

HİSSE SENETLERİNİN İLK HALKA ARZINDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMA

Dr. Berna KOCAMAN*

GİRİŞ

Finans literatüründe hisse senetlerinin ilk halka arzları sırasında pazar değerlerinin altında fiyatlandırıldıklarını (underpricing), dolayısıyla kısa vadede pozitif ortalama üstü getiriler sağladıklarını gösteren pek çok çalışma vardır. (Tiniç, Barry ve Jennings, Drake ve Vetsuypens, Aggarwal, Leal ve Hernandez). Özellikle ABD'nde ve dünyanın birçok ülkesinde (Perotti ve Güney) ilk halka arzları sırasında hisse senetlerini alabilecek kadar şanslı olan yatırımcıların kısa vadede olağanüstü getiriler elde ettikleri olgusunu inceleyen bu ampirik çalışmaların (Miller ve Reilly) ortaya koyduğu sonuçlar; ilk halka arzlarıdaki pazar etkinliğinin incelenmesine yol açmaktadır.

Yatırımcılar, halka açılmayı yüklenen kurumlar (underwriters), finans yöneticileri ve gelecekte halka açılmayı planlayan şirketler, pazar değerinin altında fiyatlandırma olgusuyla yakından ilgilenmektedirler.

* Bilkent Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Y.O. Öğretim Üyesi

70'li yıllarda çalışmalar düşük fiyatlamının varlığı üzerinde yoğunlaşırken (Ibbotson, Ibbotson ve Jaffe, Logue, Mc Donald ve Fischer), 80'li yıllarda düşük fiyatlamının nedenleri inceleme konusu olmuştur (Ritter, Rock). Birçok çalışmanın sonuçları aynı zamanda etkin pazar hipoteziyle ilgili çıkarımlara da yer vermektedir. İlk halka arzlardan bir hafta veya bir ay sonra, düşük fiyatlandırılmış hisselerin fiyatlarının dengelenerek bu tarihten itibaren alıcılara fazla getiri sağlamamaları genel olarak etkin pazar hipoteziyle uyumlu bulunmuştur.¹

Ibbotson ve Jaffe ile Ritter'in çalışmalarına baktığımızda, özellikle bazı zaman aralıklarında düşük fiyatlamının diğer periyotlara göre daha fazla olduğu göze çarpmaktadır.

90'lı yıllarda yapılan çalışmalarda ise, daha çok ilgilenilen zaman aralığının daraltılarak (Barry ve Jennings, Schultz ve Zaman), halka arzın ilk günündeki performans (Barry ve Jennings) ve ilk üç günündeki performans gibi (Schultz ve Zaman) kısa periyotların incelendiği görülmektedir.

DÜŞÜK FİYATLAMA İLE İLGİLİ TEORİLER

Tiniç² "İlk Halka Arzlar"la (initial public offerings) ilgili araştırmaları dört gruba ayırarak incelemektedir. Tiniç'in sınıflandırmasına göre; düşük fiyatlama ile ilgili teoriler:

1. Riskten çekinen yüklenici (risk-averse underwriter) varsayımı
2. Tek alıcı erki (monopsony-power) varsayımı
3. Spekülatif balon (bubble) varsayımı
4. Asimetrik bilgi varsayımı

olarak gruplandırılabilir.

Tiniç³; riskten çekinen yüklenicilerin, yüklenim maliyetlerini ve risklerini azaltmak için düşük fiyatlama yapmalarını, diğer bir

¹ Miller Robert E., Reilly Frank K. s.33

² Tiniç, Seha, s.790

³ ibid s.791

deyişle halka satılacak hisse senetlerinin yanlış fiyatlama nedeniyle satılamama riskine karşılık fiyatı düşük tuttukları açıklamasını anlamlı bulmamaktadır. Çünkü günümüz koşullarında halka arz edilmek istenen hisse senedi sayısından daha fazla talep toplamak ve muhtemel alıcıların miktarını saptamak mümkündür. *Tiniç*⁴, Ritter'in araştırmasının sonuçlarının da riskten çekinen yüklenici varsayımı ile uyumlu olmadığını belirtmektedir. *Ritter*'e göre; düşük fiyatlama, yatırımcı bankerlerin küçük, spekülâtif firmaların hisse senetlerinin halka arzlarını yüklenirken "tek alıcı erki"ne sahip olmalarının bir sonucu olabilir.⁵ Ritter, "İlk Halka Arzlar Pazarı"nın bölümlere ayrıldığını (segmented); önde gelen yüklenicilerin, pazara yeni giren firmaların az miktarlardaki halka açılmalarını yüklenmeyi muhtemelen ünlerini tehlikeye atmamak için genellikle reddettiklerini belirterek, bu tip firmaların halka açılmaları sırasında bazı açıklanmayan nedenlerle yüklenicilerin daha fazla pazarlık gücüne sahip olduklarını ileri sürmektedir.⁶

Kısaca belirtmek gerekirse, "monopsony" varsayımına göre yükleniciler; düşük fiyatlandıkları hisselerin halka arzı sırasında kârların bir kısmını dolaylı olarak fiyat kırma yoluyla kendilerine alkoymaktadırlar.⁷

Tiniç, çalışmasında yatırımcı bankerlerin kurumsal müşterilerinden elde ettikleri aracı komisyonları ile bu müşterilerine sattıkları, düşük fiyatlandırılarak halka arz edilmiş hisse senetleri arasında bir bağ olmadığını göstermektedir.⁸

Tiniç'e göre⁹; düşük fiyatlandırmanın "tek alıcı" varsayımına dayandırılarak açıklanması, öncelikle itibarlı yatırımcı bankerlerin bazı halka açılmaları için reddettiklerini izah edememektedir. İkinci olarak, pazar bölümlenme (market segmentation) ortada yeni işletmeleri halka açmak için rekabet edecek yeterli sayıda yüklenici varken aday

yükümlenicilere gerekli tek alıcı erkini sağlayamaz. Halka açılmanın yüklenilmesi rekabete açık bir iştir. Üçüncü olarak, tek alıcı erki hipotezine göre hisse senedi çıkarıcılar (issuers) ya cahil veya akılsızdır. Her nasılsa bu işletmeler, daha önce hisse senetlerini tam değerinde (fully) fiyatlayarak halka açan aracı ve yatırım bankerlerinin deneyimlerinden hiçbir şey öğrenememişlerdir. Gerçekte pazara yeni giren tüm küçük firmaların halka ilk arzlarında düşük fiyatlanmadığını önemle belirtmek gerekir. Savaş sonrası dönemde (ABD'nde, BK) çok tanınmamış* (non-ranked) yüklenici yatırım bankerleri tarafından halka arz edilen hisse senetlerinin yaklaşık %30'unun tam değerinde veya değerinin üzerinde fiyatlandığı görülmektedir.¹⁰

"Spekülâtif balon (bubble)" varsayımına göre ise; ekonomideki genel gidiş uygun olarak fiyatların aşırı şiştiği dönemlerde, halka ilk arz edilen hisse senetlerinin piyasanın etkisiyle fazla getiriler elde ettikleri ileri sürülmektedir. *Tiniç*¹¹ eğer bu varsayım geçerliyse halka arz edildiği sırada fiyatları şişerek pozitif fazla getiri elde eden bu hisse senetlerinin bir zaman sonra balonun patlamasıyla negatif getiriler elde etmelerinin bekleneceğini; oysa bunu doğrulayan herhangi bir ampirik kanıt olmadığını belirtmektedir.¹²

Baron, modelinde yatırımcı bankerlerin, çıkarıcılardan (issuers) daha fazla bilgi sahibi olduklarını varsaymaktadır. Eğer aracılar hisse senetlerinin piyasadaki denge fiyatlarından emin değillerse, fiyatlama kararını sermaye piyasaları hakkında kendilerinden daha fazla bilgi sahibi olan yüklenicilere (underwriter) bırakabilmektedirler. Böylece fiyatlama kararını veren yükleniciye, sahip olduğu bilginin karşılığında, düşük fiyatlama yoluyla bir miktar fazla getiri elde etme imkanı tanınmaktadır. *Baron* çalışmasında; düşük fiyatlamadan doğan bu kâr oranının, çıkarıcıların pazar talebinden

4. ibid.

5. ibid.

6. ibid.

7. ibid.

8. ibid s.796

9. ibid s.792

* *Tiniç* yüklenici yatırım bankerlerini (underwriter investment bankers), ranked ve non-ranked olarak iki grupta incelemektedir Bkz. *Tiniç*, s.804.

10. ibid s..792

11. ibid

12. Ritter, "spekülâtif balon" hipotezini test ederek; fazlasıyla spekülâtif, küçük halka arzlarda bile bu varsayımı destekleyecek bir kanıt bulamamıştır (*Tiniç* s.792; Ritter s.237).

emin olmaması ile doğru orantılı olduğunun göstermiştir.¹³

Buna karşılık *Muscarella* ve *Vetsuypens*'in çalışmaları, Baron'un savını desteklememektedir. Yazarlar kendi hisselerini halka arzeden firmaların hisse senetlerinin, farklı yükleniciler tarafından halka arzedilenlerden anlamlı miktarda düşük fiyatlandırıldıkları sonucuna varmışlardır.¹⁴

“Asimetrik bilgi” varsayımı savunucularından *Rock*'a göre, bilgi farklılığı çıkarıcılarla (issuers) bunların yatırım bankacıları arasında değildir. Pazarda iki grup potansiyel yatırımcı vardır. Birinci grupta yer alan muhtemel yatırımcılar; yeni çıkacak hissenin çıktığı fiyatın üstünde prim yapacağını bekleyen, bilgilendirilmiş kimselerdir. İkinci gruptaki bilgilendirilmemiş yatırımcılar ise, halka arza edilen her yeni hisseyi ayırt etmeksizin almaktadırlar. *Rock*'a göre; ikinci grup yatırımcıları pazarda tutabilmek için yatırımcı bankerler bir miktar kârı sistematik düşük fiyatlama yoluyla, bilgilendirilmemiş yatırımcılara bırakmaktadırlar. Böylece ikinci grup yatırımcılar, yüksek fiyatlandırılmış hisselerden doğan kayıplarını kapatabilmektedirler.¹⁵

Rock'un modeli *Koh* ve *Walter* tarafından test edilerek desteklenmiştir.

Tiniç ise; yüklenicilerin prestijlerini sürdürmek ve muhtemel müşterileri pazarda tutmak için düşük fiyatlama yaptıkları varsayımını zayıf bularak, düşük fiyatlama olgusunun başka bir izahı olması gerektiğini belirtmektedir.

Tiniç'in literatürde ilk kez kendisi tarafından ampirik olarak sınanan savı¹⁶ ise; düşük fiyatlamının dava açma riskine karşı bir sigorta işlevi gördüğüdür.

ABD'nde 1933 yılında yürürlüğe giren “Kıymetli Evrak Yasası (Securities Act of 1933) ile, hisse senedi arzı sırasında yanlış bilgilendirme veya arz (çıkartım) sırasında beyanı ihmal edilmiş herhangi bir belge nedeniyle oluşabilecek her türlü zarara karşı dava açma hakkı ile korunan muhtemel yatırımcılar, kendilerine sağlanan yüksek ilk arz getirileri sayesinde bu haklarını kullanmaktan vazgeçebilirler.¹⁷

Ayrıca sözü edilen bu Yasa, maksimum telafi edilebilir zararı halka arz fiyatı ile sınırladığı için; düşük fiyatlama yükümlencisinin tazmin edeceği zararı belirlemede de etkili olmaktadır.¹⁸

*Tiniç*¹⁹ ayrıca; bu savına bağlı olarak, “gizli sigorta” (implicit-insurance) varsayımı altında:

a) Yeni hisse senedi arzında deneyimli ve yasa gereği basiretli bir işadamı (due-diligence) olarak yapması gereken incelemeleri daha iyi yerine getirebilecek yüklenicilerin, daha az deneyimli, daha az becerikli yüklenicilere göre hisse senetlerini daha değerine yakın fiyatladıklarını;

b) Küçük ve riskli firmaların halka açılmaları sırasında, yasal zorunluluklarla karşı karşıya gelme olasılığı düşük firmalara göre masaya daha fazla para bırakma eğiliminde olduklarını;

c) Şöhretlerine zarar (halel) gelmesinin bedeli nispeten yüksek olan yatırımcı bankerlerin, kendileri için alışılmış dikkatli araştırmalarının çok pahalı veya çok zor olacağını düşündükleri küçük, fazlasıyla spekülatif hisse senetlerini çıkarmaktan kaçındıklarını;

d) Genellikle çok miktarda, spekülatif yeni firmanın özkaynak bulmak amacıyla halka açıldığı belli dönemlerde, daha az isim yapmış

¹³ *Baron* s.972

¹⁴ *Muscarella* ve *Vetsuypens* s.133

¹⁵ *Rock* s.187-212

¹⁶ *Tiniç* s.790; *Drake* ve *Vetsuypens* s.66

¹⁷ *Tiniç* s.798-800

¹⁸ *ibid*

¹⁹ *ibid* s.802

yatırımcı bankerlerin toplam pazar paylarının anlamlı bir biçimde arttığını test etmektedir.

Tiniç'in temel test edilebilir (sınanabilir) sigorta hipotezine göre; 1933 Kıymetli Evrak Yasası'nın kabulünden sonra çıkarılan yeni hisselerin, bu Yasa'dan önce çıkarılan yeni hisselerle göre daha yüksek anormal başlangıç getirilerine sahip olması gerekmektedir.²⁰ Yasa öncesi yeni hisseler örneği için 1923-30 yılları arasında 49 değişik yatırım bankerleri tarafından çıkarılmış 70 hisse senedinin, Yasa sonrası örneği için ise 1966-71 yılları arasında 67 değişik banker firması tarafından arz edilen 134 yeni hisse senedinin arz tarihinden itibaren bir haftalık ve bir aylık performansları incelenmiştir. Pazar endeksi olarak Standart ve Poor'un composite Index'i seçilmiştir. Bütün hisse senetlerinin katsayıları 1 olarak varsayılmıştır. Yatırımcı bankerler ranked ve non-ranked olarak, deneyim ve araştırma yeteneklerine göre ikiye ayrılmıştır.²¹

Tiniç ampirik çalışmasının bulgularına göre; temel hipotezinin doğrulandığı; düşük fiyatlamamanın yasal zorunluluklar karşısında bir sigorta işlevi gördüğü sonucuna varmaktadır.²²

Drake ve Vetsuypens çalışmalarında; düşük fiyatlamamanın yasal sorumluluğa karşı bir sigorta işlevi gördüğü savını, bu kez 1933 tarihli Federal Kıymetli Evrak Yasası'nın kabulünden sonra, halka arz sırasında yanlış bilgi vermekten 1969-1990 yılları arasında dava edilmiş 93 firmanın halka arzını inceleyerek test ettiler (sınadılar).²³ Böyle bir örnek seçmenlerinin iki nedeni vardı:

1. Bu örnek, halka arzlar sırasında dava edilme riskinin doğasına doğrudan bakışı sağlayacaktır;

2. Düşük fiyatlama ve dava edilme riski arasındaki ilişkinin incelenmesi için bu örnek, alternatif bir veri seti oluşturmaktadır.

Yazarlar bu çalışmalarında, Tiniç'in ampirik bulgularını eleştirerek; "yasal sorumluluğa karşı sigorta" hipotezinin aksini göstermeye çalışmaktadırlar. Karşı savlarına ilk olarak örnek seçimini eleştirmekle başlayan

²⁰ ibid s.803

²¹ ibid s.804

²² ibid s.804-819

²³ Drake ve Vetsuypens s.64

Drake ve Vetsuypens, kendi örneklerinin daha anlamlı olduğunu; ayrıca Tiniç'in "sıcak" halka arz yılı olan 1968'i seçmesini isabetli bulmadıklarını belirtmektedirler.²⁴

Yazarlar, Tiniç'ten farklı bir şekilde örnekleme yaparak "yasal sorumluluğa karşı sigorta" savını test eden Simon'un çalışmasını da sonuçlarının genelleştirilememesi açısından eleştirmektedirler.²⁵ Drake ve Vetsuypens'e göre; çalışmasında, yalnızca çok büyük kayıplara neden olan (en az 20 milyon dolar) aracı kurumların dava edildiğini; dolayısıyla küçük miktardaki halka arzların daha az dava edilme riski taşıdığını ortaya koyan Alexander'in sonuçları da, nispeten daha büyük belirsizlikle karşı karşıya olan küçük firmaların dava edilme riskinin daha fazla olduğunu ileri süren Tiniç'in savıyla çelişmektedir.²⁶

Drake ve Vetsuypens'in bulguları, "dava edilmeyi önleme" savıyla iki noktada çelişmektedir. Birincisi, ilk halka arz gününde düşük fiyatlamadan sağlanan fazla getiriler daha sonraki yasal sorumluluğu azaltıcı etki yapmamaktadırlar. İkincisi de nispeten düşük olan dava edilme olasılığına karşı düşük fiyatlamamanın pahalı bir sigorta olmasıdır.²⁷

Sonuç olarak; Drake ve Vetsuypens, ilk halka arzlardaki düşük fiyatlanmanın "dava edilmeyi önlemek" için yeterli şart olmadığı gibi çok etkin bir yol olarak da görünmediği kanısına varmaktadır. Bu sonucun; ABD'ninkinden daha az yatırımcıyı koruyucu yasaları olan diğer ülkelerde de halka ilk arzlardaki düşük fiyatlama olgusu ile desteklendiğini belirtmektedirler.²⁸

Kanımızca, Tiniç ve Drake-Vetsuypens aynı olgunun farklı açılardan görüntülerini almaktadırlar. Hemen her ülkede, ABD'ndeki kadar sıkı olmasa da yatırımcıları koruyan yasal önlemler vardır.²⁹ Bunun yanında yine hemen her ülkedeki aracı kurumlar da prestij kaybetmekten çekinirler. Düşük fiyatlama olgusu belki yalnızca "yasal sorumluluğa karşı

²⁴ ibid

²⁵ ibid

²⁶ ibid

²⁷ ibid s.71

²⁸ ibid s.72

²⁹ Türkiye'deki yasal sınırlamalar için bkz. Sermaye Piyasası Kanunu m.7/II

sigorta" savıyla açıklanamaz, fakat bu sav da "düşük fiyatlamamanın nedeni nedir?" sorusunun yanıtlarından biridir.

Barry ve Jennigs düşük fiyatlamamanın nedenini araştırırken, incelenen zamanı halka ilk arz günü ile sınırlandırıp, birinci gün elde edilen bu fazla getiriden kimin yararlandığını anlamaya çalışmaktadırlar.³⁰ Sonuç olarak; ilk halka arz sırasında; *yalnızca hisse senetlerini pazara çıkmadan aracı kurumdan alanların*, hisse senetlerinin pazara çıktığı gün açılış işlemiyle mükafatlandırılarak, düşük fiyatlamadan yararlandırıldıklarını göstermektedirler.³¹

Schultz ve Zaman halka arzın ilk üç gününde yüklenici (underwriter) ve diğer piyasa düzenleyicilerin alımlarını inceleyerek, *destek alımlarının* varlığını ortaya koymaktadırlar.³² Bu alımlar iki bakımdan önemlidir. Birincisi; hisse senetlerinin niçin düşük fiyatlandırıldığına dolaylı bir kanıt oluşturabilir. İkincisi de yüklenicinin halka ilk arzlardaki rolünün tam olarak belirlenmesine olanak sağlar.³³

Schultz ve Zaman, destek alımlarının ani düşüşleri önlediğini ve alım emirlerinin geri çekilmesine engel olduğunu belirtmektedirler. Prestij kaybetmek istemeyen yükleniciler *destekleme alımlarıyla* çıkarmış oldukları bu hisse senetlerini bir anlamda tekeffül (garanti) etmektedirler. Sonuç olarak; *Tiniç*'in de belirttiği gibi, "destekleme alımları" yasal sorumluluğu en aza indirir.³⁴

"Destek alımları"nın en temel nedeni, hisse senedinin fiyatını belli bir noktada sabitleştirme isteğidir. Bunun için iki yol denenmektedir. Birinci seçenek, hisse senedi arzını azaltmak, yani pazara daha az hisse senedi çıkartmaktır. İkinci yöntem ise, yükleniciler halka yeni sunulan bu hisse senedinin fiyatını, daha sonra tekrar satmak için destek alımları yaparak geçici olarak yükseltmektedirler. Eğer hisse senedinin uzun dönem talep eğrisinin aşağı

³⁰ Barry ve Jennigs s.54

³¹ ibid s.62

³² Schultz ve Zaman s.199

³³ ibid s.200

³⁴ ibid s.203. Schultz ve Zaman da, Drake ve Vetsuypens'in düşük fiyatlandırılmış hisseleri alanlar ile yüksek fiyatlandırılmış hisseleri alanlar arasında dava etme bakımından bir fark olmadığı sonucuna ulaştıklarını belirtmektedirler.

doğru eğilimli olacağı tahmin ediliyorsa, *arzu sınırlamak*, yüklenicilerin hisse senedinin fiyatında kalıcı bir değişiklik yapmasını sağlar. Fiyatı sabitleştirmek; kısa vadeli fiyat düşüşlerini yumuşatır, hafifletir veya önler. Aynı zamanda, kamu oyunu hisse senedinin yüksek fiyatlandırılmadığına da inandırabilir.³⁵

Schultz ve Zaman inceledikleri örneklemedeki ilk halka arzların ilk günlük getirilerinin açılıştan itibaren ilk on dakika içinde gerçekleştiğini buldular. Yüklenicilerin pazara çıkan hisse senetlerini desteklediklerini ampirik olarak test ettiler (sınadılar).

Schultz ve Zaman'ın yöntemi (metodolojisi) tartışmaya açık olmakla birlikte, böyle bir desteğin varlığını sınamaları, kanımızca pazar etkinliği araştırmaları ve düşük fiyatlama konusunda önemli bir çalışmadır. Ayrıca halka ilk arzlarda, getirilerin açılıştan itibaren ilk on dakika içinde gerçekleştiği bulgusu *Barry ve Jennigs*'in bulgularıyla da uyumludur.³⁶

Literatürde; düşük fiyatlama olgusunu değişik yönleriyle açıklamaya çalışan pek çok araştırma vardır. Her araştırma kendi ampirik tutarlılığı içinde konunun en azından bir yönüne açıklık getirmekte veya kendisinden önce aynı konuda yapılan çalışmayı olumlayarak (doğrulayarak) pekiştirmekte; bazen de tam aksi yönde bir sonuca ulaşmaktadır. Düşük fiyatlama hali hazırda "etkin pazar" hipotezinin tam anlamıyla işlemesinde bir engel teşkil ediyor gibi görünmektedir. Yine de "düşük fiyatlamamanın varlığı" konusunda uluslararası literatürde görüş birliğine varılması; bu olgunun nedenlerinin de yakın gelecekte tam olarak ortaya konulabileceği doğrultusunda umutlar içermektedir.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA "DÜŞÜK FIYATLANDIRMA"YA İLİŞKİN BAZI GÖZLEM VE DEĞERLENDİRMELER

Aşağıda 1993 ve 1994 yıllarında "ilk halka arzlardaki" fiyat performansı (dolayısıyla "düşük fiyatlandırma") üzerine bazı gözlem ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Zaten İMKB gibi henüz geçmişi kısa olan bir Borsada kesin çıkarsamalar yapmak son derece güçtür ve yanıltıcı olabilir.

³⁵ ibid s.204

³⁶ Barry ve Jennigs s.62

1993 yılı Körfez Savaşı'ndan sonraki uzun durgunluk döneminin ardından Borsa'nın sıçrama yaptığı bir yıl olmuştur. (%416'lık ortalama getiri). Diğer taraftan 1993 yılı, halka açılmaların da yoğun şekilde yaşandığı bir yıldır. 1994 yılı ise, -1993'ün aksine- Borsa'nın bir önceki yılda kazandığını geri aldığı bir yıl olmuştur. Her ne kadar Bileşik Endeks yıllık 5469 puanlık (%25) bir artışı ifade ediyorsa da, dolar bazında kaybettirmiştir. Buna karşın, 1994 yılında da -özellikle yılın ikinci yarısından sonra- yoğun bir halka arz olayı yaşanmıştır.

Yine "ilk hafta"da sağlanan getirilerin yüksek olduğu, adeta yıllık getirinin büyük bir kısmının bu dönemde sağlandığı gözlenmektedir. Ancak ilk haftadaki işlem hacimlerinin de çok dar olduğu, bir kısım hisselerin bir kaç lotluk işlem adediyle yüksek getiriler sağladıkları görülmektedir. Bu durum, halka açılmada izlenen

TABLO 1: YENİ ÇIKAN HİSSELERİN BORSA'DA İŞLEM GÖRDÜĞÜ İLK HAFTADAKİ GETİRİ ORANLARI VE İŞLEM ADEDİ (1993)

Hisse Adı	Hafta Başı	Kapanış Fiyatı	Hafta Sonu	Kapanış Fiyatı	Haftalık Getiri %	Yıllık Getiri %	İşlem Adedi
Aksu	15.11.93	8300	19.11.93	9600	15.66	6.02	7908800
Aktaş Elektrik	07.06.93	6600	11.06.93	9900	50	824	35000
Aktif Finans	21.12.93	7700	24.12.93	11500	49.35	127.27	12000
Anadolulu Sigorta*	25.10.93	12500	27.10.93	11750	-6	108.33	1283200
Doğan Holding	21.06.93	5800	25.06.93	8700	50	650	43000
Ege Profil	13.12.93	12250	17.12.93	18250	48.97	71.42	5000
Emsan	08.11.93	7200	12.11.93	10700	48.61	143.05	2664000
Facto Finans*	25.10.93	7700	27.10.93	9400	22.08	198.70	58000
Finans Fin. Kir.	05.10.93	4950	08.10.93	5800	17.17	87.87	6372000
Koniteks	03.08.93	3050	06.08.93	4150	36.06	218	4000
Milliyet	27.09.93	28500	01.01.93	38500	35.08	26.31	6000
Netaş	15.03.93	8250	19.03.93	7700	-6.66	500	
Raks	09.08.93	3900	13.08.93	3800	-2.56	278.20	3869000
Tat Konserve	09.08.93	8300	13.08.93	11500	38.55	201.20	3220000
Usaş*	25.10.93	35500	27.10.93	43500	22.53	233.94	1700400

* Bayram tatili nedeniyle borsa haftası kısa sürmüştür (3 gün).

Yukarıdaki tabloda; 1993 yılında "ilk halka arzlar"ın yüksek getiriler sağladığı, hatta bir kısım hisselerin yıllık getirilerinin İMKB ortalamasının üzerinde olduğu gözlenmektedir. Bu durum, Kamu Ortaklığı İdaresi (KOİ) tarafından halka arz edilen Netaş (%500) ve Usaş (%223,94) hisselerinde daha belirgindir.³⁷

yöntem ve fiyatlandırma konusunda bazı soruları gündeme getirmekte ve gözlenen hareketliliğin "spekülatif" olduğu yönünde kuşkulara neden olmaktadır.

³⁷ 1989-1991 Mart döneminde halka açılan hisseler bakımından daha farklı bir değerlendirme için bkz. *Güzelhan/Ağar*, s.56 ve 59. Güzelhan/Ağar, anılan dönemde KOİ tarafından halka arz edilen hisselerin getirisi ile özel sektör hisse senetlerinin

getirileri arasında bir farklılık bulunmadığını gözlemlemiştir.

TABLO:2 YENİ ÇIKAN HİSSELERİN BORSA'DA İŞLEM GÖRDÜĞÜ İLK HAFTADAKİ GETİRİ ORANLARI (1994)

Hisse Senedi	Bborsada İlk İşlem Gördüğü Tarih	İlk Gün Fiyatı		İlk Haf-ta So-nunda Fiyatı (Kapa-nış)	Fark (%)	İkinci Hafta Sonun-da Fi-yatı(Ka-pamış)	Fark (%)	Yıl Sonu Fiyatı (Kapanış)	Sermaye Artırımı	
		En Düşük *	Kapa-nış**							
Aanadolu Biracılık	22.11.94	44750	4850	4900	3	5100	7.36	4750		
Aksigorta	05.12.94	99900	10900	9300	-6	9600	-3	7800		
Atlas Yatırım	28.02.94	1250	01250	01075	-14	9990	-20.8	44200		
Borusan	12.09.94	23500	24000	21000	-10.63	26000	10.63	28000		
Bugün Yayıncılık	01.09.94	44100	4550	4650	13.4	4300	4.87	2200		
Çumra Kağıt	20.06.94	17750	17750	23000	29.57	20500	15.49	10000		
Dardanel	22.08.94	72000	80000	81000	12.50	76000	5.55	54000		
Ege Plastik	20.04.94	8000	8000	8300	3.75	7800	-2.5	7800		
Güneş Sigorta	28.11.94	17250	17500	17000	-1.44	14750	-14.49	14500		
Halk Sigorta	07.11.94	11000	11000	11500	4.54	11500	4.54	11750		
İhlas Holding	17.03.94	45000	45000	40500	-10	28500	-36.66	7500	200	6000
Kereviş	21.06.94	26500	26500	49000	84.90	60000	126.41	31000		
Karsu Tekstil	17.11.94	10500	11750	11750	11.9	11500	9.52	12500		
Merko Gıda	20.10.94	5000	5600	5550	11	5200	4	6000		
Mutlu Aktü	12.09.94	44500	45000	31000	-30.33	33500	-24.71	6200	50	150
Raks Elkt. Ev.	19.12.94	16250	16750	16500	1.54	16000	-1.53	16000		
Sabah Pazarlama	23.03.94	14500	15000	16500	13.79	18250	25.86	5500		
Tuşaş	05.12.94	23500	23500	25000	6.38	23500		23000		
Viking Kağıt	24.10.94	19500	20000	20500	5.12	16500	-15.38	16500		
Yapı Kredi Fin. Kir.	28.02.94	5400	5400	4300	-20.37	2450	-54.62	6700	30	200

* İlk gün seans içinde (çift seans uygulamasında, her iki seansta) işlem gördüğü en düşük fiyat. Haftalık getiriler de ona göre hesaplanmıştır.

** Çift seans uygulamasında, ikinci seanstaki kapanış fiyatı.

1994 yılında, *sadece Kerevitaş hisseleri* ilk haftada çok yüksek getiri sağlamıştır (% 84.90). Ancak aşağıdaki tablodan anlaşılacağı (gözlemleneceği) gibi işlem hacminin yüksek olmaması, 1993 yılı anlamında bir "spekülatif" hareket kuşkusunu desteklemektedir (bkz. TABLO 3). Nitekim Kerevitaş hisseleri yılı 31000 TL fiyatla kapatmıştır. Yine gıda sektöründe halka arz edilen Dardanel hisseleri ilk haftada %12.50 getiri sağlamıştır. Tukaş hisseleri de %6.38 getiri sağlamıştır. Yine Merko Gıda %11 getiri sağlamıştır.

Özellikle endekste dramatik düşüşün yaşandığı 1994'ün ilk çeyreğinde halka açılan Yapı Kredi Finansal Kiralama (-%20.37), Atlas Yatırım (-%14) ve İhlas Holding (-%10) hisselerinin ilk haftada yüksek oranda değer kaybına uğradıkları gözlenmektedir. Bu değer kaybı, halka arzın ikinci haftasında da artarak sürmüştür (bkz. TABLO 4). Oysa Yapı Kredi Finansal Kiralama ve Atlas Yatırım, 1994 yılının en çok kazandıran hisseleri olmuştur.

1994 yılına ilişkin bir başka gözlem de, -Kerevitaş örneği bir yana bırakılırsa- halka arzlardan sonraki dönemde hissenin gördüğü işlem sayısının 1993 yılına oranla *artmış* olmasıdır. Bunun nedeni, halka arzda izlenen yöntemin değiştirilerek, "talep toplama" yöntemine geçilmesi olarak görülebilir. Fakat yine de bu konuda ihtiyatla yaklaşılması, gelecek yıllardaki sonuçların da bunu doğrulaması uygun olacaktır.

Sonuç olarak; İMKB'nda kesin çıkarsamalar yapmak mümkün olmasa da, yukarıda teorik kısımda sunulan bazı varsayımların bu Pazar da geçerli olabileceği yolunda bazı gözlemler yapılabilmektedir. Belki gelecek yıllarda bu gözlemleri daha belirli varsayımlara dönüştürecek kesin veriler elde edilebilecektir.

TABLO 3: KEREVİTAŞ HİSSELERİ

	20.6.94 Pzt.	21	22	23**	24
KAPANIŞ FİYATI	26500*	26500	29500	49000	49000
İŞLEM ADEDİ	1000	-	1000	459000	420000
ENDEKS	19929		19703	19340	19426

*Kerevitaş hisseleri, 24.000 TL'den çıkmıştır.

**Fiyat marjı serbest bırakıldı.

TABLO 4: ATLAS YAT./YAPI KREDİ FIN. K./İHLAS HOLDİNG HİSSELERİ

		28.2.94	4.3.94	11.3.94	30.12.94
ATLAS YATIRIM	KAPANIŞ FİYATI	1250	1075	990	4200
	ENDEKS	15003	15592	14511	27257
YAPI KREDİ FİN.K.	KAPANIŞ FİYATI	5400	4300	2450	6700*
İHLAS HOLDİNG		17.3.94	18.3.94	25.3.94	30.12.94
	KAPANIŞ FİYATI	45000	40500	28500	7500*
	ENDEKS	15130	14920	13536	27257

*Sermaye artırımına gidilmiştir.

KAYNAKLAR

- Affleck-Grawes John/*
Hedge Shantaram P./
Miller Robert E./
Reilly Frank K. The Effect of the Trading System on the Underpricing of Initial Public Offerings, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.99-108
- Aggarwal Recnal/*
Leol Ricardo/
Hernandez
Leonardo
Barry Christopher
B./
Jennings Robert H. The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.42-53.
- Baron D.P.* The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.54-63
A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *Journal of Finance* (September 1982) 37 s.955-976.
- Drake Philip D./*
Vetsuypens
Michael R. IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.64-73
Garfinkel John A. IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings is Underpricing Q Signal of Quality, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.74-83
- Güzelhan Hayal/*
Ağar Mediha İlk Halk Arzlarında Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı, *İktisat, İşletme ve Finans*, Yıl:6 Sayı:68-69 Kasım 1991 s.51-59.
- Harlowe W.V./*
Ibbotson R.G./
Jaffe J.F. Leveraged Buyouts and Insider Nontrading, *Financial Management* Vol.22 Nr.1 Spring 1993 s.109-118.
Ibbotson R.G. "Hot Issues Market", *Journal of Finance* (September 1975) s.1027-1042.
Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics* September 1975 s.235-272
- Koh F./*
Walter F. A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues, *Journal of Financial Economics* Augusts 1989 s.251-272
- Levis Mario* The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.28-41
- Logue D.E.* "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues, 1965-69", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (January 1973) s.91-103
- Logue D.E.* "Premia on Unseasoned Equity Issues", *Journal of Economics and Business* (Spring-Summer 1973) s.133-141.
- Mc Donald J./*
Fisher A.K. "New Issue Stock Price Behavior", *Journal of Finance* (March 1972) s.97-102
- Miller Robert E./*
Reilly Frank K. An Examination of Mispricing, Return and Uncertainty for Initial Public Offerings, *Financial Management* Vol.16 Nr.2 Summer 1987 s.33-38
- Muscarella C./*
Vetsuypens M.R. A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics* (September 1989) Vol.24 No.1 s.125-135
- Perotti Enrico C./*
Giney Serhat E./
Ritter J.R. The Structure of Privatization Plans, *Financial Management* Vol.22 No.1 Spring 1993 s.84-98.
Rock Kevin The "Not Issue" Market of 1980, *Journal of Business* (April 1984) s.215-240
Why New Issues are Underpriced? *Journal of Financial Economics* (January/February 1986), s.187-212
- Schultz Paul H./*
Zaman Mir A. Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, *Journal of Economics* 35 (1994) s.199-219
- Tiniç, Seha M.* Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, *The Journal of Finance* Vol. XLIII No.4 September 1988, s.789-822