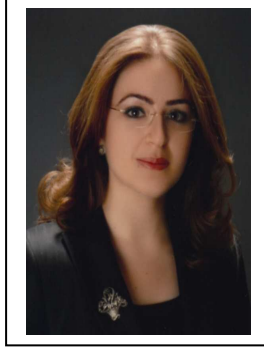




Yrd. Doç. Dr.
Mehmet Cihangir



Arş. Gör. İlkut
Elif Kandil

Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme (01.01.2003 - 30.06.2008 Dönemi)

Yrd. Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR
Arş. Gör. İlkut Elif KANDİL
Harran Üniversitesi, İİBF.

Özet

Ülkemizde 1970’li yıllardan başlayarak hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar piyasadaki diğer yatırım araçlarının üstünde getiriler elde etmişlerdir. Ancak 2000’li yılların başlarından itibaren, yaşanan finansal krizlerin de bir sonucu olarak halka arzların ikincil piyasa getirileri azalmaya başlamış ve yatırımcılar büyük kayıplar yaşamışlardır. Bunun doğal sonucu olarak halka arzlar yok denecek kadar azalmıştır. 2004 Yılına gelindiğinde makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan iyileşmelerin de etkisiyle halka arzlar yeniden başlamıştır. Yıllar itibarıyla istikrarlı olmasa da günümüzde bu arzlar çoğalarak devam etmektedir. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarının doğru biçimde saptanması son derece önemlidir. Çünkü düşük fiyat saptanması halinde “düşük fiyatlandırma olgusu” adı verilen ve yatırımcısına büyük kazançlar sağlayan ancak ihraççı firmanın aleyhine olan bir durum söz konusu olurken yüksek fiyat saptanması durumunda bu kez yatırımcıların mağduriyeti söz konusu olmaktadır. Çalışmada 2003 yılından başlayarak günümüze kadar gelen süreçte halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinde “düşük fiyatlandırma olgusu”nun varlığı, yıllar itibarıyla test edilmiştir. Söz konusu olgunun bulunduğu yıllarda bu olguyu etkileyen faktörler ve ağırlıkları istatistiksel bir yöntemle analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Halka ilk arz, düşük fiyatlandırma olgusu, borsaya yeni kote işletmeler.

Jel Sınıflaması: G11, G12.

Abstract (Testing the Low Priced Actions of New Enterprises at Their Initial Public Offering at the Stock Exchange in Turkey and an Evaluation Towards its Reasons [The Period Between 01.01.2003 and 30.06.2008])

The investors investing on stocks have been gaining more earnings than the others who have been using other investment instruments since 1970s. But as a result of financial crises the secondary earnings of IPOs’ began to decrease and the investors experienced huge costs by the 2000s. Nonetheless public offerings declined to little or no. Within 2004, by the recovery of macroeconomic indicators the public offerings restarted. Although it isn’t awfully stable, recently the public offerings go on accretely. It’s extremely important to price the IPOs fairly. Because, if it is

underpriced a situation, which is called "underpricing phenomenon" and let the investors to gain huge earnings but disadvantageous to issuers, occurs. If it is lower priced that time a damnification to investors is discussed. By this paper the existent of underpricing phenomenon of IPOs' by years from 2003 to recently was tested. And the determinants of this phenomenon and seriousness of the determinants was analysed by a statistical method.

Key Words: Initial public offering, underpricing phenomenon, companies listed initially on the stock exchange market.

Jel Classification: G11, G12.

1. Giriş

1970'li ve 1980'li yıllarda satılan hisselerine ilk altı aylık dönemde geri alım garantisi verilmesinin ve 1986'da faaliyete geçirilen İMKB'nın da iyi kazançlar getirmesinin bir sonucu olarak hisse senedi ne yatırım yapan yatırımcı sayısı artmıştır. Bu dönemde hisse senetlerinden elde edilen bu cazip karların bir sonucu olarak halka arzlara büyük talep söz konusu olmuştur. Firmalar hisse senetlerini halka arz ettiklerinde çok güçlü bir taleple karşılaşmışlardır. Bu güçlü talep halka arzlarında 1990'lı yıllarda da son derece başarılı sonuçlar alınmasına neden olmuştur. Ancak 2000'li yılların başlarında halka arzların ikincil piyasa getirileri azalmaya başlamıştır. Üst üste yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin de etkileriyle halka arz edilmiş olan çok sayıda şirket batmıştır. Bunun sonucunda hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar büyük kayıplar yaşamışlardır. Bunun doğal sonucu olarak halka arzlar azalmış 2001 yılında sadece bir yatırım ortaklığı (ki bu tür işletmeler yasal olarak halka açılmak üzere kurulurlar) halka açılmıştır. 2002 yılında ise yine bir tanesi yatırım ortaklığı olmak üzere toplam 4 firma halka açılmıştır. 2003 yılında halka açılan firma sayısı sadece ikidir. Bu dönemde uygulanmasına başlanılan istikrar tedbirlerinin makroekonomik göstergelerde ortaya çıkardığı iyileşmelerin sonucunda 2004 yılında halka arzlar yeniden başlamıştır. Bu yıl içerisinde 12 şirket halka açılmıştır. Ancak İMKB'nın yüksek oranlarda kar sağlarken halka arz edilen bu 12 şirketin ortalama getirisinin -%3 dolayında gerçekleşmesi halka arzlara olan talebin azalmasına neden olmuştur. Öyleki, dünyaca ünlü Coca-Cola İçecek A.Ş.(Türkiye)'nin halka arzı talep yetersiz-

liği yüzünden ertelenmiş, ancak bu arz beklenen kaynak tutarı değiştirilerek 2006 yılında gerçekleştirilebilmiştir. Bütün bu anlatılanların vurguladığı bir gerçek şudur ki, yatırımcı güveninin kazanılması için gerekli ortamın sağlanması ve uygun halka arz fiyatının belirlenmesi son derece önemlidir.

Halka arz; hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanabilir. Finansman, likidite ve gerek yurtiçi gerek yurt dışında tanıtım sağlama, kurumsallaşma ve ikincil halka arz olanağı gibi çok sayıda yararı bulunur. Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını (rüçhan) kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler.

Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin performansı ile ilgili yapılan çalışmalar kısa ve uzun dönem performanslarını ölçmeye yönelik olarak iki biçimde yapılmaktadır. Uluslararası düzeyde yapılan çalışmaların önemli bir kısmında halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlandığını ortaya koymuştur. "Düşük fiyatlandırma olgusu" literatürde "hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük bir fiyatla satışa sunulması" olarak bilinmektedir. Bu durum kısa dönemde, söz konusu hisse senetlerinin getirilerinin, görece diğer hisse senetlerinin getirilerinden diğer bir deyişle piyasa getirisinden fazla olması biçiminde gözlemlenmektedir. Aynı şekilde uzun dönemde de düşük fiyatlandırma olgusunun bazı arzlarda var olduğu bazılarında ise etkisini yitirdiği gözlemlenmiştir. Benzeri durum, boyutları farklı da olsa ulusal düzeyde de geçerli görülmektedir.

Firmaların halka arz ettikleri hisse senetlerinin fiyatları firmanın gerçek değerini yansıtmayabilir. Düşük fiyatlama olgusunun çok sayıda nedeni bulunmaktadır. Bunlar;

- Halka arz yoluyla elde edilmesi beklenen kaynağın büyüklüğü,
- Firmanın halka açılma oranı,
- Şirket hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başladığı süreçte piyasanın yükselme veya düşme eğiliminde olması,
- Aracı kurumların fiyatlandırma politikaları ve aracı kurumun prestiji,
- Karşılaşılan ihraç maliyetinin ihraç edilen hisse senetleri tutarına oranı¹
- Halka arz kararının verilmesiyle halka arzın gerçekleşmesi arasında geçen süre
- İhraççı firmaların halka arz öncesi, fiyat istikrarı sağlayıcı çalışmalar yapacağını halka duyurmaları.*

Farklı çalışmalar, piyasanın yükselme sürecinde olduğunda getirilerin de yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Aynı şekilde, hisse senetleri halka ilk kez arz edilen şirketlerin aracı kurumla aynı gruba ait olması veya kendi hisselerini satmaları durumunda fiyatlandırmanın bundan etkilenmeyeceği açıktır. Aracı kurumun aynı gruba ait olmaması durumunda ise aracı kurumun zorlukları söz konusudur. Fiyatı yüksek belirlemiş olsa yatırımcıların bun-

dan zarar etmeleri söz konusudur. Ayrıca ihraç yapılmaya çalışılan hisse senetlerinin yatırımcıya satılmaması nedeniyle aracı kurumun üstlenmek zorunda olduğu yüklenimleri bulunabilir. Üstelik hisse senetlerini satamayan bir aracı kurumun piyasa itibarı zedelenebilir. Bu ve benzeri nedenler aracı kurumları yüksek fiyat saptamaktan alıkoyabilir. Aracı kurumun fiyatı düşük belirlemesi durumunda ise farklı sonuçlar ortaya çıkabilir. Özellikle düşük fiyatlama yaparak kendi müşterilerinin kayırıldığı görünümünün ortaya çıkma riski vardır. Diğer önemli sonuç ihraççı firmanın sağlamak istediği fonların azalmasıdır. Ayrıca bu durum aracı kurumun düşük komisyon geliri elde etmesine ve ihraç sonrası gereksiz istikrar çabalarına neden olacaktır. Fiyatın düşük saptanarak yatırımcıların ikincil piyasada yüksek kazanımlar edinmesine olanak sağlanması gelecekte halka açılacak firmaların aracı kurumu seçmemesine dolaylı bir itibar kaybına neden olabilecektir. Bu ve benzeri durumlar aracı kurumların gerçekçi bir fiyat saptamak için büyük çaba harcamalarına ve firmaların gerçek değerini ortaya koyabilmek için, “fiyat/kazanç oranları”, “iskonto edilmiş nakit akımları analizi”, “diğer şirketlerin fiyat/kazanç oranları” ve “ciro katsayısı” gibi çok sayıda farklı yöntem kullanmalarına neden olmaktadır. Aracı kurumun prestiji de şüphesiz fiyatlamayı etkileyebilecek bir ögedir. Aracı kurumlar aracılık işlevlerini yerine getirirken, kesin alış taahhüdü de denilen “bakiyeyi yüklenim”, “kısmen bakiyeyi yüklenim” veya “en iyi gayret aracılığı” yöntemlerinden birini kullanmaktadırlar. İhraç maliyetlerinin yüksek olması da bu maliyetin fiyatlara zorunlu olarak eklenmesi biçiminde ortaya çıkabilir. Nitekim halka arz kararı ile arzın fiilen gerçekleşmesi arasında geçen sürenin uzun ya da kısa olması, beklenen konjonktürel değişimler nedeniyle fiyatlama kararını etkileyebilir. Bu sakıncalardan gerek aracı kurumun gerekse ihraççı firmanın minimum ölçüde etkilenmesi amacıyla halka ilk arz fiyatını genelde, firma ve konsorsiyum lideri birlikte belirlemektedirler. Ancak uygulamada aracı kurumların halka arz satışlarını

1 Halka arz masrafları; SPK'ya ödenen ücretler (halka arzda), aracı kurumlara ödenen ücretler, finansal faaliyet harcı, İMKB'ye ödenen ücretler ve diğer maliyet unsurlarından oluşmaktadır. (www.imkb.org.tr)

* Farklı ülkelerin sermaye piyasası yapıcılarını, düşük fiyatlamayı engellemek ve olumsuz etkilerini azaltabilmek amacıyla düzenleyici çalışmaları yapmaktadırlar. Örneğin ABD'de borsa fiyatının halka arz fiyatının altına düştüğü durumlarda arzdan hemen sonra kısıtlı sürede istikrar çalışmalarına izin verilmektedir. (Güray Küçükkocaoğlu-Alagöz) ABD'nin 1934 yılında sağladığı bu düzenlemeler ülkemizde ancak 1998-2003 yılları arasında yapılan mevzuat düzenlemeleriyle sağlanmaya çalışılmıştır. Türkiye'de toplanan kesin talebin, satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması durumunda bir takım ön koşullarla, bu talebi karşılamak için ek satış öncesi arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçmeyecek biçimde ek satışa izin verilmektedir.

garantileyebilmek ve halka arzı başarılı gösterebilmek için sıklıkla düşük fiyatlandırmayı tercih ettikleri gözlemlenmektedir. Ancak halka açılmanın doğru zamanda ve doğru fiyatlandırma ile yapılması zorunludur.

Halka arzda iki yöntem söz konusudur. Bunlardan birincisi ortak satışı da denilen mevcut payların halka satışıdır ki bu yöntemde halka arz firmaya doğrudan bir fon olarak geri dönmemektedir. Sermaye artırımını yoluyla halka arz biçiminde gerçekleşen diğer yöntemde ise eski ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak yeni hisse senedi ihraç edilmektedir ki firmalar için tercih edilen yöntem budur. Çoğu halka arzda bu iki yöntemin birlikte kullanıldığı görülmektedir. Türkiye’de halka arzlar, aracılık için SPK’dan yetki almış kuruluşlar aracılığıyla, “sabit fiyatla veya fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla halka satış”, “talep toplamaksızın halka satış” ve “borsada satış” yöntemlerinden biriyle yapılmaktadır.

2. Literatür Tarama

Halka ilk arzlarla ilgili olarak gerek Türkiye’de gerekse yurt dışında çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Bu alanda Türkiye’de yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu düşük fiyatlamaya olgusunun İMKB’de varlığını test etmeye ve bu düşük fiyatlamaya sebep olan faktörleri incelemeye yönelik çalışmalardır.

Uluslararası literatürde ilk 1975’li yıllarda yer alan bu konu Türkiye’de ilk 1991 yılında Güzelhan ve Ağar (1991)’ın çalışması ile ele alınmıştır. Ocak 1989- Mart 1991 döneminde 36 ilk halka arzı ele alan çalışmada yazarlar, %2,6’lık bir ilk gün getirisi, %9,5’lik bir ilk hafta getirisi ve %9,5’lik bir ilk ay ortalama getirisi olarak İMKB’de düşük fiyatlamaya olgusunun var olduğunu ortaya koymuşlardır.

Aydoğan ve Yıldırım (1992)², Aralık 1989- Nisan 1991 dönemi içinde ilk defa halka arz gerçekleştiren 33 işletmeyi ele

almışlar, 1. gün getirilerini %1,2, 20. gün getirilerini %-0,1 ve 100. gün getirilerini %-18 olarak bulmuşlardır (Savaşkan, 2005: 20). Halka arzın birinci gününde pozitif bir ortalama getiri elde edilmesi yine düşük fiyatlamaya olgunun varlığını doğrulamıştır.

Kıymaz (1996), 1990–1995 döneminde gerçekleştirilen imalat sektöründeki 88 ilk halka arzın ilk gün getirilerini %12,2 olarak bulmuş ve bu anormal getirinin düşük fiyatlamaya olgusunun İMKB’de varlığını bir kez daha doğruladığını ortaya koymuştur. Ayrıca bu anormal getiri oranının imalat sektörünün alt kollarına göre değiştiğini de belirtmiştir.

Kıymaz (1997), yine 1990–1995 tarihleri arasında halka ilk defa arz edilerek İMKB’de işlem görmeye başlayan 39 mali kuruluşu ait hisse senetlerinin uzun dönemdeki performanslarını ve bunu etkileyen faktörleri incelemiştir. En uzun inceleme süresi olan 30 aylık sürecin sonunda mali kuruluşların bir bütün olarak %11’lik bir anormal getiri elde ettiklerini ve bu mali kuruluşlar içinde yer alan bankalar dışındaki tüm kuruluşların da getirilerinin pozitif olduğunu tespit etmiştir.

Teker ve Ekit (2003), 2000 yılında İMKB’de halka ilk kez arzı gerçekleştiren 34 işletmeye ait hisse senetlerinin 30 günlük performansını incelemişlerdir. İlk üç gündeki anormal getirilerin sıfırdan farklı ve pozitif değerde olduğunu, ilk iki gündeki toplam anormal getirinin %11,2 olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak 30 günlük sürecin sonunda ise toplam anormal getirileri istatistiksel olarak anlamsız ve negatif değerde bulmuşlardır. Çalışmalarında ilk halka arzlarla yönelik geliştirdikleri yatırım stratejisine göre, fiyatların yükselme eğiliminde olduğu durumda halka arz yöntemlerinin hangisinin kullanıldığına önemi olmaksızın hisse senetlerinin satın alınması gerektiğini ve eğer yeni hisse senetlerinin satılması yoluyla bir sermaye artışı sağlama yöntemi kullanılmışsa 3. günün sonunda bu hisse senetlerinin satılması gerektiğini, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ya da her iki yöntemin bir arada kullanıldığı bir yöntem kullanılmışsa da hisse senetlerinin hemen

2 Bkz: Aydoğan K., Yıldırım J.; “İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı” Unpublished Study for Third İzmir Economic Congress, Bilkent Uni., Ankara

o gün satılması gerektiğini belirtmişlerdir. Fiyatların düşme eğiliminde olduğu durumda ise yine her halükarda pozitif bir anormal getirisi olan hisse senetlerinin satın alınabileceğini, yeni hisse senetlerinin satılması yoluyla bir sermaye artışı sağlama yöntemi kullanılmışsa 4. günün sonunda bu hisse senetlerinin satılması gerektiğini, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ya da her iki yönetimin bir arada kullanıldığı bir yöntem kullanılmışsa da hisse senetlerinin hemen o gün satılması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu şekildeki bir stratejinin 3 günlük süreç boyunca fiyatların yükselme eğiliminde olduğu dönemde ortalama %14,41, fiyatların düşme eğiliminde olduğu dönemde ise %16,45 oranında bir anormal getiri sağlayacağını tespit etmişlerdir.

Ayden ve Karan (2000), 1992–1995 döneminde İMKB’de ilk defa halka açılarak işlem görmeye başlayan 70 işletmenin uzun vadeli performanslarını incelemek suretiyle, İMKB’de uzun vadede de düşük fiyatlama olgusunun varlığını test etmişlerdir. bu işletmelerin halka arz sonrasındaki 36 aya kadar olan performansları ölçüldüğünde yalnız 11. ayda anormal getirilerin %90 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişler ve sonuç olarak İMKB’de uzun vadede düşük fiyatlama olgusunun söz konusu olmadığını belirtmişlerdir.

Durukan (2006), 1994–2003 döneminde İMKB’de ilk kez halka arz edilen 112 işletmeyi ele alarak yaptığı çalışmasında hisse senetlerinin birinci gün ortalama getirisini %7,5 olarak tespit etmiş, ve düşük fiyatlama olgusunun İMKB’de varlığını doğrulamıştır.

Orhan (2006), düşük fiyatlamayı kısa, orta ve uzun vadede daha iyi ortaya koymak amacıyla değişik zaman periyotlarında imalat, finans ve hizmet sektöründen ilk halka arzı gerçekleştiren 119 işletmeyi ele almıştır. Hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrası ilk 10 günlük süreci kısa dönem, 1, 2, 4 ve 6 aylık süreci orta dönem ve 1, 2 ve 3 yıllık süreçleri de uzun dönem olarak kabul etmiştir. Kısa dönemde işletmelerin oldukça dalgalı bir getiri oranlarının olduğunu, ilk ortalama getirisi ve

10 günlük sürecin sonundaki ortalama getirisi en yüksek olan sektörün enerji sektörü olduğunu belirtmiştir. Ancak İMKB’de gerçekleştirilen ilk halka arzlarında kısa dönemde düşük fiyatlama olgusunun varlığını araştırmaya yönelik yapılan birçok çalışmanın elde ettiği bulguların aksine birçok sektörde negatif getiri oranları tespit etmiştir. Orta ve uzun vadedeki getirilerin ise özellikle pazarlama sektörünün en yüksek getiri oranına ulaşması sebebiyle kısa vadeli getirilere göre daha umut verici olduğunu belirtmiştir.

Halka ilk arzlarla ilgili olarak yurt dışında da çok sayıda çalışmanın yapıldığı gözlenmiştir.

Bu anlamda halka ilk arzlar ile ilgili ilkler arasında sayılabilecek çalışmalardan biri Reilly ve Hatfield (1969)’in Aralık 1963- Haziran 1966 döneminde ilk halka arzı gerçekleştirilen 53 işletme ile yaptıkları çalışmadır. Çalışmada hisse senetlerinin hem kısa dönem hem de uzun dönem getirileri hesaplanmıştır. Kısa dönemi, arzın gerçekleştirildiği günün hemen sonrasındaki Cuma günü (1 haftalık süreç) ve hemen sonrasındaki 4. Cuma günü (1 aylık süreç) olarak tanımlamışlardır. Uzun dönem ise arzın gerçekleştirilmesinin ardından 1 yıl sonraki ilk Cuma günü olarak tanımlanmıştır. Yazarlar, birinci hafta ve birinci ay ve birinci yılın sonundaki getiri oranlarını sırasıyla %9.9, %8.7 ve %43.7 olarak bulmuşlardır. Sonuç olarak sınıdıkları, yatırımcıların ilk halka arz piyasasında kısa ya da uzun vadeli getirileri diğer piyasalardan daha yüksek olmalıdır hipotezinin doğruluğunu kanıtlamışlardır.

McDonald ve Fisher (1972), 1969 yılının ilk üç ayında halka ilk kez arzı gerçekleştiren 142 işletmenin farklı zaman süreçlerinde getirilerini hesaplamışlar ve kısa vadede artık getiri olup olmadığını test etmişlerdir. Birinci hafta, birinci ay ve birinci yıl getirilerini sırasıyla, %28.5, %34.6 ve %-3.2 olarak bulmuşlardır. Diğer birçok çalışmada olduğu gibi kısa vadede artık getirinin var olduğu, ancak uzun vadede ilk halka arzların düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ibbotson (1975), 1965-1969 arası dönemde halka ilk kez açılan 120 işletme

üzerine yaptığı çalışmasında halka arz gününden birinci ayın sonuna kadar olan dönemde ortalama getiri oranını %11,4 olarak bulmuştur.

Chalk ve Peavy (1987), 1975-1982 tarihleri arasında halka ilk kez arzı gerçekleştiren 649 işletmeyi ele alarak bir çalışma yapmışlardır. Halka arz günü toplam getiri oranını %21.67, 190 gün sonundaki ortalama getiri oranını ise %17.99 olarak bulmuşlardır. Çalışmalarında ayrıca halka ilk arz gününden arz sonrası 190 güne kadar olan süreçte artık getirilerin hemen arzın gerçekleştirildiği gün mü yoksa arz günü takip eden günlerde mi gerçekleştiğini tespit etmeye çalışmışlardır. Kendi çalışmalarından önce ilk halka arzın sadece ilk günde anormal getiri sağladığını öne süren görüşlerin aksine anormal getirinin arz gününden sonraki günlerde de belirgin olarak görüldüğünü ispatlamışlardır.

Konu ile ilgili en kapsamlı çalışma Ibbotson, Sindelar ve Ritter (1987)³ tarafından yapılan çalışmadır. 1960- 1987 döneminde halka ilk kez arz edilen 8668 hisse senedini test eden yazarlar, çalışmalarının sonucunda bir aylık ortalama getiri oranını %16.4 olarak tespit etmişlerdir (Dhatt, 1995: 15).

Aggarwal ve Rivoli (1990), 1977-1987 döneminde gerçekleştirilen 1598 ilk halka arz ile yaptıkları çalışmalarında eğer bir yatırımcı, ilk kez halka arz edilen herhangi bir hisse senedini arz gününde ve arz fiyatından satın alıp bu yatırımını bir gün sonuna kadar tutarsa, yatırımdan NASDAQ endeksindeki aynı zamanda yapılmış bir yatırıma oranla %10.67 oranında daha fazla getiri elde edeceğini belirtmişlerdir. Yaptıkları çalışmadan elde ettikleri sonuçlar, yatırım bankalarına sistematik bir düşük fiyatlamamanın sorumluluğuna karşı savunma mekanizması yaratma olanağı sağlamış, finansman yöneticilerince ilk yatırımcılara tahakkuk eden anormal getirilerin yatırım bankaları tarafından yapılan düşük fiyatlama sonucu masada bırakılan para “ money left on the table” olarak yorumlanmaması gerek-

tiğini göstermiş, yatırımcılara ise ilk halka arz edilen hisse senetlerinin kısa vadede karlı bir yatırım olduğunu fakat uzun vadede performansın daha zayıf olduğunu göstermişlerdir.

Carter ve Manaster (1990), 1979-1983 döneminde ilk kez halka açılan 501 işletme üzerinde yaptıkları çalışmada hisse senetlerinin kısa vadeli getiri oranlarını %16.79 olarak tespit ederek düşük fiyatlama olgusunu doğrulamışlardır. Çalışmalarında ayrıca, Rock (1986)'ın ilk halka arz fiyatındaki ani artışın bilgilendirilmemiş yatırımcıları üstün bilgi dolayısıyla oluşacak riske karşı koruduğu düşüncesini geliştirmeyi amaçlamışlardır. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerine bilgilendirilmiş sermayeden ne kadar çok pay katılırsa denge fiyatının da o oranda artış göstereceğini belirtmişlerdir. Çünkü bilgiye yatırım yapmak için yetersiz kaynağı olan yatırımcılar, bu kaynaklarını en riskli yatırımlar hakkında bilgiye sahip olmak için kullanacaklardır. Bilgilendirilmiş sermayenin de ilk halka arzlara doğru hareketi olası ikincil piyasa değerlerinde en geniş dağılımı sağlaması ile en büyük fiyat artışının yaşanılmasını sağlayacaktır. Fiyat artışı dolayısıyla zararlı duruma düşme olasılığı olan işletmeler de aslında düşük riskli olduklarını ispatlamak için prestijli aracı kurumlar seçerek reklâmlarını yapacaklardır. Sonuç olarak Carter ve Manaster (1990), aracı kurum prestiji ile aracı kurumların satışına aracılık ettiği ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat artışları arasında negatif yönlü bir ilişkiyi amprik bulgularla da kanıtlamışlardır.

İlk halka arzdaki düşük fiyatlama olgusu ile ilgili çalışmalar sadece Amerika ile sınırlı kalmamış diğer birçok ülkede de ele alınmıştır. Aggarwal, Leal, Hernandez (1993), çalışmalarını yaptıkları dönemde dünyanın en iyi performans gösteren üç piyasası olan Şili, Brezilya ve Meksika borsalarındaki ilk halka arzları ele almışlardır. 1980-1990 dönemi Brezilya'daki 62 ilk halka arz, 1982-1990 döneminde Şili'deki 36 ilk halka arz ve 1987-1990 dönemindeki Meksika'daki 44 ilk halka arzı inceleyen çalışmalarında kısa dönemce bu

3 Bkz: Ibbotson, R., Sindelar J.ve Ritter J.; Initial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance, Vol1,37-45, 1988

arzların ortalama getiri oranlarını sırasıyla %78,5, %16,3 ve %33,0 bulmuşlardır.

Dawson (1987), 1978-1983 yılları arasında Hong-Kong piyasasında 21, Singapur piyasasında 39 ve Malezya piyasasında 21 ilk halka arzın ilk günün sonunda piyasa getiri oranlarına göre düzeltilmiş ortalama getiri oranları sırasıyla %13,8, %39,4 ve %166,6 olarak tespit edilmiştir.

İşviçre, İsveç, İngiltere gibi birçok Avrupa ülkesinde yapılan ilk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunu araştırmak üzere farklı tarihlerdeki ve farklı örnek sayıları ile yapılan çalışmalarda elde edilen getiri oranlarının %12,0 ile %39 arasında değiştiği tespit edilmiş ve düşük fiyatlama olgusunun varlığı kabul edilmiştir (Yi,1997; 3).

Tablo 1: 2003-2008 Döneminde Halka Açılan Firma Sayısı

Yıl	Halka Açılan Firma Sayısı		
	Yat.Ort. Dışında Kalan İşletmeler	Yatırım Ortaklıkları	Toplam
2003	2	0	2
2004	10	2	12
2005	5	4	9
2006	9	6	15
2007	2	3	5
2008	1	1	2
TOPLAM	29	16	45

3. Model ve Veriler

Çalışmanın amacı, gerek uluslararası gerek ulusal düzeyde varlığı bilimsel çalışmalarla kanıtlanmış olan kısa dönem düşük fiyatlandırma olgusunun ülkemizde 2003-2008 yılları arasında halka ilk kez açılmış olan şirketlere ait hisse senetlerinde de olup-olmadığı, eğer varsa hangi nedenlerden dolayı sözkonusu olduğunun analiz edilmesidir.

Çalışmalarda genellikle, düşük fiyatlama olgusu halka arzların ilk gün ortalama getirisiyle saptanmaktadır. Bu durumda değerlendirmeler ham getiriler üzerinden yapılmaktadır. Bunun yanı sıra yapılan çoğu çalışmada başlangıç getirisi olarak ilk gün, ilk bir hafta, ilk 30 iş günü, ilk 60 iş günü, ilk 6 aylık birikimli getiriler esas alınmaktadır. Bu tür çalışmalarda piyasaya göre düzeltilmiş getiriler dikkate alınmak suretiyle değerlendirmeler yapılmaktadır.

Çalışma 01 Ocak 2003-30.06.2008 döneminde halka ilk kez arz edilen ve İMKB’de işlem görmeye başlayan 46 firmaya ait hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını incelemek amacıyla

yapılmıştır. Hisse senetlerine ilişkin veriler analiz.ibsyazilim.com, strateji.com.tr ve imkb.org.tr adlı internet sitelerinden alınmıştır.

2003-2008 döneminde halka açılan firma sayısı Tablo 1’de sunulmuştur.

Halka açılan firmaların halka açıklık oranları, sağlanan kaynak, halka arz şekilleri, halka arz fiyatı ve gerçekleşen fiyatları, aracı kurumların yüklenim şekli ile satış yöntemlerini içerir detaylı liste EK-1’e konulmuştur.

Çalışmada halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinin ilk 30 iş gününe ait performansı izleneceğinden, doğal olarak değerlendirmeler de “piyasaya göre düzeltilmiş ortalama getiri” veya “atık getiri” gibi adlar alan getiriler hesaplanarak yapılacaktır. Bu tür hesaplamalarda ya pazara ya da riske göre düzeltilmiş artık getiriler kullanıldığından⁴ bu çalışmada da pazara göre düzeltilmiş artık getiriler kullanılmıştır. Pazara göre düzeltilmiş artık getiri, sözkonusu hisse senetlerinin belirli bir

⁴ Literatürde bu alanda yapılan çalışmaların ne-redeyse tamamında bu yöntemin kullanıldığı görülmektedir.

dönemdeki pazar hareketlerine göre düzeltilmemiş getirisinden aynı dönemdeki pazar endeksi getirisinin çıkartılmasıyla bulunan değer olup aşağıdaki biçimde formüle edilmektedir:

Düzeltilmiş Artık Getiri;

$$r_t = \left[\frac{P_t P_0}{P_0} - \frac{I_t I_0}{I_0} \right] * 100$$

Formüldeki notasyonlardan;

P_t ; i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını,

P_0 ; i hisse senedinin halka ilk arz fiyatını,*

I_t ; Pazar endeksinin t günündeki kapanış fiyatını,

I_0 ; Pazar endeksinin halka arz tarihindeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Hesaplanan düzeltilmiş artık getirilerin ortalaması ise aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$A r_t = 1/n \sum_{i=1}^n r_t$$

Çalışmada pazar endeksi olarak İMKB Ulusal-100 Endeksi alınmıştır.

Bu formülün temel varsayımı hisse senetleri riskinin pazar riski olan l'e eşit olduğudur. Hesaplanan artık getiri pozitif (+) ise halka arz fiyatının düşük olarak değerlendirildiği sonucuna varılabilmektedir.

Çalışmada 01.01.2003 - 30.06.2008 tarihleri arasında gerçekleştirilen halka arzlarda düşük fiyatlandırma olgusunun var olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle halka arz edilen her bir hisse senedinin, halka arzını takip eden 30.'ncu işgününe ilişkin düzeltilmiş getirileri hesaplanmıştır. Getirilere ilişkin özet istatistikler ise aşağıya çıkartılmıştır.

Tablo 2: Kısa Dönem Düzeltilmiş Getiriler Özet İstatistikleri

Yıl	Gözlenen Hisse Sayısı	Ort. Ham Getiri (%) (I)	Anormal Değerlerden Ayıklanmış Ort. Ham Getiri	Ort. Endeks Getirisi (%) (II)	Ort. Düzeltilmiş Getiri (%) (I-II)	Anormal Değerlerden Ayıklanmış Ort. Düz. Getiri (%)*	Standart Sapma (1)	Standart Sapma (2)
2003	2	13,64	13,64	-6,24	19,88	19,88	0,023	0,43
2004	12	-18,67	-22,43	6,33	-25	-26,15	0,248	13,99
2005	9	2,62	1,95	5,17	-2,55	-3,45	0,286	6,36
2006	15	-7,87	-15,61	-4,64	-3,23	5,56	0,171	11,3
2007	5	8,06	18,12	4,73	3,33	-1,43	0,208	18,38
2008	2	-20,48	-20,48	-17,86	-2,62	-2,62	0,071	0,071

Tablo incelendiğinde görülmektedir ki, sadece 2003 döneminde halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem ortalama getirileri pozitif bir değere sahiptir. Ancak bu pozitif getirinin nedeni hisse senetlerinin fiyat artışlarından ziyade İMKB Ulusal-100 Endeksindeki düşmeden kaynaklanmıştır.

* Halka arzın birden çok fiyatla yapıldığı durumlarda halka arz fiyatı toplam hasılatın ihraç edilen hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanmıştır.

2004 yılında, halka arzedilen hisse senetleri ortalama ham getirisi negatiftir. İMKB Endeksindeki pozitif getiri nedeniyle düzeltilmiş getiri daha da düşük görünmektedir.

2005 yılında ortalama getiriler pozitif değere sahiptir. Ancak doğal olarak endeks getirisi ham getirinin üzerinde olduğundan düzeltilmiş getiriler negatif değer kazanmıştır.

2006 yılında hem ortalama ham getiri hem de İMKB Ulusal-100 Endeksi getirisi ortalama getirisi negatif değere sahiptir. Ancak 2006 yılında anormal değerlerden arındırılmış düzeltilmiş ortalama getirilerde ciddi bir artış söz konusu olmuştur. Bu verilerle, 2006 yılı içerisinde, halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinde düşük fiyatlandırma olgusunun söz konusu olduğu söylenebilir.

2007 yılı ham getirileri ve endeks getirisi pozitif değerlere sahiptir. Ancak anormal getirilerden arındırılmış düzeltilmiş getirilerin yine negatif sonuç verdiği gözükmektedir. Ancak yılbaşında 39.000 sınırlarında olan İMKB Ulusal-100 Endeksinin Ağustos ayı ortalarında 47,700 dolaylarında olması söz konusu endeksin yüksek bir getiri sağladığının göstergesidir. Düzeltilmiş getirilerin, hisse senetlerin ham getirilerinden İMKB Ulusal-100 Endeksine ait getirilerin çıkartılmasıyla bulunduğu göz önüne alındığında, halka arz edilen hisse senetlerinin getirilerinin yüksekliğinin boyutları bu yıl için dikkat çekicidir. 2007 yılında, halka arz edilen hisse senetlerinin düzeltilmiş getirileriyle piyasada mevcut diğer yatırım araçlarının getirilerinin karşılaştırılması durumunda ortaya çıkan sonuç 2007 yılında halka ilk kez açılan firmaların hisse senetlerinin, diğer yatırım araçlarına ciddi bir alternatif olabileceğidir.

2008 yılında* iki yönlü negatif getiri sözkonusu olmuştur. Bu sonuçta, 2008 yılın özellikle yurtiçinde siyasal çalkantılarla geçmekte olmasının, ABD’de ortaya çıkan mortgage krizinin ve uluslar arası düzeyde ortaya çıkan yüksek petrol ve

gıda fiyatlarının etkisinin olduğu açıktır. Nitekim yılın ikinci yarısının geçmesine karşın Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nı saymadığımızda 2008 yılında halka açılan tek şirketin olması bu kapsamda bir tedirginliğin olduğu izlenimini vermektedir.

Genel olarak 2003 – 2008 dönemi, elde edilen bulgular üzerinden değerlendirildiğinde, yani tüm dönemlerin ortalamaları alındığında 2003 ve 2006 yıllarındaki pozitif getiri dışında, halka arz edilen hisse senetleri kısa dönemde yatırımcılarına piyasa getirisinin altında bir getiri sağlamıştır. Dolayısıyla genel anlamda 2003-2008 döneminde halka ilk kez arzedilen hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmanın söz konusu olduğundan bahsedilemez.

2003 ve 2006 yıllarında görülen düşük fiyatlama olgusu nasıl açıklanacaktır. Hangi etkenler bu olgunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Düşük fiyatlamayı etkileyen faktörlerden hangisinin, bu fiyatlamayı ne oranda etkilediğinin saptanması şüphesiz yatırımcılara yatırım kararı verirken büyük ölçüde yardımcı olacaktır.

Böyle bir değerlendirme halka arz edilen hisse senetlerinin düzeltilmiş getirilerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı, düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörlerin her birinin tek tek bağımsız değişken olarak konulduğu çoklu regresyon modeliyle en küçük kareler yöntemi yardımıyla yapılabilir. Modelin çözümü ile seçilen bağımsız değişkenlerin her birinin düşük fiyatlamayı ne oranda etkilediği saptanabilir. Ayrıca toplamda tüm değişkenlerin bağımlı değişkeni etkileme gücü saptanabilir.

Çalışmada, düşük fiyatlamayı etkileyen çok sayıda faktörden yeteri kadarı modele konulacaktır. Bu faktörlerin hangileri olduğunu ve neden seçildiğini kısaca açıklayalım.

1. Firmanın aktif büyüklüğü: Büyük firmalarda belirsizliğin az olması bekleneceğinden, bu değişkenin düşük fiyatlama ile ilişkisinin de ters orantılı olması beklenmektedir.
2. Fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp-uygulanmayacağı duyurusu: Fiyat istikrarı uygulanaca-

* Çalışmada 30.06.2008 tarihine kadar yapılan halka arzlar alınmıştır.

ğının duyurulması yatırımcılar açısından belirsizliği azaltacaktır. Doğal olarak bu değişkenin de düşük fiyatlama ile ilişkisinin de ters orantılı olması gerekmektedir.

3. Sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı: Küçük boyutlu halka arzların spekülatif olabileceği beklentisi belirsizliği artıracağından ilişkinin doğrusal olması beklenir.
4. Halka arz zamanı : Halka arz fiyatının saptandığı tarih ile hissenin satışının yapıldığı ilk gün arasındaki sürede piyasa endeksinin yükselmesi ilişkinin doğrusal olmasını gerektirecektir.
5. Firmanın faaliyet süresi: Firmanın faaliyette bulunduğu sürenin uzun olması, firma hakkındaki belirsizlikleri azaltacağından orantının ters olması gerekmektedir.
6. Standart Sapma: Bu değişken yüksek ise sapmalar da yüksek demektir. Doğal olarak yüksek standart sapmalar belirsizliği artıracağından ilişkinin doğrusal olması beklenmelidir.
7. Aracılık yüklenim şekli: Aracılık yüklenim şeklinin bakiyeyi yüklenim şeklinde olması, aracı kurumları satış sonrasında kalan hisse senetlerini satın almaya zorlayacağından aracı firmalar fiyatı düşük saptamaya gayret edeceklerinden ilişkinin ters olması beklenmelidir. En iyi gayret aracılığında ise aracı kurumun bakiyeyi satın alma gibi bir zorunluluğu sözkonusu olmayacağından belirsizliğin fazla olması beklenebilir. Bu durum bu değişken ile düşük fiyatlandırma arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu gösterecektir.

Çoklu Regresyon Modeli:

$$Y = a + bX_1 + cX_2 + dX_3 + \dots + e_i$$

Y : Bağımlı değişken

X_1, X_2, X_3, \dots : Bağımsız değişkenler

a, b, c, d, ... : Katsayılar

e_i : Hata terimi

Çoklu regresyon analizi, normal dağılmış çok sayıda değişken arasında doğrusal ilişki olup olmadığını test etme olanağı sağlamaktadır. Bağımsız değişkenler tahmin, bağımlı değişken sonuç değişkenidir. Çalışmamızda düşük fiyatlandırma olgusunu gösteren ihraç edilen hisse senedinin düzeltilmiş getirisi bağımlı değişken iken, hisse senedini ihraç eden firmanın aktif büyüklüğü, halka arz öncesi fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp uygulanmayacağı duyurusu, sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı, halka arz zamanı, firmanın faaliyet süresi ve standart sapma bağımsız değişkenler olarak tanımlanmıştır.

İhraç edilen hisse senedinin düzeltilmiş bağımsız değişkenlerle tahmin etmeye çalışırken önce hipotez kurulması yararlı olacaktır. Buna göre aşağıdaki hipotezler kurulur ve sonuç gözlenmeye çalışılır.

(i) Boş Hipotez (Ho): “İhraç edilen hisse senedinin düzeltilmiş getirisi ile, hisse senedini ihraç eden firmanın aktif büyüklüğü, halka arz öncesi fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp uygulanmayacağı duyurusu, sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı, halka arz zamanı, firmanın faaliyet süresi ve standart sapması arasında doğrusal bir ilişki yoktur”

(ii) Araştırma Hipotezi (Ha): “İhraç edilen hisse senedinin düzeltilmiş getirisi ile, hisse senedini ihraç eden firmanın aktif büyüklüğü, halka arz öncesi fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp uygulanmayacağı duyurusu, sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı, halka arz zamanı, firmanın faaliyet süresi ve standart sapması arasında doğrusal bir ilişki yoktur”

– Ho: $\mu = \mu_0$

– Ha: $\mu \neq \mu_0$

Böylelikle model yukarıdaki biçimde formüle edilmiş ve çözülmüştür. Çözüm istatistikleri aşağıda gösterilmiştir.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,864	,746	,549	1785,962

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	84470783,121	7	12067254,732	3,783	,034
	Residual	28707043,938	9	3189671,549		
	Total	113177827,059	16			

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.
1	(Constant)	-1957,352	1112,600		-1,759	,112
	AKT	-9,071E-07	,000	-,368	-1,674	,128
	FIYATIST	-3544,971	1861,381	-,626	-1,904	,089
	KAYNAKTU	2,379E-05	,000	,836	2,059	,070
	ARZDONM	2107,966	651,338	,735	3,236	,010
	FAALSURE	34,304	47,698	,162	,719	,490
	STDSPM	7,173E-02	,499	,045	,144	,889
	ARACIYUK	-1232,680	686,362	-,330	-1,796	,106

a Dependent Variable: GET

Bulgular, ihraç edilen hisse senedinin düzeltilmiş getirisi ile, hisse senedini ihraç eden firmanın aktif büyüklüğü, halka arz öncesi fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp-uygulanmayacağı duyurusu, sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı, halka arz zamanı, firmanın faaliyet süresi ve standart sapması arasında pozitif (0,746) bir ilişkinin varlığını göstermektedir. t değerinden bu ilişkinin istatistiksel açıdan da anlamlı olduğu görülmektedir. ($t = 3,78$ $p = 0,34$).

Ancak bağımsız değişkenlerden sadece, hisse senetlerinin halka arz döneminde İMKB'nin durumunu belirten değişkeninin %5 güven aralığında istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Değişkenlerden dört tanesi ise bu aralığa yakın görülmektedir.

Bu sonuçla, 2003 ve 2006 yıllarında ihraç edilen hisse senetlerinin düzeltilmiş getirileri ile, hisse senedini ihraç eden

firmanın aktif büyüklüğü, halka arz öncesi fiyat istikrarını sağlayıcı tedbirlerin uygulanıp-uygulanmayacağı duyurusu, sağlanmaya çalışılan kaynak tutarı, halka arz zamanı, firmanın faaliyet süresi ve standart sapması arasında istatistiksel açıdan anlamlı pozitif doğrusal bir ilişkinin varlığından söz edilebilir ve "Boş Hipotez (Ho)" reddedilir.

4. Sonuç

Türkiye'de 1990'li yıllarda yoğun biçimde yaşanan halka arzlar, aynı dönemin sonlarına doğru yatırımcılar büyük kayıplar yaşamaları nedeniyle azalmaya başlamış ve yok denecek kadar azalmıştır. 2003 ve 2004 yılına gelindiğinde halka arzların yeniden başladığı görülmüştür. 2007 yılı halka arzların yoğun biçimde yaşandığı yıl olurken 2008 yılında bu yoğunluk yerini ciddi bir yavaşlamaya bırakmıştır. Gerek yurtiçi siyasal istikrar-

sızlıklar, gerekse uluslar arası finans piyasalarında yaşanan olumsuzlukların bunda büyük payının olduğu açıktır. Halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyatlarının doğru biçimde saptanması son derece önemlidir.

Çalışmada 2003 yılından başlayarak günümüze kadar gelen süreçte halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinde “düşük fiyatlandırma olgusu”nun varlığı yıllar itibariyle test edilmiştir. Söz konusu olgunun bulunduğu yıllarda bu olguyu etkileyen faktörler ve ağırlıkları istatistiksel bir yöntemle analiz edilmiştir.

Çalışma sonucu ülkemizde bütün olarak 2003–2008 döneminde düşük fiyatlandırma olgusundan bahsedilemeyeceğini göstermektedir. Ancak sadece 2003 ve 2006 yıllarında böyle bir olgunun varlığı gözlenmiştir.

Kabul etmek gerekir ki, hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında en önemli sorun belirsizliktir. Henüz “zayıf etkin bir piyasa” olup olmadığı tartışılan ülkemizde bu belirsizlik had safhalardadır. Özellikle siyasal istikrarın sağlandığı dönemlerde hisse senetlerine olan talep dolayısıyla halka arzlar artmaktadır. Ancak tersi bir durumda bu talepler minimuma inebilmektedir. Ülkede borsa endeksleri bir türlü istikrara kavuşmamaktadır. Bu durumun oluşumunda manipülasyon endişelerinin de etken olduğunu belirtmekte yarar sözkonusudur.

İstatistiksel olarak fiyatlandırmayı etkileyen çok sayıda değişken bulunmaktadır. Ancak bunlardan bilinen hiç biri veya bir grubu toplam olarak belirsizliği gidermeye yetmemektedir.

Özetle ilk halka arzlarda, hisse senetlerinin fiyatlandırılması son derece önemli olmasına karşın zor bir olgudur. Ülke içi ve dışındaki belirsizlikler bu işlemi zorlaştırmaktadır. Aracı firma, yatırımcı ve aracı kurumların karşılıklı menfaatlerinin de bunda etkisi büyük olabilmektedir. Bu üçlü arasında dengenin sağlanabildiği fiyat şüphesiz en iyi fiyattır. Ancak ne yapılırsa yapılsın belirsizlik en aza indirilebildiği ölçüde fiyatlandırmanın sağlıklı olabileceğine odaklanmak gerekmektedir.

Kaynakça

- AYDEN, Tolga, KARAN, Mehmet Baha; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Say.3, 87–96, 2000
- AGGARWAL, R ve RIVOLI, P.; Evaluating the Costs of Raising Capital Through An Initial Public Offering, Journal of Business Venturing, Vol 6, Is 5, 351-361, 1991
- AGGARWAL, Reena, LEAL, Ricardo, HERNANDEZ, Leonardo; The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin Amerika, Financial Management, Vol 2, 42-53, 1993
- AYDOĞAN K., Yıldırım J.; “İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı” Unpublished Study for Third İzmir Economic Congress, Bilkent Univ., Ankara
- CARTER, R.B. and MANASTER S.; “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation,” Journal of Finance, 1990
- CHALK, Andrew J., PEAVY, John W.; Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and Price Effect, Financial Analysts Journal, Vol 43, 65-69, 1987
- DHATT, Manjeet Singh; Price Surprises in Initial Public Offering Markets: A New Test of the Underpricing Phenomenon, University of Cincinnati, College of Business Administration the Department of Finance, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, 1995
- DAWSON, Steven M; Secondary Stock Performance Of Initial Public Offers, Hong-Kong, Singapore and Malaysia: 1978–1984, Journal of Business, Finance & Accounting, Vol 14 Is1, 65-76, 1987
- DURUKAN, M. Banu; “IPO Underpricing and Ownership Structure: Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, Initial Public Offerings an International Perspective, Editor Greg N. Gregoriou, 263- 279, 2006
- GÜZELHAN, Hayal, AĞAR, Mediha; İlk Halka Arzlarında Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı, İşletme ve Finans Dergisi, Kasım-Aralık, 51-59, 1991
- IBBOTSON, Roger; Price Performance of Common Stock New Issues, , Journal of Financial Economics, Vol 2, 125-153, 1975
- KIYMAZ, Halil; Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme- Finans ss 119- 143, 1996
- KIYMAZ, Halil; İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisselerinin Uzun Dönem Performansları: 1990–1995 Uygulaması, Hazine Dergisi, sayı 7, 1–18, Temmuz 1997
- KÜÇÜKKOCAOĞLU Güray ve Ayşegül Alagöz, “Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme” Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (Möдав), Cilt 8, Sayı 2, Haziran 2006.
- MCDONALD, J.G., FISHER, A.K.; New- Issue Stock Price Behavior, Journal of Finance, Vol 27 Is 1, 97-102, 1972
- ORHAN Mehmet, “Short- and long-run performance of IPOs traded on the Istanbul Stock Exchange”, Initial Public Offerings an International Perspective, Editor Greg N. Gregoriou, 45-55, 2006
- SAVAŞKAN, Ozan; Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı, Yeterlilik Etüdü, SPK, 2005
- REILLY, Frank K., HATFIELD Kenneth; Investor Experience With New Stock Issues, Financial Analysts Journal, Vol 25, Is 1, 73-80, 1969.
- TEKER, Suat, EKİT, Ömer; The Performance of IPOs in Istanbul Stock Exchange in Year 2000, Doğuş Üniversitesi Dergisi 4 (1), 2003, 117-128.
- YI, John-Hwan; Pre-Offering Earnings and he Long Run Performance of IPOs, University of Southern California, Faculty of Graduate School, Unpublished Degree of Doctor of Philosophy Dissertation, Los Angeles, California, 1997.

EK 1: Halka Açılan Şirketler ve İstatistikleri (2003-2008 Yılları)

Halka Açılan Şirketler	Halka Arz Tarihi	Borsa İle İşlem Tarihi	Halka Arz Şekli	Oran (%)	Toplam Hasılat (USD)	Halka Arz Fiyatı (TL)	Gerçekleşen Fiyat (TL)	Borsada İlk Gün Fiyatı	30 gün- kapanış	Faaliyete Başlama	
2003	Kaza Daveliye	05-07.02.2003	20.02.2003	Sermaye Artırımı	45,00	8.534.740	1,90	7.300-8.800	1,94	1,98	1985
2003	Geisan Elektrik	05-07.05.2003	14.05.2003	Sermaye Artırımı	25,23	2.717.532	1,30	3.100	1,33	1,60	1985
2004	Fenelbahçe A.Ş.	12-13-16.02.2004	20.02.2004	Ortak Satışı	15,00	30.030.087	10,50	10,500	11,07	10,20	1998
2004	İnto MKYO	02-03-04.03.2004	04.03.2004	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	99,07	7.010.197	1,16	1.160	1,41	1,55	2003
2004	Desa Deri	29-30.04.2004	06.05.2004	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	30,00	14.729.724	2,80	2.800	1,70	1,28	1982
2004	Burçelik	6-7.05.2004	17.05.2004	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	38,26	2.800.874	1,85	1.850	1,68	1,43	1968
2004	Türk Traktör	03-04.06.2004	11.06.2004	Ortak Satışı	25,00	61.950.580	8,00	8.000	6,59	5,38	1954
2004	Doğuş Otomotiv	10-11.06.2004	17.06.2004	Ortak Satışı	34,50	172.001.947	6,75	6.750	6,20	5,06	1999
2004	İndeks Bilgisayar	17-18.06.2004	24.06.2004	Sermaye Artırımı	15,34	8.170.693	4,50	4.500	4,41	4,00	1989
2004	Şeker Fır. Kr. A.Ş.	15-16.07.2004	23.07.2004	Sermaye Artırımı	15,00	2.765.641	1,40	1.400	1,27	1,21	1997
2004	PLASTIKKART	11-13.08.2004	19.08.2004	Sermaye Artırımı	28,57	8.864.935	3,20	3.200	1,89	2,85	2000
2004	Denizbank A.Ş.	23-24.09.2004	01.10.2004	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	25,00	139.529.100	2,88	2.875	2,83	2,62	1997
2004	AFM	12-13.10.2004	19.10.2004	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı birlikte.	35,01	17.468.296	14,50	14.500	4,47	3,95	1965
2004	İş Girişim YO	14-15.10.2004	22.10.2004	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	37,69	21.640	3,80	3.800	3,86	3,70	1995
2005	Tabzospor AŞ	06-07-08.04.2005	15.04.2005	Ortak Satışı	25,00	24.567.610	5,25	5,25	5,15	4,50	1994
2005	Akmekeç GYO	07-08.04.2005	15.04.2005	Ortak Satışı	49,00	201.048.218	40,00	40	44,00	40,00	1989
2005	İncitrend B Tipi MKYO	02-04.05.2005 - 03.05.2005	09.05.2005	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	99,40	4.038.004	1,12	1,12	1,06	1,26	2004
2005	Erg YO	04-06.07.2005 - 04.07.2005	11.07.2005	Ortak Satışı	99,00	2.139.394	1,04	1,04	1,17	1,15	2005
2005	BİM	06-08.07.2005	15.07.2005	Ortak Satışı	43,13	214.186.635	26,60	26,60	28,25	28,75	1995
2005	Anel Telekomünikasyon	02-05-06.09.2005	13.09.2005	Sermaye Artırımı	40,91	25.104.415	3,74	3,74	1,90	1,96	2003
2005	Hedef MKYO	29-09-13.10.2005 - 29.09.2005	06.10.2005	Ortak Satışı	50,00	1.023.370	1,10	1,10	1,13	1,08	2005
2005	T.Yakıllar Bankası	09-10-11.11.2005	18.11.2005	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	25,18	1.269.091.122	5,30	5,13	6,00	8,45	1954
2005	Mart Gıda	24-25.11.2005	16.12.2005	Sermaye Artışı	25,00	2.765.487	3,00	3 YTL	2,12	2,90	2000
2006	Reysaş Tasımaçılık	02-03.02.2006	10.02.2006	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	34,50	52.221.297	4,00	4,00	4,84	5,45	1989
2006	Datagate Bilgisayar	02-03.02.2006	10.02.2006	Sermaye Artırımı	30,30	5.297.813	3,50	3,5	4,22	5,20	1992
2006	Vesiel A.Ş.	11-12.04.2006	21.04.2006	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	31,50	143.545.120	3,20	3,20	3,20	2,30	1997
2006	Sarıpık Eczacı	19-21.04.2006	26.04.2006	Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	20,01	181.845.377	5,30	5,35	6,50	5,90	1958

2006	Asya Katılım Bankası	03.05.05.2006	12.05.2006	Sermaye Artırımı, (Ek satış- Ortak Satış)	23,00	183.259.979	3,50	3,50	4,26	3,26	1996
2006	Coca-Cola A.Ş.	03.05.05.2006	12.05.2006	Ortak Satış	23,18	318.308.697	7,50	7,25	8,05	6,95	1986
2006	Başkent MKYO	17-18-22.05.2006	26.05.2006	Ortak Satış	50,00	948.161	1,05	1,05	1,04	0,82	2006
2006	Metro MKY.O.	22-23.05.2006	02.06.2006	Ortak Satış	90,00	1.881.894	1,05	1,05	1,21	0,82	2006
2006	Taksim YO	24-25-26.05.2006	02.06.2006	Ortak Satış	98,63	2.060.398	1,08	1,08	1,26	0,86	2006
2006	Armada Bilgisayar	08-09.06.2006	15.06.2006	Sermaye Artırımı	30,00	5.785.921	3,00	3	2,80	1,70	1993
2006	Silverline	19-20-21.06.2006	23.06.2006	Sermaye Artırımı	36,80	12.584.072	2,86	2,86	2,52	1,91	1994
2006	Euro MKYO	07-08.06.2006	26.06.2006	Ortak Satış	98,99	2.282.424	1,00	1,00	1,13	0,88	2007
2006	Taçiler YO	29-30.06-03.07.2006	10.07.2006	Ortak Satış	85,00	2.889.975	1,00	1,00	1,07	0,87	2006
2006	Karel Elektronik	12-13.10.2006	20.10.2006	Sermaye Artırımı/Ortak Satış	30,96	16.573.529	4,36	4,36	4,28	3,74	1986
2006	Mabas B Tipi MKYO	29-30.11/01.12.2006	08.12.2006	Ortak Satış	51,00	1.036.866	1,00	1,00	0,99	1,08	2006
2007	TAV Holding A.Ş.	15-16.02.2007	23.02.2007	Sermaye Artırımı/Ortak Satış	18,40	322.356.047	9,50	10,30	10,30	11,80	1997
2007	Sağlam GYO	22-23.02.2007	02.03.2007	Sermaye Artırımı	50,00	5.595.930	1,10	1,6	1,56	1,52	2005
2007	Oyak YO	25-26-27.04.2007	04.05.2007	Ortak Satış	100,00	8.308.740	1,10	1,06	1,06	0,95	1984
2007	Merkez B Tipi MKYO	16-17-18 Nisan 2007	04.05.2007	Ortak Satış	98,83	2.430.256	1,10	1,03	1,03	0,85	2007
2007	T.Halk Bankası A.Ş.	2-3-4 Mayıs 2007	10.05.2007	Ortak Satış	24,98	1.837.006.085	8,00	8,90	8,90	8,10	1933
2007	İş Yatırım A.Ş.	10-11 Mayıs 2007	18.05.2007	Sermaye Artırımı, Ortak Satış	29,73	74.209.184	2,80	3,2	3,20	2,78	1929
2007	Sirpas GYO	14-15.06.2007	22.06.2007	Sermaye artırımı	49,00	384.250.905	7,60	7,45	7,45	6,85	2007
2007	Albaraka Türk	20-22.06.2007	29.06.2007	Sermaye Artırımı, Ortak Satış	20,57	173.395.937	4,10	4,96	4,96	4,96	1983
2007	Tekfen Holding A.Ş.	14-16.11.2007	23.11.2007	Sermaye Artırımı, Ortak Satış	34,50	392	5,70	6	6	6,95	1956
2008	Türk Telekom. A.Ş.	7-8-9.05.2008	15.05.2008	Ortak Satış	15,00	1.873.081.209	4,60	4,62	4,62	3,82	1840
2008	Euro Trend YO	16-17-18.04.2008	15.05.2008	Ortak Satış	99,00	3.753.125	1,00	1,2	1,2	0,76	2008