



**İLK HALKA ARZ SONRASI FİYAT HAREKETLERİ  
VE  
FİYAT İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK İŞLEMLER**

**Dr. BAŞAYIŞ FIRATOĞLU  
BAŞUZMAN**

**SERKAN İMİŞİKER  
UZMAN**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

İlk halka arzlardan sonraki dönemde hisse fiyatlarının seyri, gerek yatırımcılar açısından gerekse akademik açıdan ilgi çekici bir konu olma özelliğini sürdürmektedir. Yapılmış olan akademik çalışmalarda bu konu, ilk gün getirileri, uzun dönemde getirilerin seyri ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler de içinde bulunmak üzere birçok açıdan ele alınmıştır.

İlk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusu birçok durumda gözlemlenmiş ve akademik araştırmalarda tespit edilmiştir. Bu davranışın teorik açıklamaları, asimetrik bilgi problemine dayanan ve dayanmayan görüşler çerçevesinde değişik açılardan yapılmıştır. Asimetrik bilgi, ihraççı ile yatırımcı arasında, hem birinin hem de diğerinin lehine olabilmektedir. Ayrıca, ihraççı ile aracılar arasında da meydana gelebilecek bilgi asimetrisi problemleri, düşük fiyatlama olgusunu çeşitli şekilde açıklayan teorilere temel teşkil etmiştir. Asimetrik bilgiye dayanmayan açıklamalarda ise, çeşitli risklerden kaçınma, aracılardan monopson güçlerini kullanmaları, ve spekülasyon yatırımcıların işlemleri gibi konular ön plana çıkmaktadır.

Asimetrik bilgi probleminin baz alındığı durumda, söz konusu problemin hafifletilmesine yönelik olarak “grey market” işlemleri kimi ülkelerde uygulanmaktadır.

İlk halka arzlarda fiyat istikrarını sağlayıcı faaliyetler, temel olarak üç şekilde gerçekleştirilmektedir. Aracılar, ya halka arz fiyatını geçmeyen bir fiyattan doğrudan alım yapmak için taahhüt altına girmekte, ya ek satış hakkı kullanılmakta, ya da halka arz edilen hisseleri birincil piyasadan alan yatırımcıların bunları hemen geri satması (flip) durumunda çeşitli müeyyideler getirilebilmektedir.

Fiyat istikrarı faaliyetlerinin kaynak aktarımı açısından hangi kesimlere faydalı olduğu da farklı şekillerde açıklanmaktadır. Bir görüşe göre, piyasa hakkında nispeten daha fazla bilgiye sahip kurumsal yatırımcıların lehine bir kaynak aktarımı söz konusu olurken, bazı görüşlere göre bu faaliyetten yarar sağlayan kesim, nispeten az bilgi sahibi küçük bireysel yatırımcıdır.

İlk halka arzların uzun vadedeki performansları konusu da literatürde geniş yer tutan bir alandır. İlk halka arzların uzun vadede düşük performans göstermesine ilişkin iki açıklama getirilmiştir. Bunlardan birine göre, yatırımcıların değerlemeye ilişkin heterojen beklentileri bulunmaktadır ve yatırımcıların en iyimser olan kısmı bu senetleri almaktadır. Ancak zaman geçtikçe yatırımcı beklentileri birbirine yakınsayarak ortalama değerlemede buluşmakta, bu süreç dahilinde de hisse senedinin fiyatı uzun vadede düşmektedir. Bir diğer açıklamaya göre

ise halka arzlar başarılı halka arzları takip ettiğinden dolayı birincil halka arzların büyük bir kısmı düşük bir performans sergilemektedir. Ayrıca, uzun vadedeki olumsuz performansın zayıf finansal göstergelerle de birlikte ilerlediği de tespit edilmiştir. Bir görüş de halka arz sonrası düşük performansı şirketin önceki dönemlerindeki iyimserliğe bağlamaktadır.

Türkiye’de ilk halka arzlarda fiyat istikrarı uygulamasının incelendiği bir çalışmada çıkan sonuçlar istikrar işleminin uygulandığı halka arzlarda yüksek fiyatlandırma olgusunun varlığına işaret etmekle birlikte, getirilerde istatistikî olarak anlamlı bir fark bulunmamıştır. Ancak, fiyat istikrarı sağlayan firmaların hisse fiyatlarında sistematik olarak daha düşük volatilitenin gözlemlendiği bildirilmiştir. Türkiye için yapılan çalışmalarda en büyük dezavantaj, hiç şüphesiz, düşük sayıda veriyle çalışma zorunluluğunun getirdiği zorluklar olmaktadır.

## İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ .....	1
II. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMA .....	2
III. FİYAT DESTEKLEME FAALİYETLERİ.....	9
IV. FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN EKONOMİK TEMELLERİ VE KAYNAK AKTARIMI YÖNÜ .....	11
V. UZUN VADEDE FİYATLARA ETKİ.....	14
VI. AMPİRİK ÇALIŞMALARDA FİYAT İSTİKRARI FAALİYETİNİN UYGULANDIĞINA İŞARET EDEN KRİTERLER.....	15
VII. TÜRKİYE'DE FİYAT İSTİKRARI UYGULAMALARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	16
VIII.SONUÇ.....	17
IX. KAYNAKLAR.....	19

## İLK HALKA ARZ SONRASI FİYAT HAREKETLERİ VE FİYAT İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK İŞLEMLER

### I. GİRİŞ

İlk halka arzlardan sonraki dönemde hisse fiyatlarının seyri, gerek yatırımcılar açısından gerekse akademik açıdan ilgi çekici bir konu olma özelliğini sürdürmektedir. Yapılmış olan akademik çalışmalarda bu konu, ilk gün getirileri, uzun dönemde getirilerin seyri ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler de içinde bulunmak üzere birçok açıdan ele alınmıştır.

İlk halka arzlarda düşük fiyatlandırma, genellikle gözlemlenen bir olgudur. Ancak, bazı durumlarda bunun olmadığı, ilk gün getirilerinin sıfır veya negatif gerçekleştiği de görülmektedir. (Ritter, 1998; Kennedy v.d, 2002).

Uzun dönemde ise hisse getirilerinin ortalama piyasa getirisinin altında kaldığı konusunda geniş bir literatür mevcuttur. (Ritter ve Welch, 2002).

Hisse senedi fiyatlarında istikrar sağlayıcı işlemlerinin hisselerin uzun dönemli performansları üzerine etkisi ise daha az araştırılmış bir konudur. Bu konuda Kennedy ve diğerleri (2002) tarafından yapılan çalışmada, uzun dönemde bakıldığında, istikrar sağlayıcı faaliyetlerin olduğu hisselerin, olmayanlara oranla daha yüksek getiri ve daha düşük risk sergiledikleri tespit edilmiştir. Ayrıca, fiyat istikrarına yönelik faaliyetlerin (fif) yapıldığı hisselerde ikincil halka arzların, fif yapılmayanlara oranla daha az ve daha gecikmeli gerçekleştiği görülmüştür.

Halka arzlarda fiyat desteği sağlamaya yönelik işlemler düşük fiyatlamayı tamamlayan bir unsur olarak görülmektedir. Böyle bir destek verilmediği takdirde, yatırımcıların ön talep toplama döneminde ilgilendiklerini beyan ettikleri hisselerine asıl alım sırasında talep göstermemeleri söz konusu olabilecektir. Welch (1992), fiyat destekleme faaliyetinin olmaması durumunda, piyasa fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi halinde potansiyel alıcıların birbirini tetikleyen şekilde emirlerini geri çekme

kararı alabildikleri konusunu işlemektedir. Burada, ön taleplerini nihai prospektüsü görmeden belirtmiş oldukları için, potansiyel yatırımcıların taleplerini geri çekme hakkı bulunmakta, bu hakkı kullanmalarını önleyici bir işlem olarak da aracılardan fiyat istikrarı faaliyetleri devreye girmektedir. Bir aracının fiyatlara destek verme konusundaki başarılı işlemleri tanınıyorsa, onun aracılık ettiği halka arzda fiyatın yüksek olmadığına olan inanç daha fazla olacaktır. Böylelikle, fiyat desteği beklenen halka arzlarında yatırımcıların ilgisi yüksek olacaktır.

Bu çalışma, temel olarak ilk halka arzlarında fiyatlandırma olgusu hakkında bir literatür taraması olup, ileride Türk piyasası ile ilgili olarak yapılacak kapsamlı bir uygulama çalışmasına temel teşkil etmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde, düşük fiyatlandırma davranışının çeşitli teorik temellere dayanan açıklamaları hakkında bir özet verildikten sonra, özellikle asimetrik bilgi problemini hafifletici bir yöntem olarak uygulanan “grey market” işlemleri ile ilgili bilgi verilmektedir.

Takip eden bölümde ise, fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin nasıl gerçekleştiği ve neden uygulanma gereği duyulduğuna dair literatürde getirilen açıklamalara yer verilmiştir. Daha sonraki bölüm, fiyat istikrarı faaliyetlerinden yarar sağlayan taraflarla ilgili olarak yapılan teorik açıklamalara ayrılmış, bir sonraki bölümde ise fiyat istikrarı faaliyetlerinin uygulandığı halka arzların uzun vadeli fiyat performanslarının tartışıldığı çalışmaların bir özeti verilmiştir.

Fiyat istikrarı uygulamasının olup olmadığına dair ampirik çalışmalarda kullanılacak kriterlerden sonraki bölümde ise Türkiye’de fiyat istikrarı işlemlerinin düzenlenmesinin yapıldığı tarihten sonra gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde fiyat istikrarı sağlayıcı faaliyetlerin araştırıldığı bir çalışmanın sonuçlarına yer verilmiştir.

## **II. İLK HALKA ARZLARDA DÜŞÜK FİYATLAMA**

İlk halka arzlarında düşük fiyatlandırma olgusu birçok durumda gözlemlenmiş ve akademik araştırmalarda tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı ile ilk gün kapanış fiyatı arasında sistematik bir şekilde artış tespit eden ilk çalışmalar arasında Curley ve Stoll (1970), Reilly (1973) ve Logue(1973) sayılabilir.

Düşük fiyatlama için teorik olarak getirilen açıklamaları Ritter ve Welch (2002) asimetrik bilgi ve simetrik bilgiye dayanan açıklamalar olarak iki grup altında toplamaktadır:

**Asimetrik bilgi** sınıflandırmasına göre, eğer ihraççı yatırımcıdan daha çok veya daha iyi bilgiye sahipse, bilinen asimetrik bilgi problemi çerçevesinde, ancak ortalamadan düşük kalitedeki ihraççılar ortalama fiyattan hisse satışına istekli olacaktır. İyi kalite ihraççılar ise kötülerden farklarını belli etmek için hisselerini, piyasanın değerlendirdiği seviyenin altında satarak, düşük kaliteli ihraççıların kendilerini taklit etmelerini önleyecektir. Bu fedakarlığın telafisini de bir müddet sonra, sonraki ihraçlarda piyasanın olumlu tepkisiyle görecektir. Şirket bu şekilde, ilk başta bir miktar kaynaktan vazgeçerek, kalitesi hakkında piyasaya sinyal vermiş olmaktadır. Ancak bu teorik çerçevede yapılan açıklamanın ampirik olarak test edilmesi sonucunda çıkan sonuçlar tartışmasız bir şekilde konunun doğruluğuna işaret edecek güçte olmamıştır. Örneğin Jagadeesh, Wienstein ve Welch (1993) ilk günden sonraki getirilerin de ileride yapılacak yeni ihraçlara ilk gün getirileri kadar etki ettiğini göstermiş, Micahely ve Shaw(1994) ise teoriyi tamamen reddeden sonuçlara ulaşmıştır.

Yine asimetrik bilgi çerçevesinde, yatırımcının -mesela olası talep hakkında- ihraççıdan daha bilgili olması durumunda ise düşük fiyatlamayı açıklayan teoriye göre, ihraççı, hisseline olan talep hakkında yeterli bilgiye sahip bulunmamaktadır. Talep toplama yöntemi, burada ihraççının yatırımcılardan bilgi elde etmesine yarayan bir araç olmaktadır.

Bir de bilgi asimetrisinin yatırımcı değil de aracı ile ihraççı arasında olması, aracının ihraççıdan daha iyi bilgiye sahip olması durumu olabilmektedir. Bu durumda, aracının hisseleri pazarlaması için faaliyete geçirmek üzere teşvik amaçlı olarak, ihraççının bir miktar düşük fiyatlama yapması lehine olmaktadır (Baron,1982). Ancak, Muscarella ve Vetsuypens (1989)'in sonuçlarına göre, aracılar kendileri halka arz yaptıklarında da düşük fiyatlamayı uygulamaktadır. Bunun Baron'un açıklamasının tersini ispatlamayacağını savunan Ritter ve Welch (2002), aracılardan kendi ihraçlarında uyguladıkları düşük fiyatlamayı, bunun halka açılmanın bir gereği olduğunu diğer ihraççılara göstermek için de yapmış olabileceklerini belirtmektedir.

Habib ve Ljunqvist (2001) ise düşük fiyatlamasının bir pazarlama politikası olduğunu ve diğer pazarlama politikalarına göre daha az maliyetli olması nedeniyle ihraççılar tarafından tercih edildiğini savunmaktadır.

Asimetrik bilgi problemine dayanan bütün bu teoriler, düşük fiyatlamının düzeyinin bilgi asimetrisinin şiddetiyle doğru orantılı olduğunu vurgulamaktadır. Bu modellerde asimetrik bilginin ağırlığı azaldıkça, düşük fiyatlama olgusu da ortadan kalkmaktadır.

Buna karşılık, halka arzlarda görülen düşük fiyatlamayı **bilgi asimetrisinin varlığına bağlamayan teorik açıklamalar** da mevcuttur.

Asimetrik bilgi problemine dayanmayan açıklamalardan biri, gerek ihraççıların gerekse aracılardan halka arz ile ilgili olarak açılacak tazminat davalarını önlemek için düşük fiyatlama yolunu seçtiklerini savunmaktadır. Özellikle ABD yasaları<sup>1</sup> çerçevesinde geliştirilmiş olan bu görüşe göre, halka arz fiyatının düşük tutulması, ileride dava konusu edilebilecek olası yatırımcı zararlarının daha az olmasını sağlayacak, hatta birçok durumda zarar oluşmayacağı için, işlemin dava konusu olma ihtimalini zayıflatacaktır. Örneğin, 20 dolarlık halka arz fiyatından satılan bir hisse 30 dolardan işlem görmeye başlarsa, bu hisse fiyatının 20 doların altına düşme – yatırımcıyı zarara uğratma- ihtimali; bu hissenin 30 dolarlık halka arz fiyatıyla satılması durumuna karşılık daha düşük olmaktadır. Böylelikle söz konusu ihracın dava konusu olma ihtimali azalacaktır. (Tınıç, 1988). Ancak ampirik çalışmalarda daha düşük fiyatla satılan hisselerin daha çok dava konusu olduğu tespit edilmiş (Drake ve Vetsuypens, 1993), bu durumu ise Lowdry ve Shu (2002) zaten dava konusu olma ihtimali yüksek olan hisselerde daha fazla düşük fiyatlama yapılması ve düşük fiyatlamının hisseleri dava konusu olmaktan kurtaramamasına bağlamıştır.

Asimetrik bilgi problemine dayanmayan bir başka açıklama da aracılardan riskten kaçınan tutumunu ön plana çıkarmaktadır. Bu görüşe göre, piyasada henüz bilinmeyen bir şirketin hisselerini ilk defa pazarlayacak olan aracılardan, ihracın başarısız olma ihtimalini ve buna bağlı ortaya çıkacak zararları en aza indirmek amacıyla hisselerin halka arz fiyatını düşük tutmak eğilimindedir. Ancak bu görüşe karşı ortaya koyulan eleştiriler, aracılardan yukarıda bahsedildiği gibi piyasanın talebi hakkında bilgi yoksunu olmadığını dile getirmektedir. Özellikle talep toplama aşamasında aracılardan potansiyel talep hakkında çok değerli bilgilere ulaştığını savunan eleştirilerde ayrıca, böyle bir riskten kaçınma durumunun öncelikle “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleştirilen

---

<sup>1</sup> 1933 tarihli Securities Act, aracılardan ve halka arz sürecinde rolü olan şirket ilgililerini, halka arzlarda gerekli incelemeyi yaparak (due diligence) halkı doğru bilgilendirmemeleri durumunda oluşacak zararlardan sorumlu tutmakta ve kendilerine karşı dava açılacağı hükmünü içermektedir.



aracılık yüklenimlerinde ağırlık kazanması gerektiği, ancak söz konusu düşük fiyatlamaların daha ziyade en iyi gayret yükleniminde gerçekleştiği vurgulanmaktadır.

Düşük fiyatlamayı açıklamaya çalışan bir diğer yaklaşım da, aracılardan küçük ihraççılar üzerindeki monopson güçlerini ön plana çıkarmaktadır. Örneğin Ritter (1984)'e göre, halka arzlarda aracılık bölüntülenmiş bir piyasaya sahip olduğu için, küçük şirketlerin yaptığı halka arzların aracılığını yapan –genellikle büyük ve tanınmış olmayan- aracılardan bir şekilde bu şirketler üzerinde pazarlık güçleri olmakta, bu aracılardan hisseleri düşük fiyattan halka arz etmekte ve iyi ve sürekli müşterilerine bunları pazarlamaktadır. Chalk ve Peavy (1987) de benzer şekilde aracılardan bu şekilde düşük fiyatlamalarını, hatırlı ve yüksek komisyon ödeyen müşterilerine bunları pazarlayarak daha yüksek kazanç sağlama amacını güttüğünü belirtmektedir. Bu iki görüş de aracılardan, hisselerin piyasada oluşacak fiyatı hakkındaki beklentilerin altında bir halka arz fiyatı belirlediklerini, çünkü oluşan rantın bir bölümünü dolaylı olarak ele geçirebildiklerini savunmaktadır. Bu görüşe karşı getirilen eleştiriler ise temelde, aracılık piyasasının neden bölüntülenmiş olduğu ve neden büyük ve tanınmış aracılardan bazı halka arzlarda aracılık yapmayı reddettiği gibi konulara açıklık getirilmediğini belirtmekte; ayrıca bölüntülenmiş de olsa aracılık piyasasının sayı itibarıyla rekabetçi olduğunu ve aracılardan bu şekilde bir monopson güce sahip olamayacaklarını savunmaktadır. Bunlara ilaveten, ihraççıların da geçmiş uygulamalardan ders alarak, hisseleri daha iyi fiyatlandırabilecek bir aracı bulmaya çalışmalarının daha rasyonel olduğu da getirilen temel eleştiriler arasında yer almaktadır.

İlk halka arzlarda ortaya çıkan fazla getiri olgusunu açıklayan diğer bir görüşe göre ise, söz konusu aşırı fiyat artışı, birincil piyasadaki hisse alamamış spekülasyon yatırımcılardan kaynaklanmaktadır. Bu açıklamaya göre, hisselerin halka arz fiyatı doğru fiyat olmakla birlikte, spekülasyon yatırımcıların çabalarıyla bir müddet için şişirilerek belirgin bir şekilde yukarı çekilmektedir. Bu açıklama çerçevesinde, söz konusu spekülasyon dalgalanının sona ermesini takiben bir fiyat düşüşünün yaşanması beklenmektedir. Ancak bu yönde bir tespit ortaya koyulamamış, Ritter (1984) de özellikle bu hipotezi test ettiği çalışmasında destekleyici bir sonuca ulaşamamıştır.

Düşük fiyatlamada uygulamasında etkili olan faktörlerin içinde; asimetrik bilgi ve temel risklerin yanında piyasaya çıktıktan sonraki dönemdeki likidite riskinin de bulunduğu ifade edilmektedir (Ellul ve Pagano, 2003). Bu risk “pazarlama sonrası likidite riski (PSLR)” olarak adlandırılabilir. Bu modellerde PSLR’yi yüksek olan halka

açılmaların daha düşük halka arz fiyatı gerektireceği öngörülmektedir. Bu durum özellikle birincil piyasadan hisse alıp, işlem görmeye başlayınca hemen satan yatırımcıların (flipper) çok olduğu durumlarda daha da belirginleşmektedir. Bu durumun varlığını sağlıklı olarak test edebilmek piyasada fiyat istikrarına yönelik işlemlerin olmadığı durumlarda mümkün olabilmektedir. Çünkü bu işlemler likiditeyi suni olarak artırabilmekte ve ilişkileri değiştirebilmektedir.

Likiditeyi ölçmek için pazarlama sonrası “bid-ask spread”e bakılabilir. Ancak esas amaç piyasanın halka açılma esnasındaki bilgilere dayanarak PSLR ve PSLR’deki değişim hakkındaki bekleyişlerini tahmin etmektir.

### **Grey market**

Halka arzlarda düşük fiyatlamayı, asimetrik bilgi problemine dayandıran açıklamalarda, bilgi asimetrisinin azalmasına paralel olarak düşük fiyatlama olgusunun da hafifleyeceği öngörülmektedir. Söz konusu bilgi problemini kısmen hafifletebilecek bir uygulama olarak ilk halka arzlarda “grey market” sistemi bir alternatif olarak ön plana çıkmaktadır.

“When-issued market” veya “grey market trading” olarak adlandırılan sistem Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nde ve Avrupa Birliği (AB) ülkelerindeki halka arzlarda fiyat istikrarını sağlama aracı olarak kullanılmaktadır.

Son yıllarda özellikle Almanya başta olmak üzere bazı Avrupa ülkelerinde ilk halka arzlarda grey market uygulanmasına ilişkin ciddi bilimsel çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar grey market uygulamasının olumlu ve olumsuz yönlerini ortaya koymaları itibarıyla politika belirleyen kuruluşlara da ışık tutmaktadır.

Bu çalışmaların en önemlilerinden birisi Aussenegg, Pichler ve Stomper (2006) tarafından yapılan araştırmadır. Bu çalışmada grey market uygulamasının talep toplamıyla beraber yoğun bir şekilde yürütüldüğü Almanya’daki Neuer piyasasında Ocak 1999 ve Aralık 2000 tarihleri arasında gerçekleşmiş bulunan 253 birincil halka arza ilişkin veriler incelenmiştir.

Bu incelemede ele alınan halka arzların yarısından çoğunun halka arz fiyatının grey markettan önce açıklanan fiyat aralığının üst sınırında, % 10 kadarının alt sınırında ve yaklaşık dörtte birinin ise aralık dahilinde olduğu gözlemlenmiştir.

Grey marketta oluşan fiyatın, önceden açıklanan fiyat aralığının üzerine çıktığı durumların % 90'ında halka arzın fiyat aralığının üst sınırından, grey marketta oluşan fiyatın, açıklanan fiyat aralığında olmasında halka arzların çoğunluğunun fiyat aralığı kapsamında ve grey market fiyatının, yine açıklanan fiyat aralığının altında olduğu durumlar da ise halka arzların yarısının fiyat aralığının altından gerçekleştiği görülmüştür. Bu durum ise grey market uygulamasının halka arzın daha önce açıklanan fiyat aralığına göre nasıl yapılması gerektiği konusunda önemli bir bilgi verdiğini göstermektedir. Ancak bu bilgileri değerlendirirken Almanya'da önceden açıklanan fiyat aralığının üzerinden halka arz uygulaması yapılmadığına da dikkat etmek gerekir. Zira, alınan bu örnekte ortalama olarak, gerçekleşen halka arz fiyatları grey marketta oluşan fiyatların % 22 altında yer almaktadır. Ancak bu sınırlama olmasa bile durumun değişmediği tespit edilmiştir. Bu ise ortalamada halka arzların grey markette oluşan fiyatların altından gerçekleştiğini göstermektedir.

Bu önemli çalışmada Amerika'daki talep toplama tekniğinde gerçekleşen ve verilen bilgiler karşılığında bilgi verenlere ödenen bir ücretin bulunmasından kaynaklanan kısmi düzeltme fenomenine grey market uygulamasının yerleştiği Neuer piyasasında ilgili dönemlerde rastlanmamıştır. Bunun çok önemli bir sonuç olduğu düşünülmektedir. Böylece yüklenici araçlar sadece talep toplama sisteminin olması durumunda hatırı sayılır yatırımcılara kendilerine fiyat bilgisinde yardımcı oldukları için verdikleri ücreti ödemedi benzer bir bilgiyi grey markette yatırımcılardan elde etmektedirler.

Ancak yine bu çalışmada vurgulanan diğer çok önemli bir olgu ise grey market uygulamasının tek başına bir anlam belirtmediği ve ancak talep toplama yöntemiyle beraber icra edilmesi durumunda bir değer arz ettiğidir. Bu sonuca ulaşılmasında etkili olan en önemli nedenlerden birisi grey marketin likit bir piyasa olma zorunluluğudur. Grey markette işlemler başlatılmadan önce yükleniciler tarafından talep toplanarak bir fiyat aralığı açıklanmalıdır. Aksi takdirde yatırımcılar arasında büyük bir bilgi asimetrisi olan halka arzlarda likit bir halka arz öncesi grey market oluşamayacaktır. Hisse senetlerine ilişkin birincil halka arzlarda bu tip asimetrik bilginin hazine kağıtlarının halka arzına göre çok daha geniş olabileceği de göz önünde bulundurulursa bu durumun hiç azımsanamayacak bir ihtimale sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca grey marketta işlemlerin açığa satış şeklinde gerçekleşmekte olduğu da unutulmamalıdır. Bu ise "sıkılma" (squeeze) sorunuyla karşılaşma riski bulunan satıcı tarafların daha önceden

halka arzdan alım teminatına sahip olmalarını gerektirmektedir. Bu şartın da gerçekleşmemesi grey markette oluşacak likiditeyi çok ciddi etkileyecektir.

Buradan çıkartılabilecek bir sonuç ise, talep toplama sisteminde özellikle büyük yatırımcılardan bilgi alma karşılığında kendilerine genelde ucuz hisse tahsisi yoluyla verilen ücretin araya grey marketin girmesi vasıtasıyla verilmiyor olmasıdır ki<sup>2</sup>, mevcut koşullar altında görülen bu ücretlendirme mekanizması aynı ücreti almayan küçük yatırımcıların halka arzın gerçekleşmesinin hemen akabinde büyük zararlara uğramasına neden olmaktadır. Bu itibarla bakıldığında grey market uygulaması ile birlikte, birincil halka arzın ardından çok kısa vadede küçük yatırımcıların bu tip bir mekanizmadan zarar görmesine karşın bir koruma sağlanmaktadır ki bunun da yatırımcı güvenini sarsıcı önemli bir unsurun ortadan kalkması doğrultusunda önemli bir adım olacağı düşünülmektedir.

Grey market uygulamasına ilişkin olarak yapılmış olan bir diğer önemli çalışma ise Löffler, Panther ve Theissen'e (2002) ait bulunmaktadır. Bu çalışmada yine Almanya'daki uygulamaya ilişkin olarak Mart 1998 ile Haziran 2001 tarihleri arasında gerçekleştirilen grey market uygulamasının da yer aldığı 357 birincil halka arz incelenmiştir.

Bu araştırmada daha çok grey markette oluşan fiyat ile halka arzın gerçekleştirilmesini müteakiben piyasada oluşan fiyat arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. İlgili dönemdeki halka arzlarda oluşan fiyatlarla grey markette oluşan fiyatlar ilişkilendirildiğinde grey markette oluşan fiyat düzeyinin halka arzı müteakip piyasada oluşan fiyatı çok önemli bir biçimde ifade etmekte olduğu sonucuna varılmıştır. Aradaki ilişki bakımından grey markette oluşan fiyat düzeyinin, grey market öncesi açıklanan fiyat aralığının ortası<sup>3</sup> ve halka arz fiyatından daha yakın bir şekilde halka arz sonrası piyasada oluşan fiyatı gösterdiği edinilen bulgulardan görülmektedir. Grey marketin sonuç itibarıyla oluşan fiyatın halka arz akabinde piyasada oluşan fiyatın objektif (unbiased) bir tahmini olduğunu ve ayrıca yatırımcının irrasyonelliğinden ve fiyat manipülasyonundan etkilendiğine dair çok az belirtinin bulunduğu bu çalışmaya ait bir diğer sonuçtur.

---

<sup>2</sup> Burada grey marketin oluşumundan önce fiyat aralığının belirlenmesi amacıyla bir talep toplama söz konusudur. Ancak bu talep toplamada bilgi sağlayan yatırımcılara bir ücret verilmesi söz konusu olsa dahi bu ücret sadece talep toplama metodunun uygulandığı halka arzlara göre daha az olacaktır.

<sup>3</sup> Grey market oluşumundan önce açıklanan fiyat aralığının ortası fiyat aralığına ait en yüksek ve en düşük değer aritmetik ortalaması olmaktadır.

Bu araştırmadan çıkan sonuçlar kapsamında grey marketin piyasada kısa vadede oluşacak fiyatlar hakkında çok bilgilendirici olduğu, bunun da grey market esnasında nihai talep toplama işlemine katılan yatırımcıları ileride oluşacak fiyatlar hakkında bilgilendirdiği kanısına varılmaktadır.

Cornelli, Goldreich ve Ljungqvist'in (2005) araştırması ise grey market uygulamasına değişik bir bakış açısı ile yaklaşmaktadır. Bu alışmada Kasım 1995 ile Aralık 2002 tarihleri arasında 12 değişik Avrupa ülkesinde gerçekleştirilmiş olan 486 birincil halka arz incelenmiştir. Bu incelemede yatırımcıların grey markette yapılan işlemlerde aşırı iyimser bulunduğu halka arzlarda hisse senedi fiyatlarının halka arzın ardından kısa vadede arttığı ancak uzun vadede fiyat dönüşleri yaşandığı gözlemlenmiştir. Ancak aşırı iyimserliğin gözlemlenmediği halka arzlarda ise bu durumun pek gözlemlenmediği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni olarak da aşırı iyimser bir yatırımcı kitlesine karşı bunun farkında olan büyük yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak kısa ve orta vadede kar elde etmeye çalışmaları gösterilmektedir. Ancak bu aşamada yapılan önemli bir varsayım grey markette yapılan işlemlerin ekseriyetle küçük yatırımcılar tarafından üstlenildiğidir ki bu varsayımın da her durumda doğruluğunun sınanması gerekmektedir.

### **III. FİYAT DESTEKLEME FAALİYETLERİ**

Halka arzlarda fiyat desteği sağlamaya yönelik işlemler düşük fiyatlamayı tamamlayan bir unsur olarak görölmektedir. Böyle bir destek verilmediği takdirde, yatırımcıların ön talep toplama döneminde ilgilendiklerini beyan ettikleri hisseler asıl alım sırasında talep göstermemeleri söz konusu olabilecektir.

İlk halka arzedilen hisselerin fiyatlarının desteklenmesi yönünde yapılan işlemler için literatürde çeşitli açıklamalar getirilmiştir. Bunlardan en çok dile getirileni, söz konusu işlemlerin, düşük fiyatlama olgusunda olduğu gibi, ters seçim (adverse selection) etkisini azaltma yönündeki sonuçlarıdır. Bu konuda getirilen bir açıklama da, aracılardan yatırımcılar gözündeki şöhretlerini korumak için hakla arzına aracılık ettikleri hislerde fiyat destekleme işlemlerini yaptıkları yönündedir (Lewellen, 2006).

İlk halka arzları takiben aracılardan yapılan fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemler temelde üç grup altında toplanmaktadır (Aggarwal, 2000):

Bunlardan ilki ve açıkça beyan edilen bir şekilde uygulanan yöntem, aracılardan doğrudan fiyat oluşumuna müdahale etmesi şeklinde olmaktadır. Burada aracı kurum, menkul kıymetlerin tamamının satılmaması durumunda hisseleri almak üzere halka arz fiyatını geçmeyen fiyattan teklif verir. Talep eğrisinin negatif eğimli olduğu varsayımıyla, söz konusu hisselerin nihayetinde tekrar satılması gerekeceği için bu işlem, fiyat düşüşlerini geciktirici bir etkiye sahip olacaktır.

Ek satış hakkının kullanılması – Aracılar, halka arz edilen miktarın üstünde bir miktarı satarak halka arz öncesinde bir açık pozisyon alır. Bu açık pozisyon ise, ya ek satış hakkının (overallotment option) kullanılması yolu ile ya da satış işleminden sonra piyasadan geri alınmak suretiyle kapatılır. Genellikle halka arz miktarının %15'i kadar hisse üzerinden 30 günlük bir süre dahilinde kullanılabilecek olan ek satış hakkına ilaveten, çok düşük talepli hakla arzlarda aracılardan daha da çok miktarda hisse satışı yaparak tam açık pozisyon (naked short) da alabilir. Bu durumda pozisyonlarını kapatmak için mutlaka piyasadan hisseleri toplamaları gerekecektir.

İkincil piyasada hissenin fiyatının düşmesi halinde, açık pozisyonun kapanması piyasadan hisselerin alınması şeklinde gerçekleşirken, fiyatın çıkması durumunda ise ek satış hakkının kullanılması yolu seçilmektedir. Her halükarda, aracılardan hisse ihracından komisyon kazancı elde ettikleri için, bu şekilde fazla satışa her zaman meyilli olmaktadır.

Geri satışların kısıtlanması (penalty bid) Halka arzlarda birincil piyasadan alınan hisselerin işlemler başlayınca geri satılması ve bu yolla getiri elde edilmesi oldukça sık uygulanan bir davranıştır. Talebin yüksek olduğu durumlarda, komisyon gelirlerini artırıcı olan bu geri satışlar aracılardan tarafından istenen işlemlerdir. Ancak, talebin zayıf olduğu halka arzlarda bu şekildeki davranışlar, aracılardan için istenen bir durum olmamakta, fiyatların düşme eğilimi aracılardan ya fiyat destekleyici işlemler yapmak, ya da fiyatın düşmesine göz yummak zorunda bırakılmaktadır.

İlk iki durumda fiyat desteği vermek için talebin artırılması, üçüncü durumda ise arzın kısılması söz konusudur. Fiyat istikrarını sağlayıcı faaliyetlerde bulunurken aracılardan, genellikle bu yöntemlerin bir kombinasyonu kullanılmaktadır.

### **Ek satış hakkının üzerinde hisse satışı:**

İlk halka arzlarda fiyat istikrarını sağlayıcı faaliyetler, temelde halka arza aracılık eden tarafın gerekirse halka arz fiyatından hisseleri almayı taahhüt etmeleri, böylece fiyat desteği sağlamaları şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak, uygulamada ortaya çıkan ilginç

bir durum mevcuttur. Aggarwal (2000)'de ortaya koyulduğu üzere, eğer ilk halka arzda fiyat istikrarı sağlayıcı faaliyetleri gerektirecek şekilde hisse senedine talep zayıf olursa, aracılar ek satış hakkını kullanarak –kimi zaman bunun da fazlasını satarak- tam bir açık pozisyon almayı seçmektedir. Böylelikle fiyat destekleme politikası temel olarak, halka arz sonrasındaki satın almalara değil, halka arz öncesinde uygulanan tahsis stratejilerine dayanmaktadır.

Zhang (2004) bu olguyu, satılan fazla miktardaki hissenin çeşitli yollarla talebi artırmasına ve hissenin piyasa fiyatının artmasına bağlamaktadır. Mekanizmanın işleyişi ise dört temel ilişkiye dayandırılmaktadır. Öncelikle, bir sonraki dönemdeki talep açısından, ellerinde hisse senedi bulunan yatırımcıların bunları ellerinde tutma ihtimali, yeni alacak olanların alma ihtimalinden daha yüksektir. Dolayısıyla, fazla satış sonrasındaki talebi artırıcı etki yapmaktadır. Ayrıca, geri satışların kısıtlanmasının (penalty bid) uygulanması durumunda da ilk tahsis yapılmış olan yatırımcılar ellerindeki hisseleri satmak konusunda daha çekimser davranacaklardır. Bundan başka, bu fazla satış ile aracılar kurumsal yatırımcıların ortalama yatırım miktarını artırmakta, bu da diğer şeylerin sabit kalması şartıyla, halka arz fiyatından yüksek miktarda alım yapmış kurumsal yatırımcıları ellerindeki hisseleri geri satmak yerine elde tutmaya meyilli hale getirmektedir.

Buna göre halka arz öncesi talep toplama ve tanıtım süreçlerinde aracılar, sadece fiyat belirleme için bilgi toplamamakta bir yandan da bu süreci çok kuvvetli şekilde pazarlama faaliyeti olarak kullanmaktadır.

#### **IV. FİYAT İSTİKRARI SAĞLAYICI İŞLEMLERİN EKONOMİK TEMELLERİ VE KAYNAK AKTARIMI YÖNÜ**

Fiyat destekleme faaliyetleri, düşük fiyatlama olgusunu tamamlayan bir hareket olarak görülmektedir. Her iki durumda da halka arz edilen hisselerin ilk yatırımcıları lehine bir kaynak aktarımı söz konusu olmaktadır. Bu şekildeki kaynak aktarımının gerekliliğinin savunması ise temel olarak piyasalarda mevcut olan asimetric bilgi problemiyle ilişkilendirilmektedir.

Fiyat istikrarını sağlamak üzere yapılan işlemler tanım itibariyle aslında manipülatif işlemler sınıfına girmektedirse de, gerek yatırımcılar gerekse düzenleyiciler

tarafından konunun bu cephesi genellikle göz ardı edilmekte ve daha ziyade bu işlemlerden doğacak fayda ve maliyetlerin çeşitli kesimler arasında ne şekilde bölüştüğü konusu ilgi çekmektedir.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik faaliyetler (fif), halka arzlarda ilk yatırımcının lehine bir kaynak aktarımı gerçekleşmesini sağlayan bir mekanizmadır. Aynı sonucu doğuran benzer bir yöntem ise literatürde sıklıkla işlenmiş olan düşük fiyatlama olgusudur. Her iki durumda da halka arz edilen hisselerin ilk yatırımcıları lehine bir kaynak aktarımı söz konusu olmaktadır. Bu şekildeki kaynak aktarımının gerekliliğinin savunması, piyasalarda mevcut olan asimetrik bilgi problemiyle yakından ilişkilendirilmektedir. Rock (1986), halka arzların gerçekleşmesinde çok önemli rolü olan, ancak asimetrik bilgi nedeniyle dezavantajlı durumda bulunan, -yani şirket hakkında özel bilgisi olmayan- küçük yatırımcıların bu şekilde piyasaya çekilebildiğini savunmuştur.

Aslında, suni olarak yükseltilmiş fiyattan hisse satışı işleminde tarafların fayda ve zarar toplamları sıfırdır. Eğer, bir ayırım yapılmadan bütün birinci el yatırımcılarına hisselerini aracıya halka arz fiyatından geri satma opsiyonu verilirse, maliyeti nihai olarak ihraççı şirket yüklenmiş olacaktır. Çünkü hem şirketin hisse fiyatları düşecek, hem de ödeyeceği aracılık komisyonu artacaktır. Bu maliyetin kısmen azaltılması için bazı yatırımcıların hissesini geri satmasında kısıtlar getirilebilmekte veya hisse fiyatları suni olarak yüksek tutularak yatırımcıların gerçeği bilmeden söz konusu hisseleri yüksek fiyattan almaları sağlanabilmektedir. Bu şekilde maliyetin bir kısmının yatırımcılara kaydırılması mümkün olmaktadır.

Piyasada yüksek talep görmeyen bir halka arzın maliyet yükünü ihraççı şirketten yatırımcılar kesimine aktarmanın yöntemlerine bakıldığında, iki temel yol ortaya çıkmaktadır. Birinci yol, hisseleri almış olan yatırımcıların, hisseleri hemen elden çıkarmalarını önleyici tedbirlerle (penalty bid) söz konusu hisselerin yatırımcıların elinde kalmasını sağlamaktır. İkinci yol ise hisse fiyatlarının suni olarak düşmesini önlemek suretiyle piyasanın halka arz algılamasını gizlemek ve ikinci elde yatırımcıların bu hisseleri suni olarak yükseltilmiş fiyatlardan almalarını sağlamak şeklinde olmaktadır.

Fiyat istikrarı uygulamalarından yatırımcıların nasıl etkilendiklerini inceleyen çalışmalarda ele alınan en önemli ayırım küçük yatırımcılarla kurumsal yatırımcılar arasındaki fark olmuştur. Bu ayırım çerçevesinde yapılan değerlendirme aynı zamanda ilk halka arzlarda düşük fiyatlama olgusunun yaratacağı kaynak aktarımından en fazla



kimin yararlandığı konusundaki tartışma ile de yakından ilgilidir. Rock'a (1986) göre bu düşük fiyatlama temelde şirket hakkında özel bilgiye sahip olmayan küçük yatırımcıların lehine bir kaynak aktarımı sağlamaktadır ve ilk halka arz işleminin başarılı olması için piyasaya çekilmesi gereken bu tür yatırımcıları piyasaya çekerek ve ödüllendirerek işlemin başarılı olmasına katkıda bulunmaktadır. Buna karşılık Beneviste ve Spindt'e (1989) göre ise aracılar düşük fiyatlı hisseleri temelde şirket hakkında bilgi sahibi kurumsal yatırımcılara, bu bilgilerini nihai fiyat oluşumu öncesinde –talep toplama esnasında- açıklamaları karşılığında bir ödül olarak satmakta ve temelde bu tür yatırımcılara kaynak aktarımı yapmaktadır.

Bu teoriler aynı zamanda fiyat istikrarı uygulamalarından da kimin yararlandığı konusundaki varsayımlara temel teşkil etmektedir (Chowdry ve Nanda,1996 ve Beneviste v.d., 1996). Buna göre Rock (1986) modeline göre fiyat istikrarı uygulamasından temelde küçük yatırımcı yararlanırken, Beneviste ve Spindt (1989) modeline göre ise kurumsal yatırımcılar fiyat istikrarı uygulamalarından yarar sağlayan kesim olmaktadır.

Beneviste, v.d.'nin (1998) bu iki teoriyi test ettiği çalışmasında fiyat istikrarı faaliyetlerinden yararlanan kesimin temelde kurumsal yatırımcılar olduğu, birincil piyasadan hisse alan bireysel küçük yatırımcının ise bu işlemde dolayı zarar gördüğü sonucuna varılmıştır.

Yine de ikincil piyasadaki küçük yatırımcılar, ortaya çıkan suni fiyatlarla çok fazla kandırılmamaktadır. Çünkü bu tür düşük talepli halka arzlarda her ne kadar kısa vadede fiyat hareketleri olmasa da, özellikle kurumsal yatırımcı kaynaklı olmak üzere büyük bir satış baskısı ile birlikte gerek küçük gerekse kurumsal yatırımcıların zayıf alım baskılarının sağladığı bilgi sonucunda küçük yatırımcılar ikincil piyasada temkinli bir tutum sergilemektedir.

Ancak her şeye rağmen, birincil piyasadan alım yapmış olan yatırımcıların ise ellerindeki hisseleri satma yönündeki talebi de düşük seyretmektedir. Bu durum iki şekilde yorumlanmaktadır: Bir açıklamaya göre, fiyat istikrarına yönelik faaliyetlerin uygulandığı bir halka arzda, hisselerine olan talebin zayıf olduğu gerçeği aracı tarafından başarılı bir şekilde saklanabilmiş olabilir. Ancak, bu yönde bir açıklamanın, ikincil piyasadaki zayıf alış talebinin açıkça görülebildiği bir durum için savunulması pek kolay olmayacaktır.

Bir diğerk açıklamaya göre ise, ilk halka arzlarda birincil piyasadan hisse alan bireysel yatırımcılar aracılarının hatırlı müşterileridir ve bu yüzden kendilerine söz konusu bu alış imkanı tanınmıştır. Ancak karşılığında da kendilerine geri satış kısıtları uygulanmaktadır. Dolayısıyla, ikinci el piyasadaki yatırımcılara nazaran daha az bilgili veya daha saf olmalarından çok, aracılarının uyguladığı geri satış kısıtı nedeniyle satış yapamamaktadırlar. Bu kısıtı ise ileride yapılacak olan halka arzlara katılabilmelerini sağlamak üzere katlandıkları bir maliyet olarak görmektedirler. Fiyat istikrarı işlemlerinin uygulaması bittikten sonra da bireysel yatırımcıların ellerindeki hisseleri satmamakta bir müddet devam etmesi, bu davranışın geri satım kısıtıyla ilgili olma ihtimalini kuvvetlendirmekte ve dolaylı da olsa yukarıdaki açıklamayı desteklemektedir. Bu açıklamanın doğru olduğunun varsayılması ile, fiyat istikrarı hareketlerinden bireysel yatırımcıların mağdur olmadığı savı desteklenmiş olacaktır.

Ancak yine de, Beneviste v.d (1998)'ye göre fiyat istikrarı faaliyetinden en çok yarar sağlayan kesim kurumsal yatırımcılar olmakta ve bu uygulama yatırımcıdan bilgi toplamak karşılığında onlara verilen bir ödül olarak düşük fiyatlamanın yanında tamamlayıcı bir unsur olarak kullanılmaktadır.

## **V. UZUN VADEDE FİYATLARA ETKİ**

İlk halka arzların kısa vadede göstermiş oldukları fiyat performansları kadar yıllara dağılmış uzun vade performansları da akademik çalışmalarda incelenmiştir. Etkin piyasa anlayışı ilk halka arzdan sonra ilgili hisse senedinin herhangi bir hisse senedinden farkı bulunmadığını ve fiyatın da senedin kendine özgü değerini temsil ettiğini vurgular. Dolayısıyla halka arz sonrası bir hisse senedinin fiyatını tahmin etme problemi sıradan bir varlık değerlendirme modeline dönüşmektedir.

Şirketlerin ilk halka arzlarında, hisselerin uzun vade performanslarına ilişkin olarak yapılan en önemli araştırmalardan birisi Ritter ve Welch (2002) tarafından yapılan çalışmadır. Bu çalışmada birincil halka arzı yapılan senetlerden oluşturulan bir varlık sepetinin 3 yıllık vadedeki performansı incelenmiştir. Bu incelemede ilgili sepetin mutlak anlamda değer kaybetmediği ancak piyasanın performansına oranla yarısı kadar getiri sağlayarak % 23.4 oranında nisbi bir kayba neden olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca

hesaplanan betalardan birincil halka arzı yapılan senetlerin yüksek seviyede sistematik risk içerdiği tespit edilmiştir.

İlk halka arzların uzun vadede düşük performans göstermesine ilişkin iki açıklama getirilmiştir. Bunlardan birisi Miller (1977) tarafından getirilen ve yatırımcıların değerlemeye ilişkin heterojen beklentilerinin olduğunu belirten görüşüdür. Buna göre yatırımcıların en iyimser olan kısmı bu senetleri almaktadır. Ancak zaman geçtikçe yatırımcı beklentileri birbirine yakınsayarak ortalama değerlemede buluşmakta, bu süreç dahilinde de hisse senedinin fiyatı uzun vadede düşmektedir.

Schultz (2001) tarafından yapılan açıklamaya göre ise halka arzlar başarılı halka arzları takip ettiğinden dolayı birincil halka arzların büyük bir kısmı düşük bir performans sergilemektedir. Jain ve Kini (1994) ve Mikkelson, Partch ve Shah'ın (1997) bulgularında ise uzun vadedeki olumsuz performansın zayıf finansal göstergelerle de birlikte ilerlediği görülmüştür. Heaton (2002) ise şirket yöneticilerinin aşırı iyimserlik göstererek kaynakların bol olduğu dönemlerde fazla yatırım yaptıklarını belirtmektedir. Teoh, Welch ve Wong (1998) halka arz sonrası düşük performansı şirketin önceki dönemlerindeki iyimserliğe bağlamaktadır. Şirketler halka arz öncesinde bir bakıma yatırımcılara iyi görünmek istemekte ancak daha sonra gelen sıkıntılı dönemlerde finansal tablolarındaki kötülemeyle birlikte fiyat performansları da olumsuz etkilenmektedir.

## **VI. AMPİRİK ÇALIŞMALARDA FİYAT İSTİKRARI FAALİYETİNİN UYGULANDIĞINA İŞARET EDEN KRİTERLER**

İlk halka arzlarda fiyat istikrarı sağlayıcı faaliyetlerin mevcut olup olmadığını veya bu faaliyetlerin muhtemel etkilerinin ampirik olarak araştırılması esansında ortaya çıkan en önemli konulardan biri hiç şüphesiz bu tür faaliyetlerin uygulanıp uygulanmadığına dair bilginin toplanabilmesidir. Bu tür faaliyetler birçok durumda resmen açıklama yapmaksızın yapılmaktadır.

Fiyat istikrarı sağlayıcı faaliyetlerin olup olmadığının tespitine yönelik olarak ampirik çalışmalarda kullanılan belli başlı kriterleri Kennedy, v.d. (2002) aşağıdaki şekilde vermektedir:

- Ek satış hakkı (over-allotment) opsiyonunun kullanılmasının fiyat istikrarı faaliyetinin varlığı hakkında verdiği bilgi:
    - Kısmen kullanılırsa – fif var
    - Tamamen kullanılırsa – fif yok
  - Halka arz fiyatının kayıt başvuru dosyasında belirtilen ve revize edilen fiyatı “amended filing range” ile karşılaştırılması ile de aracılardan fiyat istikrarını sağlayıcı faaliyette bulunup bulunmadığı konusunda bir sonuca ulaşabilmek mümkündür. Hanley (1993)’de bahsedildiği üzere, halka arzedilecek hisselerin nihai halka arz fiyatının belirlenmesinde, aracılardan halka arz sürecindeki gelişmeleri ve edinilen bilgileri de hesaba katarak bir ayarlama yapabilmektedir. Bu düzeltilmiş fiyat aralığı ile halka arz fiyatının karşılaştırılması sonucunda, Aggarwal (2000)’de tespit edilen bulgulara göre:
    - Halka arz fiyatı < alt sınır – fif var
    - Halka arz fiyatı > üst sınır – fif yok
  - Bir başka yöntem de ilk gün getirilerinin seyrine bakmaktır. Örneğin Aggarwal (2000)’de ilk gün getirileriyle ilgili olarak;
    - İlk gün getirisi < %5 – fif var
    - İlk gün getirisi > %5 – fif yok
- çıkarsaması yapılmaktadır.

## VII. TÜRKİYE’DE FİYAT İSTİKRARI UYGULAMALARI ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Küçükkocaoğlu ve Alagöz (2006?) tarafından yapılan çalışmada, SPK’nın fiyat istikrarı tebliğinin yayımlandığı tarih olan 17.12.2003 tarihinden itibaren 2005 yılının sonuna kadar gerçekleşen 20 halka arz işlemi çerçevesinde fiyat istikrarı uygulanan (7) ve uygulanmayan (13) ihraçların performansları karşılaştırılmış ve doksan güne kadarki fiyat hareketlerinden bu iki grup arasında fark olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada çıkan sonuçlar istikrar işleminin uygulandığı halka arzlarda yüksek fiyatlamaya olgusunun

varlığına işaret etmekle birlikte, otuzuncu günde hariç olmak üzere, getirilerde istatistikî olarak anlamlı bir fark bulunmamıştır. Ancak, fiyat istikrarı sağlayan firmaların hisse fiyatlarında sistematik olarak daha düşük volatilitenin gözlemlendiği bildirilmiştir.

Türkiye için yapılan çalışmalarda en büyük dezavantaj, hiç şüphesiz, düşük sayıda veriyle çalışma zorunluluğunun getirdiği zorluklar olmaktadır. Türkiye’de ilk halka arzlarda fiyat istikrarının yasal olarak uygulanabilmesi, ancak 2003 yılı sonu itibariyle mümkün olmuş, bu tarihten sonra ise 2006 yılı sonuna kadarki üç yıllık sürede 35 halka arz gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 12 tanesi borsada satış, diğer 23 tanesi ise talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Talep toplama yöntemi kullanılan halka arzların 16’sında ise fiyat istikrarı sağlamaya yönelik işlemlerde bulunulacağı beyan edilmiştir. Dolayısıyla şu anda elimizde 16 fif uygulanmış olabilen ve 19 fif uygulanmayan halka arz mevcuttur. Fif uygulamasını ek satış yönteminin uygulanması şartına bağlı olarak beyan eden ise 2 şirket bulunmaktadır.

## VIII. SONUÇ

İlk halka arzlardan sonraki dönemde hisse fiyatlarının seyri, gerek yatırımcılar açısından gerekse akademik açıdan ilgi çekici bir konu olma özelliğini sürdürmektedir. Bu çalışmada, ileride Türk piyasası ile ilgili olarak yapılacak kapsamlı bir uygulama çalışmasına temel teşkil etmesi amacıyla, ilk halka arzlarda fiyatlama olgusu hakkındaki literatür incelenmiş ve belli başlıklar altında özetlenmiştir.

İlk halka arzlarda birçok durumda gözlemlenen ve akademik araştırmalarda da tespit edildiği üzere düşük fiyatlama yaygın olarak kullanılan bir yöntem olmaktadır. Bu davranışın teorik açıklamaları, asimetrik bilgi problemine dayanan ve dayanmayan görüşler çerçevesinde değişik açılardan yapılmıştır. Asimetrik bilgi problemine dayanan bütün bu teoriler, düşük fiyatlamanın düzeyinin bilgi asimetrisinin şiddetiyle doğru orantılı olduğunu vurgulamaktadır. Bu modellerde asimetrik bilginin ağırlığı azaldıkça, düşük fiyatlama olgusu da ortadan kalkmaktadır. Asimetrik bilgi, ihraççı ile yatırımcı arasında, hem birinin hem de diğerinin lehine olabilmektedir. Ayrıca, ihraççı ile aracılar arasında da meydana gelebilecek bilgi asimetrisi problemleri, düşük fiyatlama olgusunu çeşitli şekilde açıklayan teorilere temel teşkil etmiştir. Asimetrik bilgiye dayanmayan

açıklamalarda ise, çeşitli risklerden kaçınma, aracılardan monopson güçlerini kullanmaları ve spekülasyon yatırımcıların işlemleri gibi konular ön plana çıkmaktadır.

Asimetrik bilgi probleminin baz alındığı durumda, söz konusu problemin hafifletilmesine yönelik olarak “grey market” işlemleri kimi ülkelerde uygulanmaktadır.

İlk halka arzlarında fiyat istikrarını sağlayıcı faaliyetler, temel olarak üç şekilde gerçekleştirilmektedir. Aracılar, ya halka arz fiyatını geçmeyen bir fiyattan doğrudan alım yapmak için taahhüt altına girmekte, ya ek satış hakkı kullanılmakta, ya da halka arz edilen hisseleri birincil piyasadan alan yatırımcıların bunları hemen geri satması (flip) durumunda çeşitli müeyyideler getirilebilmektedir.

Fiyat istikrarı faaliyetlerinin kaynak aktarımı açısından hangi kesimlere faydalı olduğu da farklı şekillerde açıklanmaktadır. Bir görüşe göre, piyasa hakkında nispeten daha fazla bilgiye sahip kurumsal yatırımcıların lehine bir kaynak aktarımı söz konusu olurken, bazı görüşlere göre bu faaliyetten yarar sağlayan kesim, nispeten az bilgi sahibi küçük bireysel yatırımcıdır.

İlk halka arzlarının uzun vadedeki performansları konusu da literatürde geniş yer tutan bir alandır. İlk halka arzlarının uzun vadede düşük performans göstermesine ilişkin iki açıklama getirilmiştir. Bunlardan birine göre, yatırımcıların değerlemeye ilişkin heterojen beklentileri bulunmaktadır ve yatırımcıların en iyimser olan kısmı bu senetleri almaktadır. Ancak zaman geçtikçe yatırımcı beklentileri birbirine yakınsayarak ortalama değerlemede buluşmakta, bu süreç dahilinde de hisse senedinin fiyatı uzun vadede düşmektedir. Bir diğer açıklamaya göre ise halka arzları başarılı halka arzları takip ettiğinden dolayı birincil halka arzlarının büyük bir kısmı düşük bir performans sergilemektedir. Ayrıca, uzun vadedeki olumsuz performansın zayıf finansal göstergelerle de birlikte ilerlediği de tespit edilmiştir. Bir görüş de halka arz sonrası düşük performansı şirketin önceki dönemlerindeki iyimserliğe bağlamaktadır.

Türkiye’de ilk halka arzlarında fiyat istikrarı uygulamasının incelendiği bir çalışmada çıkan sonuçlar istikrar işleminin uygulandığı halka arzlarında yüksek fiyatlamaya olgusunun varlığına işaret etmekle birlikte, getirilerde istatistikî olarak anlamlı bir fark bulunmamıştır. Ancak, fiyat istikrarı sağlayan firmaların hisse fiyatlarında sistematik olarak daha düşük volatilitenin gözlemlendiği bildirilmiştir. Türkiye için yapılan çalışmalarda en büyük dezavantaj, hiç şüphesiz, düşük sayıda veriyle çalışma zorunluluğunun getirdiği zorluklar olmaktadır.

## KAYNAKLAR

- Aggarwal, Reena, 2000, Stabilization activities by underwriters after initial public offerings, *Journal of Finance* 55, 1075-1103.
- Aussenegg W., P. Pichler, and A. Stomper, 2006, "IPO Pricing with Bookbuilding and a When-Issued Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 829-862.
- Baron, David P., 1982, A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance* 37, 955-976.
- Benveniste, Lawrence M., Walid Y. Busaba ve William J. Wilhelm, Jr., 1996, Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues, *Journal of Financial Economics* 42, 223-256.
- Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt, 1989, How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-362.
- Benveniste, Lawrence M., Sina M. Erdal, and William J. Wilhelm, Jr., 1998, Who benefits from secondary market price stabilization of IPOs, *Journal of Banking and Finance* 22, 741-767.
- Chowdhry, Bhagwan and Vikram Nanda, 1996, Stabilization, syndication, and pricing of IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 25-42.
- Cornelli, Francesca, David Goldreich and Alexander Ljungqvist, 2004, "Pre-IPO Markets", working paper, London Business School.
- Curley A. J. Ve Hans R Stoll, 1970, Small business and the new issues market for equities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, 309-322.
- Drake, Philip D. and Michael R. Vetsuypens, 1993, IPO underpricing and insurance against legal liability, *Financial Management* 22, 64-73.
- Ellul, A. and M. Pagano, 2003, IPO underpricing and after-market liquidity, *Centre for Studies in Economics and Finance, Working Paper No:99*
- Fishe, Raymond P. H., 2002, How stock flippers affect IPO pricing and stabilization, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, 319-340.
- Habib, Michel, and Alexander Ljungqvist, 2001, Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence, *Review of Financial Studies* 14, 433-458.
- Hanley, Kathleen Weiss, 1993, The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
- Heaton, J.B., 2002, Managerial optimism and corporate finance, *Financial Management*, 31, 33-45

- Jain, Bharat A. and Omesh Kini, 1994, The post-issue operating performance of IPO firms, *Journal of Finance* 49, 1699-1726.
- Jegadeesh, Narasimhan, Mark Weinstein and Ivo Welch, 1993, An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.
- Kennedy, Duane B., Ranjini Sizakumar ve Kenneth R. Vetzal, 2002, Stabilization activities by underwriters in the IPO aftermarket and the firm's long run risk and return, submission for the NFA 2002 meetings.
- Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2006?, Halka arzlarda fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin etkinliği üzerine bir inceleme, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, basım aşamasında.
- Lewellen, Katharina. 2006, Risk, reputation and price support, *Journal of Finance*, 61, 613-653.
- Löffler, Gunter, Patrick F. Panther and Erik Theissen, 2002, "Who Knows What When? The Information Content of PreIPO Market Prices", working paper, University of Frankfurt/Main.
- Logue, Dennis E., 1973, On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.
- Lowry, Michelle, and Susan Shu, 2002, Litigation risk and IPO underpricing, *Journal of Financial Economics*, 65,309-335.
- Michaely, Roni, and Wayne H. Shaw, 1994, The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories, *Review of Financial Studies* 7, 279-319.
- Mikkelson, Wayne H., M. Megan Partch and Kshitij Shah, 1997, Ownership and operating performance of companies that go public, *Journal of Financial Economics* 44, 281-307.
- Miller, Edward M., 1977, Risk, uncertainty, and divergence of opinion, *Journal of Finance* 32, 1151-1168.
- Muscarella, Chris J. and Michael R. Vetsuypens, 1989, A simple test of Baron's model of IPO underpricing, *Journal of Financial Economics* 24, 125-136.
- Reilly, Frank K., 1973, Further evidence on short-run results for new issues investors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 83-90.
- Ritter, Jay R., 1984, The hot issue market of 1980. *Journal of Business* 57, .215-40.
- Ritter, Jay R., 1998, Initial public offerings, *Contemporary Finance Digest*.
- J.Ritter ve Welch, I., 2002, A review of IPO Activity, pricing and allocations, *NBER Working Paper No.8805*



- Rock, Kevin, 1986, Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187- 212.
- Schultz, Paul, 2001, Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs, unpublished University of Notre Dame working paper.
- Schultz, Paul, and Mir Zaman, 2001, Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued? *Journal of Financial Economics* 59, 347-381.
- Sherman, Ann, and Sheridan Titman, 2000, Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information, *Journal of Financial Economics* 65,3-29
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch and T. J. Wong, 1998, Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 53, 1935-1974.
- Tinic, Seha M., 1988, Anatomy of initial public offerings of common stock, *Journal of Finance* 43, 789-822.
- Zhang, 2004, Why do IPO underwriters allocate extra shares when they expect to buy them back? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,39, 571-594.