | 0.762679     | 0.4652    |
| Net Satış                                                        | 0.002849  | 0.030036                | 0.094851     | 0.9265    |
| Net Kâr                                                          | 0.017966  | 0.011704                | 1.535046     | 0.0491    |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.222659  | 0.113488                | 0.896511     | 0.6545    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | -2.867031 | 1.455508                | -1.969780    | 0.0804    |
| C                                                                | 0.060876  | 0.575041                | 0.105864     | 0.9180    |
| R-kare                                                           | 0.118047  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.041587  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.093655  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.168068  |
| St. Hata                                                         | 0.150920  | Akaike info kriteri     |              | -0.642644 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.204991  | Schwarz kriteri         |              | -0.094991 |
| Log olasılık                                                     | 17.42644  | F-istatistik            |              | 1.456311  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.928177  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.001663  |

**EK 4- FİYAT İSTİKRARI UYGULAMASI ÖNGÖRÜSÜ OLMAYAN  
ŞİRKETLERİN REGRESYON SONUÇLARI**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:28                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.161194  | 0.111517                | 1.445474     | 0.1689    |
| Halka Arz Oranı                                                  | 0.203429  | 0.121843                | 1.669599     | 0.1157    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.027349 | 0.035270                | -0.775439    | 0.4501    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.001327  | 0.007145                | 0.185685     | 0.8552    |
| C                                                                | 0.079278  | 0.242394                | 0.327062     | 0.7481    |
| R-kare                                                           | 0.304432  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.065888  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.118947  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.127643  |
| St. Hata                                                         | 0.119812  | Akaike info kriteri     |              | -1.193473 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.215323  | Schwarz kriteri         |              | -0.944540 |
| Log olasılık                                                     | 16.93473  | F-istatistik            |              | 1.641278  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.151672  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.015700  |

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:29                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Şirketin Yaşı                                                    | -0.032675 | 0.036091                | -0.905365    | 0.3806    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -0.572245 | 0.227179                | 2.518920     | 0.0246    |
| Toplam Borç                                                      | 0.649066  | 0.101234                | 0.662122     | 0.7655    |
| Özkaynaklar                                                      | 0.190770  | 0.474753                | 0.401830     | 0.6939    |
| Net Satış                                                        | 0.012491  | 0.028993                | 0.430829     | 0.6732    |
| Net Kâr                                                          | 0.001010  | 0.003399                | 0.297161     | 0.7707    |
| C                                                                | 0.162541  | 0.246371                | 0.659740     | 0.5201    |
| R-kare                                                           | 0.117712  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.065888  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.091895  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.127643  |
| St. Hata                                                         | 0.088259  | Akaike info kriteri     |              | -1.773753 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.109056  | Schwarz kriteri         |              | -1.475033 |
| Log olasılık                                                     | 23.73753  | F-istatistik            |              | 5.148046  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 1.887650  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.006907  |

**EK 4- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:30                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.128654  | 0.980776                | 0.131176     | 0.8972    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | 10.11554  | 7.914182                | 1.278153     | 0.2184    |
| C                                                                | -0.139875 | 0.144502                | -0.967975    | 0.3466    |
| R-kare                                                           | 0.188778  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.065888  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.093340  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.127643  |
| St. Hata                                                         | 0.121540  | Akaike info kriteri     |              | -1.239660 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.251125  | Schwarz kriteri         |              | -1.090300 |
| Log olasılık                                                     | 15.39660  | F-istatistik            |              | 1.978022  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.393692  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.058922  |

**EK 4- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: İlk Gün Düzeltilmiş Getiri                    |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:44                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.094235  | 0.070532                | 1.336070     | 0.2143    |
| Halka Arz Oranı                                                  | 0.198184  | 0.116661                | 1.698796     | 0.1236    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.047281 | 0.024678                | -1.915926    | 0.0876    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.010918  | 0.005619                | 1.942995     | 0.0839    |
| Şirketin Yaşı                                                    | 0.037851  | 0.046097                | 0.821123     | 0.4328    |
| Toplam Varlıklar                                                 | -0.492290 | 0.165104                | 2.981689     | 0.0154    |
| Toplam Borç                                                      | 0.213345  | 0.326188                | 1.167531     | 0.9865    |
| Özkaynaklar                                                      | 0.362897  | 0.843134                | 0.430414     | 0.6770    |
| Net Satış                                                        | -0.011970 | 0.034895                | -0.343020    | 0.7395    |
| Net Kâr                                                          | -0.009513 | 0.009772                | -0.973518    | 0.3557    |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.073120  | 0.143971                | 0.217355     | 0.4569    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | 5.249982  | 6.227823                | 0.842988     | 0.4211    |
| C                                                                | -0.092329 | 0.370183                | -0.249413    | 0.8086    |
| R-kare                                                           | 0.188213  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.065888  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.146228  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.127643  |
| St. Hata                                                         | 0.079074  | Akaike info kriteri     |              | -1.935368 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.056275  | Schwarz kriteri         |              | -1.387715 |
| Log olasılık                                                     | 30.35368  | F-istatistik            |              | 4.050857  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.699576  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.023368  |

**EK 4- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |          |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|----------|
| Bağımsız Değişken: Haftalık Düzeltilmiş Getiri                   |           |                         |              |          |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |          |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:46                                      |           |                         |              |          |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |          |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |          |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |          |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.146690  | 0.140273                | 1.045745     | 0.3230   |
| Halka Arz Oranı                                                  | 0.274636  | 0.258960                | 1.060534     | 0.3165   |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.040986 | 0.060628                | -0.676021    | 0.5160   |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.025445  | 0.013451                | 1.891673     | 0.0911   |
| Şirketin Yaşı                                                    | -0.093146 | 0.108589                | -0.857785    | 0.4133   |
| Toplam Varlıklar                                                 | -0.773505 | 0.229779                | 3.366298     | 0.0083   |
| Toplam Borç                                                      | 0.112344  | 0.092365                | 1.207688     | 0.4211   |
| Özkaynaklar                                                      | 2.630473  | 1.199492                | 2.192989     | 0.9560   |
| Net Satış                                                        | 0.081275  | 0.103776                | 0.783170     | 0.4536   |
| Net Kâr                                                          | -0.021787 | 0.021886                | -0.995502    | 0.3455   |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.117185  | 0.045665                | 0.809122     | 0.5568   |
| Piyasa Volatilitesi                                              | 21.14589  | 12.83751                | 1.647195     | 0.1339   |
| C                                                                | -0.376336 | 1.549397                | -0.242892    | 0.8135   |
| R-kare                                                           | 0.174399  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.093163 |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.110398  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.243681 |
| St. Hata                                                         | 0.208145  | Akaike info kriteri     |              | 0.000325 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.389918  | Schwarz kriteri         |              | 0.547978 |
| Log olasılık                                                     | 10.99675  | F-istatistik            |              | 1.704160 |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.597417  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.017865 |

**EK 4- Devamı**

|                                                                  |           |                         |              |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------|--------------|-----------|
| Bağımsız Değişken: Aylık Düzeltilmiş Getiri                      |           |                         |              |           |
| Metod: En Küçük Kareler                                          |           |                         |              |           |
| Tarih: 12/16/09 Saat: 11:47                                      |           |                         |              |           |
| Örnek: 1 20                                                      |           |                         |              |           |
| Dahil Olan Gözlem Sayısı: 20                                     |           |                         |              |           |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |           |                         |              |           |
| Değişken                                                         | Katsayı   | St. Sapma               | t-istatistik | Olasılık  |
| Halka Arz Yöntemi                                                | 0.117148  | 0.114042                | 1.027231     | 0.3311    |
| Halka Arz Oranı                                                  | 0.442888  | 0.224013                | 1.977065     | 0.0794    |
| Halka Arz Tutarı                                                 | -0.145398 | 0.041418                | -3.510454    | 0.1106    |
| Aracılık Şekli                                                   | 0.037996  | 0.009446                | 4.022491     | 0.0030    |
| Şirketin Yaşı                                                    | -0.049870 | 0.119027                | -0.418982    | 0.6851    |
| Toplam Varlıklar                                                 | 0.125421  | 0.297122                | 2.213111     | 0.5590    |
| Toplam Borç                                                      | -0.782736 | 0.239646                | 3.266212     | 0.0997    |
| Özkaynaklar                                                      | 1.934231  | 1.627868                | 1.188199     | 0.2652    |
| Net Satış                                                        | -0.040701 | 0.089758                | -0.453452    | 0.6610    |
| Net Kâr                                                          | -0.033031 | 0.019528                | -1.691495    | 0.1250    |
| Piyasa Getirisi                                                  | 0.318769  | 0.043921                | 0.126574     | 0.7598    |
| Piyasa Volatilitesi                                              | -2.447167 | 10.88523                | -0.224815    | 0.8271    |
| C                                                                | 1.232325  | 1.106003                | 1.114215     | 0.2941    |
| R-kare                                                           | 0.131226  | Ort. Bağımlı değişken   |              | 0.034999  |
| Uyarlanmış R-kare                                                | 0.092589  | S.S. Bağımlı değişken   |              | 0.221858  |
| St. Hata                                                         | 0.167118  | Akaike info kriteri     |              | -0.438738 |
| Artık kareler toplamı                                            | 0.251357  | Schwarz kriteri         |              | 0.108915  |
| Log olasılık                                                     | 15.38738  | F-istatistik            |              | 2.448541  |
| Durbin-Watson kat.                                               | 2.349139  | Olasılık (F-istatistik) |              | 0.006756  |

**Ek 5- Uluslararası Halka Arzlar: 2003-2005 (Milyon Dolar)**

| Ülkeler    | 2003          |                   |          | 2004          |                   |          | 2005          |                   |           |
|------------|---------------|-------------------|----------|---------------|-------------------|----------|---------------|-------------------|-----------|
|            | İlk Halka Arz | İkincil Halka Arz | Toplam   | İlk Halka Arz | İkincil Halka Arz | Toplam   | İlk Halka Arz | İkincil Halka Arz | Toplam    |
| Almanya    | 0.0           | 0.0               | 0.0      | 7.5           | 2.485.5           | 2.493.0  | 4.857.0       | 1.2               | 4.858.3   |
| Amerika    | 37.462.7      | 52.455.7          | 89.918.4 | 70.304.3      | 93.413.9          | 63.718.2 | 56.308.2      | 130.913.0         | 187.221.2 |
| Arjantin   | 0.0           | 348.9             | 348.9    | 0.0           | 201.0             | 201.0    | 0.0           | 1.178.7           | 1.178.7   |
| Brezilya   | 0.0           | 1.955.1           | 1.955.1  | 259.3         | 3.528.2           | 3.787.5  | 2.028.5       | 8.857.2           | 10.885.7  |
| Çin        | 5.479.1       | 2.351.6           | 7.830.7  | 4.270.4       | 3.625.3           | 7.895.7  | 696.4         | 3.277.0           | 3.973.4   |
| Endonezya  | 1.110.2       | 531.9             | 1.642.1  | 238.6         | 467.5             | 706.0    | 363.5         | 621.1             | 984.6     |
| Filipinler | 3.4           | 28.1              | 31.5     | 19.8          | 24.4              | 44.2     | 543.0         | 398.3             | 941.3     |
| Hindistan  | 5.337.5       | 5.192.1           | 10.529.5 | 9.100.8       | 2.579.2           | 11.680.0 | 3.299.6       | 15.767.0          | 19.066.6  |
| İngiltere  | 7.591.4       | 22.624.4          | 30.215.8 | 13.831.2      | 18.649.2          | 32.480.4 | 31.169.0      | 20.669.0          | 51.838.0  |
| İrlanda    | 673.2         | 178.5             | 851.7    | 1.368.5       | 420.9             | 1.789.4  | 1.262.6       | 115.2             | 1.377.8   |
| İspanya    | 12.438.6      | 5.370.8           | 17.809.4 | 26.969.6      | 11.617.0          | 38.586.5 | 7.771.3       | 1.125.1           | 8.896.3   |
| İsrail     | 32.1          | 702.5             | 734.6    | 370.4         | 3.249.1           | 3.619.5  | 526.7         | 2.767.9           | 3.294.6   |
| İtalya     | 625.9         | 13.751.2          | 14.377.1 | 3.274.7       | 15.689.3          | 18.964.0 | 12.904.6      | 1.842.5           | 14.747.1  |
| Japonya    | 38.8          | 33.939.5          | 33.978.3 | 271.8         | 31.061.5          | 31.333.3 | 289.7         | 30.827.6          | 31.117.3  |
| Kanada     | 8.465.2       | 9.439.1           | 17.904.3 | 12.197.0      | 26.874.5          | 39.071.6 | 12.780.9      | 30.412.2          | 43.193.1  |
| Kolombiya  | 1.823.6       | 16.1              | 1.839.7  | 0.0           | 20.2              | 20.2     | 597.8         | 282.9             | 880.6     |
| Lüksemburg | 241.1         | 2.029.7           | 2.270.8  | 708.7         | 4.253.0           | 4.961.7  | 3.873.2       | 38.4              | 3.911.7   |
| Macaristan | 48.3          | 69.4              | 117.7    | 7.1           | 69.9              | 77.0     | 6.8           | 10.9              | 17.7      |
| Malezya    | 823.1         | 952.9             | 1.776.0  | 874.3         | 1.060.0           | 1.934.3  | 1.088.4       | 908.0             | 1.996.3   |
| Meksika    | 41.7          | 690.6             | 732.3    | 150.8         | 829.9             | 980.7    | 563.2         | 0.0               | 563.2     |
| Mısır      | -             | -                 | -        | 0.0           | 851.7             | 851.7    | 1.352.4       | 1.142.6           | 2.495.0   |
| Norveç     | 889.3         | 52.1              | 941.4    | 1.078.2       | 312.5             | 1.390.8  | 2.089.1       | 2.319.8           | 4.408.9   |
| Peru       | 0.0           | 447.1             | 447.1    | 0.0           | 241.6             | 241.6    | 0.0           | 477.0             | 477.0     |
| Sri Lanka  | 10.8          | 66.5              | 77.3     | 57.0          | 52.5              | 109.5    | 6.0           | 5.5               | 11.4      |
| Şili       | 2.351.9       | 243.5             | 2.595.4  | 258.4         | 942.1             | 1.200.5  | 485.8         | 1.936.6           | 2.422.4   |
| Tayland    | 793.3         | 3.611.4           | 4.404.7  | 982.3         | 1.276.7           | 2.259.0  | 1.052.5       | 2.562.1           | 3.614.6   |
| TÜRKİYE    | 445.0         | 64.9              | 509.9    | 502.0         | 726.8             | 1.228.8  | 1.757.4       | 409.3             | 2.166.7   |
| Yunanistan | 69.4          | 2.112.8           | 2.182.2  | 118.8         | 552.6             | 671.4    | 1.568.6       | 3.478.0           | 5.046.6   |

**Ek 6- Uluslararası Halka Arzlar: 2006-2007 (Milyon Dolar)**

| Ülkeler           | 2006          |                   |                 | 2007          |                   |                  |
|-------------------|---------------|-------------------|-----------------|---------------|-------------------|------------------|
|                   | İlk Halka Arz | İkincil Halka Arz | Toplam          | İlk Halka Arz | İkincil Halka Arz | Toplam           |
| <b>Almanya</b>    | 11.700.6      | 0.0               | <b>11.700.6</b> | -             | -                 | -                |
| <b>Amerika</b>    | 54.505.0      | -                 | <b>54.505.0</b> | 76.578.4      | 76.598.4          | <b>153.176.8</b> |
| <b>Arjantin</b>   | 37.7          | 311.7             | <b>349.4</b>    | 233.3         | 801.1             | <b>1.034.4</b>   |
| <b>Brezilya</b>   | 6.040.5       | 10.200.5          | <b>16.241.0</b> | 28.558.9      | 14.229.9          | <b>42.788.8</b>  |
| <b>Çin</b>        | 13.995.1      | 8.786.6           | <b>22.781.7</b> | 63.985.2      | 37.211.4          | <b>101.196.5</b> |
| <b>Endonezya</b>  | 364.9         | 1.464.7           | <b>1.829.7</b>  | 1.958.7       | 3.410.9           | <b>5.369.6</b>   |
| <b>Filipinler</b> | 372.5         | 748.2             | <b>1.120.6</b>  | 409.6         | 1.524.5           | <b>1.934.1</b>   |
| <b>Hindistan</b>  | 10.135.5      | 10.930.2          | <b>21.065.7</b> | 17.541.7      | 27.946.2          | <b>45.487.9</b>  |
| <b>İngiltere</b>  | 55.807.4      | 38.560.7          | <b>94.368.0</b> | 49.847.8      | 32.573.9          | <b>82.421.7</b>  |
| <b>İrlanda</b>    | 3.795.7       | 1.058.3           | <b>4.854.0</b>  | 2.087.9       | 1.058.9           | <b>3.146.8</b>   |
| <b>İspanya</b>    | 14.663.0      | 13.568.1          | <b>28.231.1</b> | 22.483.9      | 97.253.6          | <b>119.737.5</b> |
| <b>İsrail</b>     | 763.7         | 9.071.2           | <b>9.834.9</b>  | 2.641.6       | 3.207.5           | <b>5.849.1</b>   |
| <b>İtalya</b>     | 5.199.1       | 4.794.5           | <b>9.993.7</b>  | 5.912.8       | 5.194.1           | <b>11.106.9</b>  |
| <b>Japonya</b>    | 431.3         | 22.133.7          | <b>22.565.0</b> | 119.9         | -                 | <b>119.9</b>     |
| <b>Kanada</b>     | 9.105.9       | 34.970.2          | <b>44.076.1</b> | 7.445.9       | 48.458.2          | <b>55.904.1</b>  |
| <b>Kolombiya</b>  | 194.6         | 0.0               | <b>194.6</b>    | 4.423.7       | 990.5             | <b>5.414.3</b>   |
| <b>Lüksemburg</b> | 2.281.5       | 0.0               | <b>2.281.5</b>  | 279.6         | 2.220.6           | <b>2.500.3</b>   |
| <b>Macaristan</b> | 8.0           | 1.1               | <b>9.1</b>      | 9.8           | 21.8              | <b>31.6</b>      |
| <b>Malezya</b>    | 322.9         | 645.3             | <b>968.2</b>    | 316.0         | 2.173.4           | <b>2.489.5</b>   |
| <b>Meksika</b>    | 863.3         | 174.5             | <b>1.037.9</b>  | 84.5          | 3.632.5           | <b>3.717.0</b>   |
| <b>Mısır</b>      | -             | -                 | -               | 869.9         | 2.375.3           | <b>3.245.3</b>   |
| <b>Norveç</b>     | 13.695.4      | 1.367.2           | <b>15.062.6</b> | 1.789.0       | 6.263.7           | <b>8.052.7</b>   |
| <b>Peru</b>       | 0.0           | 344.9             | <b>344.9</b>    | 0.0           | 81.8              | <b>81.8</b>      |
| <b>Sri Lanka</b>  | 1.0           | 18.8              | <b>19.8</b>     | 0.0           | 424.7             | <b>424.7</b>     |
| <b>Şili</b>       | -             | -                 | -               | 236.3         | 1.525.1           | <b>1.761.4</b>   |
| <b>Tayland</b>    | 474.4         | 3.498.1           | <b>3.972.5</b>  | 331.2         | 2.380.2           | <b>2.711.4</b>   |
| <b>TÜRKİYE</b>    | <b>861.5</b>  | <b>641.5</b>      | <b>1.503.0</b>  | 3.350.1       | 2.749.9           | <b>6.099.9</b>   |
| <b>Yunanistan</b> | 0.0           | 4.478.4           | <b>4.478.4</b>  | 15.7          | 1.932.9           | <b>1.948.6</b>   |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

## ÖZET

### İLK HALKA ARZLAR VE İLK HALKA ARZLARDA FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN ANALİZİ

Çalışmanın konusu “İlk Halka Arzlar ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi” olarak belirlenmiştir. Araştırma dönemi Türkiye’de 2004-2009 yılları arasında ilk halka arz edilen hisse senetleridir. Bu dönem içerisinde ilk halka arz edilen hisse senedi sayısı 48’dir. Çalışmada uygun veri setine ulaşılabilen 40 hisse senedi kullanılmıştır. Bu hisse senetleri, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketler ve fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketler olarak iki eşit gruba ayrılmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmı iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde betimleyici istatistikten yararlanarak iki grup hisse senedine yönelik getiri analizi yapılmıştır. İkinci bölümde hisse senedinin performansları düzeltilmiş günlük getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiri olarak dönemlere ayrılmıştır. Bu getirilere etki eden faktörler çoklu regresyon yardımıyla incelenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketler ve fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunmayan şirketlerin getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark bulunamamıştır. Buna ilaveten, çoklu regresyon sonuçları bir bütün halinde düşünüldüğünde, düzeltilmiş ilk gün getiri, düzeltilmiş haftalık getiri ve düzeltilmiş aylık getiriye etki eden faktörler karma sonuçlar vermektedir. Ayrıca, fiyat istikrarı uygulama öngörüsünde bulunan şirketlerin düzeltilmiş getirilerine etki eden anlamlı değişken sayısı fiyat istikrarı uygulaması öngörüsünde bulunmayan şirketlere göre daha fazladır.

Sonuç olarak hisse senetlerinin ilk halka arzında ve diğer çeşitli menkul değerlerin arzında lider aracı kurumlar, işlemin başlamasından hemen sonraki süre içerisinde ilk halka arza konu olan hisse senetlerinin fiyatları üzerinde istikrar sağlama işlemleri gerçekleştirme iznine sahiptir. Bir tür fiyat manipülasyonu olmakla birlikte, halka arz sonrası borsada yaşanabilecek volatilitiyi azaltmak için fiyatta istikrar sağlama işlemlerine izin verilir.

Piyasa yetkilileri açısından bakıldığında, azaltılmış volatilitenin faydalarının, geçici (sahte) bir piyasa yaratılmasının dezavantajlarından daha ağır bastığı ve böylece piyasa verimliliğini artırabildiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, başarılı bir halka arz, (1) şirkete ihtiyacı olan sermayeyi sağlar, (2) şirketin likit olmasına yardımcı olur, (3) şirketin kamu tarafından bilinirliğini artırır, (4) şirket paydaşlarının değerini artırır, (5) şirketin değerinin en doğru şekilde belirlenmesine olanak sağlar.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Fiyat İstikrarı, Şirket Performansı, Düşük Fiyatlama, Analiz

## **SUMMARY**

### **INITIAL PUBLIC OFFERINGS AND ANALYSIS OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS PRICE STABILIZATION PROVIDER OPERATES**

The subject of the study has been determined as “Initial Public Offerings and Analysis of Initial Public Offerings Price Stabilization”. The research period is the equities which have been offered to the public in Turkey between the years 2004-2009. During this period, the number of the public offered equities are 48. 40 equity which acquired the appropriate data set has been used during the study. These equities have been separated into two equal groups as firms forecasting the price stability application and firms not forecasting the price stability application.

The application phase of the study is consisted of two sections. In the first section, return analysis directed towards two groups of equity by utilizing the descriptive statistic has been made. In the second section, the performances of the equities have been separated into periods as adjusted daily return, adjusted weekly return and adjusted monthly return. The factors affecting these returns have been analysed with the help of multiple regression.

In compliance with the acquired datas, a significant difference in terms of a statistical aspect between the firms forecasting the price stability application and the firms not forecasting the price stability application could not be found. Furthermore, when thinking about the results of the multiple regression as a whole the factors affecting the adjusted daily return, adjusted weekly return and adjusted monthly return give mixed results. Additionally, the number of the significant value which affects the adjusted returns of the firms forecasting price stability application is more than that

of the significant value which affects the adjusted returns of the firms not forecasting price stability application.

As a result the leader underwriters playing a role at the first public offerings of the equities and at the public offerings of the other stocks and shares have the authority to realize operations providing stability on the prices of the equities subject to public offerings within the period after the operations begin.

As well as being a price manipulation, operations providing stability are allowed for reducing the possible volatility in the stock market after the public offerings.

According to the market authorities, it has been thought that the benefits of the reduced volatility predominate the disadvantages of creating a temporary (fake) market and thus it increases the market efficiency. Consequently, a successful public offering (1) provides the necessary capital for the firm, (2) helps the firm to be liquide, (3) increases the awareness of the firm by public (4) inreases the value of the shareholders, (5) enables to determine the firm value in the best way.

Key Words : Initial Public Offering, Price Stabilization, Firm Performance, Underpricing, Analysis