

**HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA
ARACILIK TÜRÜ, ARZ YILI VE ARACI KURUM
ETKİLERİ: İMKB'DE BİR İNCELEME**

Gökçe YILDIZ SAĞLAM

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı
İşletme Bilim Dalı
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Eskişehir
Ekim, 2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne

Gökçe YILDIZ SAĞLAM'ın YÜKSEK LİSANS tezi olarak hazırladığı “ Halka Arzda Düşük Fiyatlandırmaya Aracılık Türü, Arz Yılı ve Aracı Kurum Etkileri: İMKB’de Bir İnceleme” başlıklı bu çalışma, jürimizce lisansüstü yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye: Yrd. Doç. Dr. Arzum ERKEN ÇELİK (Danışman)



Üye: Doç. Dr. Özcan DAĞDEMİR



Üye: Yrd. Doç. Dr. Birol YILDIZ



Üye: Yrd. Doç. Dr. Murat KİRACI



Üye: Yrd. Doç. Dr. Nurullah UÇKUN



ONAY

.../ .../ 2007

ÖZET

HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYA ARACILIK TÜRÜ, ARZ YILI VE ARACI KURUM ETKİLERİ: İMKB’DE BİR İNCELEME

YILDIZ SAĞLAM, GÖKÇE

Yüksek Lisans–2007

İşletme

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Arzum Erken Çelik

Türkiye’de şirketler, yaşanan konjonktürel dalgalanmalar karşısında varlığını sürdürebilmek ve rakiplerine üstünlük sağlayabilmek için finansman kaynağı olarak çoğunlukla borsayı tercih etmektedir. Bu amaçla şirketler, halka açık olmayan hisselerini borsada işlem görmek üzere halka arz etmektedir. Hisse senetleri ilk defa halka arz edilirken şirketlerin, yatırımcının ilgili hisse için ödemeyi öngördüğü fiyatı bilmesi mümkün değildir. Doğru fiyatlandırma ancak aracı kurumların şirketleri doğru yönlendirmesiyle gerçekleşir. Aracı kurumlar halka arzdan kaynaklı risklere karşı kendilerini garantiye almak için ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyatlarını düşük belirleyebilmektedir.

Bu çalışmada, tek aracı kurum tarafından ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performanslarının incelenerek düşük fiyatlandırma yapılıp yapılmadığının; düşük fiyatlandırma söz konusu ise aracı kurumun, aracılık türünün ve halka arz yılının düşük fiyatlandırmaya etkisinin araştırılması amaçlanmıştır. Çalışma 1993–2006 yılları arasında İMKB’de tek aracı kurum tarafından ilk defa halka arz edilmiş 40 hisse senediyle gerçekleştirilmiştir. Fiyat performansının incelenmesi için öncelikle kısa orta ve uzun dönemde ham, endeks ve anormal getiriler hesaplanmıştır. Çalışmada söz konusu hisse senetlerinin kısa dönemde anormal getiri sağladığı gözlemlenmiştir. Bu bulgudan yola çıkarak hisse senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlandırıldığı ortaya konmuştur. Analizin ikinci aşamasında aracı kurumun, aracılık türünün ve halka arz yılının düşük fiyatlandırmaya olan etkisi ANOVA yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma bulguları beklenenin aksine, düşük fiyatlandırma olgusunun halka arz türü, halka arz yılı ve aracı kurumdan bağımsız gerçekleştiğini göstermiştir.

ABSTRACT

THE EFFECT OF UNDERWRITING, OFFERING DATE AND INTERMEDIARY
INSTITUTIONS ON PUBLIC OFFERINGS: A STUDY IN ISTANBUL STOCK
EXCHANGE MARKETYILDIZ SAĞLAM, GÖKÇE
Master's in Master Thesis-2007
Business Administration

Advisor: Assistant Professor Dr. Arzum ERKEN ÇELİK

Firms in Turkey may tend to rely on various financial resources, especially in the stock market as a source of financials, in order to survive the fluctuations and to establish superiority among the rival firms. For that reason, firms go public to set free their shares on the stock market to attract public interest. It is almost impossible for the issuers, namely the firms, to correctly predict the price investors would pay for the stock when they are first offered for the public. Accurate pricing of the stock is only possible when the underwriters inform the issuers fully. Underwriters may mislead the issuers about their stock value to guarantee themselves against the risks of stocks not fully going public during offering.

In this study, it was aimed at investigating the effect of underwriter on the abnormal returns of stocks (underpricing) by looking into stock's price performance in short, medium and long-run. This study is conducted with 40 stocks whose first public offerings are carried out by only one underwriter between the years 1993-2006. To investigate the short, medium and long-term price performance of these stocks, raw, index and abnormal returns are computed. These returns are analyzed for underpricing by looking at returns that were higher or lower than the expected price. In the study, it was seen that in the short run, the stocks yielded abnormal returns, yet on the middle and long-run, these returns converge to the normal price level. Based on that finding, it was concluded that underpricing was active on the short-run. In the second phase of analysis, underpricing was investigated with reference to the variables underwriter, underwriting and year of underwriting by ANOVA analysis. The results showed that the independent variables have no significant effect on underpricing.

İÇİNDEKİLER

Özet.....	iii
Abstract.....	iv
Tablo.....	viii
Şekiller ve Grafikler.....	ix
Kısaltmalar.....	x
 GİRİŞ.....	 1
BİRİNCİ BÖLÜM	
HALKA ARZ ve HALKA ARZA ARACILIK.....	2
1.1 HALKA ARZ KAVRAMI.....	2
1.2 HALKA ARZ YÖNTEMLERİ.....	5
1.2.1 Mevcut Hisselerin Bir Kısımının Borsada veya Borsa Dışında Halka Arz Edilmesi.....	5
1.2.2 Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....	6
1.2.2.1 Halka Açık Olmayan Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı...	7
1.2.2.2 Halka Açık Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı.....	7
1.3 HİSSE SENEDİ SATIŞ YÖNTEMLERİ.....	8
1.3.1 Talep Toplama Yöntemi.....	8
1.3.1.1 Sabit Fiyatla Talep Toplama.....	8
1.3.1.2 Fiyat Teklifiyle Talep Toplama.....	9
1.3.2 Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	9
1.3.3 Borsada Satış Yöntemi.....	9
1.4 HİSSE SENEDİ ARZ FİYATINI BELİRLEME YÖNTEMLERİ.....	9
1.4.1 Defter Değeri.....	11
1.4.2 Tasfiye Değeri.....	11
1.4.3 Net Aktif Değeri.....	11
1.4.4 Gerçek Değer.....	11
1.4.5 Piyasa Değeri / Defter Değeri.....	12
1.4.6 Fiyat / Kazanç Oranı.....	12
1.4.7 İşleyen Teşebbüs Değeri	12

1.4.8 İskonto Edilmiş Nakit Akışları Analizi	13
1.5 HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYI AÇIKLAMAYA YÖNELİK HİPOTEZLER.....	13
1.5.1 Asimetrik Bilgi Hipotezi.....	14
1.5.2 Sigorta Hipotezi.....	14
1.5.3 Spekülatif Balon Hipotezi.....	15
1.5.4 Riskten Kaçan Aracı Kurum Hipotezi.....	15
1.5.5 Monopson Güç Hipotezi.....	15
1.6 HALKA ARZDA TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMALARI.....	16
1.7. HALKA ARZDA ARACILIK FAALİYETLERİ.....	22
1.7.1 Birincil Piyasada Aracılık.....	23
1.7.2 İkincil Piyasada Aracılık.....	23
1.8 HALKA ARZDA ARACILIK.....	23
1.8.1 En İyi Gayret Aracılığı.....	24
1.8.2 Aracılık Yüklenimi.....	24
1.8.2.1 Bakiyeyi Yüklenim.....	25
1.8.2.2 Tümünü Yüklenim.....	25
1.8.2.3 Kısmen Tümünü Yüklenim.....	26
1.9. ALIM SATIMA ARACILIK.....	26
1.10. DİĞER FAALİYETLER.....	26

İKİNCİ BÖLÜM

TEK ARACI KURUM TARAFINDAN HALKA İLK DEFA ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....	27
2.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	27
2.2 .VERİ YAPISI.....	28
2.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	30
2.3.1. Ham Getirilerin Hesaplanması.....	33
2.3.2. Endeks Getirilerin Hesaplanması.....	37
2.3.3. Anormal Getirilerin Hesaplanması.....	39

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI.....	40
3.1. BULGULAR.....	40
3.1.1. Kısa Dönem Verileri ile İlgili Bulgular.....	40
3.1.2. Orta Dönem Verileri ile İlgili Bulgular.....	44
3.1.3. Uzun Dönem Verileri ile İlgili Bulgular.....	47
3.2. İLK GÜN VE İLK AY ANORMAL GETİRİLERİNE AİT ANOVA BULGULARI	52

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TARTIŞMA, YARGI VE ÖNERİLER.....	59
4.1. TARTIŞMA VE YARGILAR.....	59
4.1.1 Fiyat Performansına İlişkin Bulguların Değerlendirilmesi.....	59
4.1.2. Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi.....	61
4.2. ÖNERİLER.....	64
KAYNAKÇA.....	

TABLOLAR

Tablo 1: İMKB’de Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar.....	22
Tablo 2: 1 Ocak 1993 - 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen ve Halka Arzı Tek Aracı Kurum Tarafından Gerçekleştirilen Hisse Senetleri.....	28
Tablo 3:1 Ocak 1993 - 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerinin Arzına Aracılık Eden Kurumlar.....	29
Tablo 4: İlk Gün ve İlk Ay Sonundaki Ham Getiriler.....	34
Tablo 5: Birinci Yıl Sonundaki Ham Getiriler.....	35
Tablo 6: İkinci ve Üçüncü Yıl Sonundaki Ham Getiriler.....	36
Tablo 7 : Dönemlere Göre Endeks Getirileri.....	38
Tablo 8: İlk Gün ve İlk Ay Sonundaki Anormal Getiriler.....	39
Tablo 9: İlk Yıl Sonundaki Anormal Getiriler.....	45
Tablo 10: İkinci ve Üçüncü Yıl Sonundaki Anormal Getiriler.....	48
Tablo 11: Halka Arz Yılı ANOVA Sonuçları.....	55
Tablo 12: Halka Arza Aracılık Türü ANOVA Sonuçları.....	56
Tablo 13: Aracı Kurum ANOVA Sonuçları.....	57

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER

Şekiller

Şekil 1: Hisse Senedi Fiyat Oluşum Kılçığı.....	10
---	----

Grafikler

Grafik 1: İlk Gün Anormal Getirileri.....	42
Grafik 2: İlk Ay Anormal Getirileri.....	43
Grafik 3 : İlk Yıl Anormal Getirileri.....	46
Grafik 4 : İkinci Yıl Anormal Getirileri.....	49
Grafik 5 : Üçüncü Yıl Anormal Getirileri.....	51

KISALTMALAR

GMYO : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

END : Endüstri

MD : Menkul Değerler

MK : Menkul Kıymetler

YO :Yatırım Ortaklığı

GİRİŞ

Türkiye’de şirketler, belli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar sermaye ihtiyaçlarını içsel ve dışsal kaynaklardan sağlayabilir. Halka arz, şirketlerin kullandığı dış kaynakların başında yer alır. Halka arzla birlikte şirketlerin finansman sağlaması, hisse senetlerine likidite kazandırılması, şirketlerin hem yerli hem yabancı yatırımcılar tarafından daha iyi tanınması, hisselerinin bir grubun elinden çıkması ve geniş yatırımcı kitlesine ulaşması mümkündür.

Hisse senetlerinin halka arzında şirketle yatırımcıyı buluşturan mekanizma, aracı kurumlardır. İlk halka arzda aracı kurumların en büyük sorumluluklarından biri hisse senedi fiyatını belirlemektir. Diğer bir sorumluluğu ise halka arz edilecek hisselerinin tamamını maksimum karlılıkla satmaktır. Hisse sahibi şirketler, doğru fiyatlandırma ve maksimum kar için halka arzdan önce, aracı kurumlarla aracılık yüklenim türünü belirleyen bir sözleşme yapar. Hisselerin tamamı satılmadığında aracı kurumlar, şirketlerle yaptıkları anlaşmaya bağlı olarak kalan bakiyenin bir kısmını veya tamamını yüklenir. Eğer aracı kurum, halka arzı tek başına gerçekleştirecekse bakiyeyi kısmen veya tamamen yüklenmek, onun açısından ekstra bir maliyettir. Aracı kurumlar bu tarz risklerden doğacak maliyetleri düşürmek için ilk defa halka arz edeceği hisselerin fiyatlarını düşük belirleyebilir.

Bu tez çalışmasında 1993–2006 yılları arasında İMKB’de ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiş hisse senetlerinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığının araştırılması; halka arza aracılık türünün, halka arz yılının ve aracı kurumların pozitif anormal getiriler üzerindeki etkisinin ortaya çıkartılması amaçlanmıştır.

Çalışma, daha önce etkisi araştırılmamış olan aracı kurumların, halka arz yılının, halka arza aracılık türünün pozitif anormal getirilerle ilişkisini incelemesi, aracı kurumlardan hangilerinin düşük fiyatlandırma yaptığının tespit edilerek literatüre katkıda bulunması bakımından önemlidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ ve HALKA ARZA ARACILIK

1.1 HALKA ARZ KAVRAMI

Şirketlerin halka arz yoluyla finansman sağlaması, dünya ve Türkiye piyasalarında oldukça sık rastlanan bir durumdur. Çünkü halka arzla elde edilen tüm fonlar doğrudan işletme kaynaklarına yönlendirilebilmektedir. Bu nedenle halka arz, şirketler için önemlidir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3/c maddesi Seri: I No:26 Tebliği’nde, halka arz *“sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması; halkın bir anonim şirkete katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı”* şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanıma göre halka arzın, hisse senetlerine ilk defa borsada pazar açılması, halkın anonim şirketlere kuruluşta kurucu veya ortak olmasına davet edilmesi şeklinde değerlendirilmesi mümkündür. Sermaye Piyasası Kanunu’nun halka arz için yaptığı geniş tanımlamasında halka arzın kapsamı ve önemi açıkça görülmektedir.

Halka arzın tanımı, kapsamı ve öneminin daha iyi anlaşılması, literatürde var olan halka arzla ilgili kavramların açıklamasına yardımcı olacaktır.

Halka arzla ilgili literatürde iki kavram göze çarpmaktadır: *Halka Açılma ve Halka Arz*. Bu iki kavram birbirinden farklı gibi görünse de yakından ilişkilidir.

Halka arz, daha önce açıklandığı gibi halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, hisse senetlerine ilk defa borsada pazar açılmasıdır. Halka açılma ise, *halka kapalı bir şirketin, halkın katılmasına olanak verecek biçimde, sermaye yapısında gerekli düzeltmelerin yapılmasıdır*. Halka açılma, daha kapsamlı olarak *bir şirketin yeni*

ortak edinmek üzere hisse senetlerini belirli bir aile, belirli bir grup veya kişinin elinden çıkararak halka satmasıdır (Sayar, 2003). Halka açılma sonucunda şirketlerin daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşabilmesi önemli bir noktadır.

Bir diğer tanıma göre, halka kapalı bir şirket ilk defa halka arz gerçekleştirirse bu halka açılmadır (Koç, 1998). Halka açılmanın temelinde, halka kapalı bir şirketin hisselerini ilk defa halka arz etmesi vardır.

Halka arz, halka açılmaya göre daha geniş çerçeveye sahiptir. Halka arzın temelinde önceden halka arz edilmiş hisse senetlerinin yeniden halka arzı vardır. Oysa halka açılma, hisselerin ilk defa halka arz edilmesi durumunda kullanılan bir kavramdır. Bir anlamda halka arz, halka açılmayı kapsamaktadır.

Halka arz kavramı, birden fazla halka arz edilmiş hisseler için kullanıldığından, daha önce halka arz edilmemiş hisseler için halka açılma kavramı kullanılmaktadır. Literatürde ise halka açılma kavramı yerine “ilk defa halka arz” kavramı kullanımı daha yaygındır.

Sonuç olarak finans literatüründe, ilk defa halka arz etme kavramı ile halka açılma kavramının çoğunlukla aynı anlamda kullanıldığı görülür.

Halka arzın ve halka açılmanın, şirketler açısından avantajları şöyledir:

- * Halka arz ile sermaye birikimi ve sermaye dağılımının daha adil olması sağlanır.

- * Hisse senetlerinin pazarlanabilirliği artar. Şirketler halka açıldığında hisse senetleri daha çok kişiye ulaşacak başka bir deyişle belirli bir grubun elinden çıkmış olur. Bu nedenle pazarlanabilirliği artar (Düzakın, 1998).

- * Halka açık şirketler yabancı yatırımcılar tarafından daha rahat tanınmış olur. Halk arz sayesinde ulaşılamayan yatırımcılara ulaşılması sağlanır.

* Şirketleri kurumsallaşmaya teşvik eder. Halka arz sürecinde, İMKB ve Sermaye Piyasası Kurulu, halka açılacak şirketlerle ilgili bazı denetlemeler yapar. Şirketler bu denetlemelere hazırlanırken kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmış olur. Profesyonel yöneticiliğe geçiş sağlanır ([http:// www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)).

* Likidite sağlanır. Şirket hisselerinin borsada işlem görmeye başlaması, organize olmuş bir piyasada işlem görmesi demektir. Organize olmuş piyasada hisse senedi fiyatı, arz talebe göre oluşur. Hisseler bir değer kazanır. Borsadaki hisseler bir piyasa değerine sahip olduğundan, yatırımcılar bu hisseleri bir teminat olarak görür. Sonuçta hisseleri kolaylıkla satabilirler ve hisseler likidite kazandırabilirler (Düzakın, 1998).

* Halka arzla birlikte hisse senetlerinin borsada işlem görmesi sağlanır ve işletmeler bu sayede yabancı ülkelere menkul kıymet ihraç edebilir. Böylece hisseler yurtdışı piyasalarda işlem görebilir.

* “Kredibilite olanağı sağlanır. Hisse senetlerinin borsada işlem görmesi bankacılık ve para piyasasında kredibilitiyi artırarak daha ucuz ve kolay kredi imkanları sağlar.” (Düzakın, 1998, 12)

Hisse senetlerinin halka arzının avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da vardır. Bunlar:

* Hisseler halka açıldığında şirkete yeni ortaklar geleceği için yönetim ve kontrol mekanizmalarında bazı problemler yaşanabilir.

* Halka arz maliyetli bir iştir. Halka arzda, maliyetlerin dört grup içinde değerlendirilmesi mümkündür:

1) “Aracı Kurumlara Ödenen Ücretler

2) SPK’ ya Ödenen Ücretler: Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve satışı yapılacak olan hisse senetlerinin ihraç değerinin % 0,2’si tutarında kayıt ücreti alınmaktadır.

3) İMKB'ye Ödenen Ücretler

4) Diğer Maliyet Unsurları: Halka arz gerçekleştiren (ihraççı) şirketin halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretler dışında bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödediği ücretleri, yurtdışı ve yurtiçi tanıtım masraflarını, reklam vb. diğer masrafları içerir ([http:// www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)).

* Halka arz için şirket faaliyet raporlarının halka açıklanması gerekir. Bu nedenle rakip firmalar şirketle ilgili bazı bilgelere ulaşmış olur.

1.2 HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

Şirket hisselerinin halka arzı, kuruluşta halka arz ve kuruluştan sonra halka arz şeklinde ikiye ayrılır. Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan bazı maddeler kapsamında, kuruluşta halka arz gerçekleştirildiğinde bazı prosedürler uygulanır.

Çoğu şirket bu formaliteler yüzünden kuruluş aşamasında hisse senetlerini halka arz etmeyi tercih etmemektedir. Genellikle, şirketler aniden kurulup tüzel kişilik kazanmayı ve sonrasında sermaye artırımını yoluyla halka açılmayı tercih etmektedir. (Karşlı, 2004)

Kuruluştan sonra halka arz, mevcut hisselerin halka arzı, sermaye artırımını yoluyla halka arz ve iki yöntemin birlikte kullanılması şeklinde gerçekleşir.

1.2.1. Mevcut Hisselerin Bir Kısımının Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Edilmesi

Bu yöntemde, hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler.

Hisse senetleri borsada kote ise halka arz edilmesi için İMKB Kurulu'ndan izin alınması yeterlidir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I, No: 26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir.

Hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin

a- “Belli bir tertip ve gruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,

b- Nominal değerleri toplamının, SPK’ ya başvuru tarihi itibariyle ortaklığın nominal sermayesine oranının en az;

— Sermayeleri 12.209.760 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,

— Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,

— Sermayeleri 61.048.800 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,

c-Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.” (<http://www.imkb.gov.tr>, 30.08.2007)

1.2.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Bu yöntemle, mevcut ortakların pay alma hakkı kısmen veya tamamen kısıtlanarak şirkete yeni ortakların katılması sağlanır. Hisseler borsada veya borsa dışında halka satılabilir.

Diğer yöntem olarak mevcut hissedarlar, yeni pay alma haklarını kullandıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Sermaye artırımıyla eski ortakların payı azalır. Şirket, azalan payların satış fiyatıyla satış miktarının çarpımı kadar fon sağlamış olur. Bu fon doğrudan şirket bünyesinde kullanılır. (Sayar, 2003)

Sermaye artırımı yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılabacak nominal sermayeye oranının en az;

—“ Sermayeleri 12.209.760 YTL kadar olan ortaklıklar için %25,

— Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için %15,

— Sermayeleri 61.048.800 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması gerekmektedir ”(<http://www.imkb.gov.tr> , 30.08.2007) .

Sermaye artırımı yoluyla halka arz, halka açık olan ve olmayan şirketlerde uygulanır.

1.2.2.1. Halka Açık Olmayan Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı

Halka açık olmayan şirketler, yapacakları sermaye artırımlarında ortakların yeni pay alma (rüçhan) haklarını kısıtlayarak hisselerini halka arz edebilirler. Bunun gerçekleşmesi için şirket ana sözleşmesinde gerekli değişikliklerin yapılması gerekir. Bu değişiklikler için İMKB Kurulu’nun onayı alınır. Onaydan sonra, şirket, genel kurul yapar ve bu değişiklikler hakkındaki kararı genel kurul kararı haline getirir. Son aşamada ise, hisselerin Kurul Kaydı’na alınması için İMKB’ye başvurulur (Karşlı, 2004).

1.2.2.2. Halka Açık Şirketlerin Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzı

Kayıtlı sermaye sistemi dahilinde olmayan şirketlerde, yönetim kurulu, ana sözleşmede sermaye değişikliğini içeren bir karar alır. Karar, İMKB Kurulu’nun onayına sunulur. Onaydan sonra genel kurulda sermaye artırımı kararı alınır. Son aşamada Kurul Kaydı’na alınması için İMKB’ye başvuru yapılabilir. Kayıtlı sermaye sisteminde ise, mevcut kayıtlı sermaye tavanı, artırım için yeterli ise genel kurul kararına gerek yoktur. Kurul Kaydına alınması için İMKB’ye başvuru yapılabilir (Karşlı, 2004).

Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması mümkündür. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde eder.

1.3. HİSSE SENEDİ SATIŞ YÖNTEMLERİ

1.3.1. Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan hisse senetlerine ilişkin talepleri toplanır. Toplam talep ve toplam satış miktarına bakılarak hisse dağıtımı yapılır (Koç, 1998).

Talep toplama, *sabit fiyatla talep toplama* ve *fiyat teklifiyle talep toplama* şeklinde yapılabilir.

1.3.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Bu yöntemde, satışa sunulan hisseler için sabit bir fiyat belirlenir. Yatırımcının fiyat seçme şansı yoktur (Karşlı, 2004)

Yatırımcılardan gelen talepleri toplamak için bir *talep formu* kullanılır. Yatırımcılar formu doldurduktan sonra talep ettikleri miktara ait bedeli, sirkülerde belirtilen banka hesap numarasına yatırır. Kişiler istedikleri takdirde taleplerine bir alt sınır koyabilir. Böylece kendilerine bu sınırın altında pay düştüğü zaman hisseleri almaktan vazgeçebilir (Karşlı 2004).

Taleplerin arz edilen miktardan az veya fazla olması durumunda değişik yöntemler izlenir. Toplam talep, satışa sunulan miktardan az olduğunda bütün talepler karşılanır. Fazla olduğunda ise satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür. Bulunan miktar ve altındaki talepler karşılanır. Toplam talep fazla olduğunda kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek dağıtılır. Dağıtım işlemi tüm satışa sunulan hisse senetleri bitinceye kadar devam eder (Koç, 1998).

1.3.1.2. Fiyat Teklifiyle Talep Toplama

Bu yöntemde hisselerin satışı için sabit bir fiyat belirlenmemiştir. Hisseler için minimum bir satış fiyatı belirlenip bu fiyat üzerindeki teklifler alınır. Toplanan teklifler en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru sıralanır. Her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli (kümülatif) miktarları gösteren bir tablo hazırlanır. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Talep, arz edilen hisse miktarından az ise hisseler yatırımcılar arasında talep miktarlarıyla orantılı olarak dağıtılır. Talep fazla ise en yüksek fiyatlı talepten başlanarak dağıtım yapılır (Koç, 1998).

1.3.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Yöntem, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre belirli satış yöntemi uygulama zorunluluğu olmayan ihraççılar tarafından kullanılır. Hisseler talep toplamaksızın belirli bir fiyat tespit edilerek halka arz edilir.

1.3.3. Borsada Satış Yöntemi

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, rüçhan hakkı karşılığı satışlar hariç, borsada satış yöntemini uygulayabilir. Satışın borsada yapılabilmesi için satıştan en az 20 işgünü önce Borsa'ya başvuruda bulunulması, Borsa Yönetim Kurulu tarafından kabulü ve ilanı gerekir ([http:// www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)).

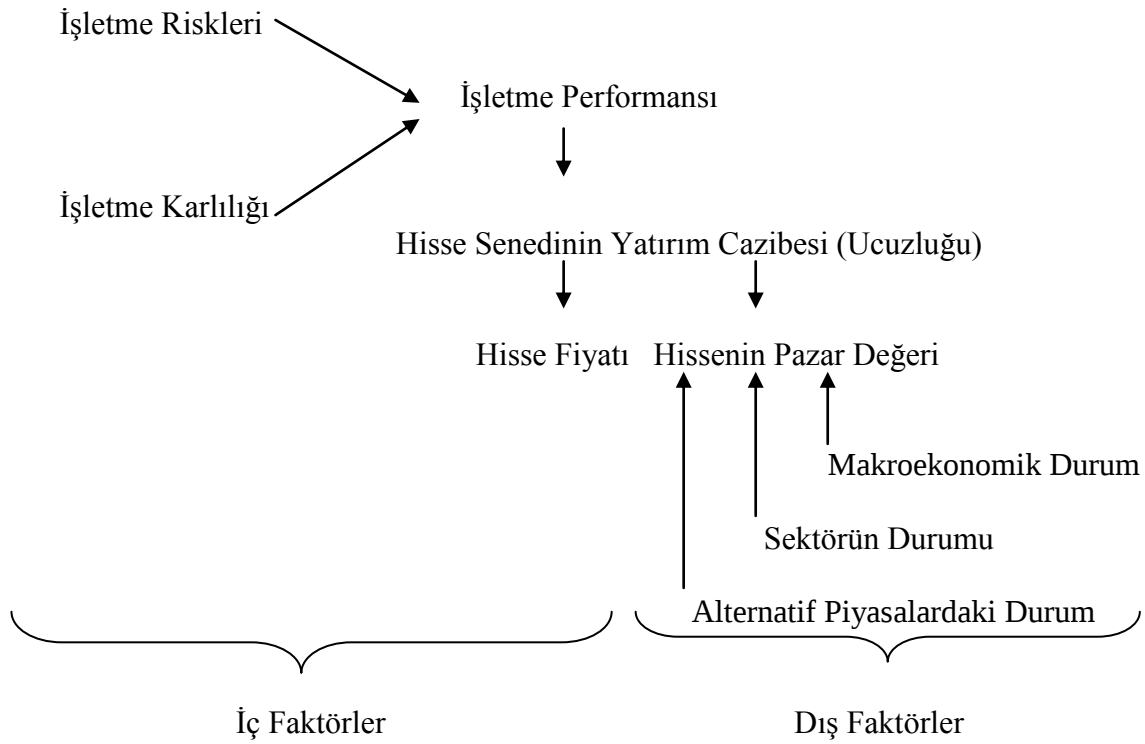
1.4. HİSSE SENEDİ ARZ FİYATINI BELİRLEME YÖNTEMLERİ

Yatırımcıların analiz yaparken hisse fiyatlarını belirleyen yöntemleri kullanarak şirket ve hisse verimliliği hakkında genel bir fikre sahip olması mümkündür. Aynı zamanda, analiz sonunda hissenin karlı olup olmadığı hesaplanabilir (Düzakın, 1998).

Halka arz edilecek hisse senedinin fiyatının, piyasada mevcut yatırım araçlarının fiyatı dikkate alınarak belirlenmesi gerekir (Düzakın,1998). Halka

açılacak hisse senedi, piyasadaki diğer yatırım araçlarına alternatif olabilmelidir. Eğer ilk defa halka arz edilecek hissenin fiyatı, piyasadaki hisselerden yüksek olursa yeni hisse alternatif oluşturması riske girebilir. Dolayısıyla yatırımcı yeni halka arz edilmiş hisseye yönelmeyebilir. Hisselerin fiyatı belirlenirken çeşitli faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekir. Şekil 1’de, hisse fiyatını oluşturan faktörler yer alır.

Şekil 1: Hisse Senedi Fiyat Oluşum Kılçığı



Kaynak: Aydın Uyar (2001). *Hisse Senedi Yatırımcıları için Temel Analiz*, Beta Yayınları : İstanbul

Finans literatüründe hisse senedi arz fiyatını belirlemede çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden sıkça kullanılanlar, *defter değeri*, *tasfiye değeri*, *net aktif değeri*, *gerçek değer*, *piyasa/ defter değeri*, *fiyat/kazanç oranı*, *işleyen teşebbüs değeri*, *iskonto edilmiş nakit akışları analizi*'dir.

1.4.1. Defter Değeri

Defter Değeri, işletmelerin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Öz sermaye, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlar ve karşılıklardan oluşur. Toplam öz sermaye, bilançonun aktif toplamından tüm borçlar ve varsa zararlar düşüldükten sonra kalan değeridir. Defter değerinin, kısa süreli finansal analizde, firmanın borçlanma derecesini ölçmede kullanılması mümkündür. (Sarıkamış ve Aydın, 2007).

1.4.2. Tasfiye Değeri

Varlıkların nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen nakdin, tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarının hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Diğer bir ifadeyle, tüm borçlar ödendikten sonra hisse başına düşen nakit miktarıdır (Karlı, 2004).

Tasfiye değerinin, piyasa değerinin araştırılmasında kullanılması mümkündür. Çünkü tasfiye değeri, hisselerin piyasa değeri için alt sınır oluşturur. Hisse senetlerinin piyasa değeri tasfiye değerinden düşükse, işletmenin likidite sorunu yaşama olasılığı vardır. (Düzakın, 1998)

1.4.3. Net Aktif Değeri

Hisse senedinin, belirli bir fiyat dönemi -genelde bir yıl- sonunda düzenlenen şirket bilançosundaki net aktif tutarıyla ifade edilen değeridir (Sarıkamış ve Aydın, 2007).

1.4.4. Gerçek Değer

Hisse senedinin gerçek değerinin, o hisselerin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği

değerler olarak tanımlanması mümkündür. Ortaklığın gelecekteki kazançları veya kar payları bir kapitalizasyon oranı ile bugünkü değere indirgenir. Bugünkü değerler toplandığında elde edilen sonuç, hisse senedinin gerçek değeridir (Düzakın, 1998).

1.4.5. Piyasa Değeri/ Defter Değeri

Piyasa değeri, hisse senedinin sermaye piyasasında sahip olduğu fiyattır. Piyasa koşullarında arz ve talebe göre oluşan fiyat olup hissenin gerçek değerinden farklılık gösterebilir (Sarıkamış ve Aydın, 2007). Defter Değeri, işletmelerin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanan değerdir.

Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı, firmanın geçmiş verilerinden veya aynı iş kolundaki firmaların verilerinden yararlanarak işletmenin piyasa değeri ile defter değeri arasında bir oran, kat sayı elde edilmesidir.

1.4.6. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat / Kazanç oranı (F/K), bir hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına düşen yıllık net kar rakamına bölünmesiyle hesaplanır. Halka ilk kez arz edilecek hisseler için hesaplanırken aynı alanda faaliyet gösteren şirketlerin ve İMKB’de işlem gören diğer hisselerin F/K oranlarının da dikkate alınması gerekir (Sarıkamış ve Aydın, 2007).

1.4.7. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşletmenin bir bütün olarak, çalışır halde devredilmesi sonucunda elde edeceği değerdir. Değer hesaplanırken işletmenin kazancı ile kazanç oranının dikkate alınması gerekir. İşleyen teşebbüs değerinin piyasa değeri için üst sınır oluşturması söz konusudur (Sarıkamış ve Aydın, 2007).

1.4.8. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Analizi

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, şirketin gelecekteki nakit akışlarının değerlendirilmesi işlemidir. Temeli, paranın zaman değerine dayanır. Bu yöntemle uzun dönem sonunda elde edilen nakit akımları, şirketin ve ekonominin riskine göre belirlenmiş bir iskonto haddi ile günümüze indirgenir (Düzakın, 1998)

1.5. HALKA ARZDA DÜŞÜK FİYATLANDIRMAYI AÇIKLAMAYA YÖNELİK HİPOTEZLER

Finans literatüründe ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyat performansı üzerine çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Logue (1973), Baron (1982), Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Aydoğan ve Yıldırım (1991), Artidi (1996), Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993), Kıymaz (1997), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), Türüdü (2001) gibi birçok araştırmacı çalışmalarında, halka arzdan sonraki ilk bir hafta içinde pozitif başlangıç verilerinin varlığını ortaya koymuştur.

Pozitif başlangıç verilerinin, hisse senetlerinin belirlenen halka arz fiyatının üzerinde getiri sağlaması, olarak tanımlanması mümkündür. Pozitif başlangıç verileri, literatürde düşük fiyatlandırma olarak adlandırılmaktadır. Düşük fiyatlandırmanın, aynı zamanda çok hızlı şekilde meydana gelen fiyat artışı olarak tanımlanması da mümkündür.

Düşük fiyatlandırma yapıldığında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerine olan talebin yüksek olma olasılığı vardır. Talep yüksek olursa aracı kurumlar, hisse senetlerinin tamamını halka arz edememe riskini ortadan kaldırmış olur.

Literatürde, aracı kurumların düşük fiyatlandırma yapmasının nedenlerini açıklayan temel hipotezler şöyle sıralanabilir: *Asimetrik bilgi hipotezi, sigorta hipotezi, spekülasyon balon hipotezi, riskten kaçan aracı kurum hipotezi, monopson güç hipotezi.*

1.5.1. Asimetrik Bilgi Hipotezi:

Baron (1982) ve Rock (1986) ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmanın varlığını asimetrik bilgiyle açıklamıştır. Bu hipotezde, aracı kurumlarla hisse senedini halka arz etmek isteyen şirketlerin, halka arz edilecek hisse senedi hakkında eşit derecede bilgiye sahip olmadığı görüşü yer almaktadır.

Baron modelinde, hisse senedine olan talep konusunda, aracı kurumların, hisse senedini halka arz etmek isteyen şirketten daha fazla bilgiye sahip olduğu ileri sürülmektedir. Baron'a göre piyasa fiyatının ne olacağından emin olamayan şirket, fiyat kararını aracı kuruma bırakabilmektedir. Şirket bir anlamda, düşük fiyatlandırma yapılması ihtimalini kabullenmektedir.

Rock modelinde, hem aracı kurumun hem de hissesini halka arz eden şirketin, hissenin gerçek değerinden emin olmadığı ileri sürülmektedir. Rock'a göre yatırımcı, gerçek değeri, belirli bir maliyete katlanarak elde edebilir. Bu hipotezde düşük fiyatlandırma, bilgiyi elde etme maliyetine katlanan yatırımcıya bir katkı olarak görülmektedir.

1.5.2. Sigorta Hipotezi

Tınıç (1988), Sigorta Hipotezi'nde, düşük fiyatlandırmanın, aracı kurumun sahip olduğu prestije ve yasal sorumluluklarına karşı bir tür sigorta olduğunu savunmaktadır.

Geliştirdiği bu modeli Amerikan piyasası için test etmiştir. 1933 yılından önceki ve sonraki ilk defa halka arz edilen hisse senetlerine ait verileri karşılaştırmış ve 1933 sonrasında düşük fiyatlandırmanın daha fazla olduğunu ortaya koymuştur.

1.5.3. Spekülatif Balon Hipotezi

Spekülatif Balon Hipotezi'ne göre hisse senedinin halka arz fiyatı, piyasadaki gerçek değerine uygundur; fakat piyasadaki spekülasyonlar fiyatları gerçek değerinin üzerine çıkarmaktadır. Ritter (1986) bu hipotezi test etmiş ancak bulguları hipotezi doğrulamamıştır.

1.5.4. Riskten Kaçan Aracı Kurum Hipotezi

Riskten Kaçan Aracı Kurum Hipotezi'nde, aracı kurumların halka arz maliyetlerini ve riskleri azaltmak için bilinçli olarak ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerini düşük fiyatlandırırdığı ileri sürülmektedir. Ritter (1984), Chalk ve Peavy (1987) bu hipotezi test etmiştir. Chalk ve Peavy (1987) 1975–1982 yılları arasındaki 649 hissenin ilk halka arz verilerini incelemiş ve ilgili hisselerin ilk işlem günü sonunda ortalama %21,65 getiri sağladığını ortaya koymuştur. Sonuçlar hipotezi destekler niteliktedir.

1.5.5. Monopson Güç Hipotezi

Monopson Güç Hipotezi'nde, düşük fiyatlandırma yapılmasının nedeni olarak aracı kurumların monopson gücü kaynak gösterilmektedir.

Monopson güç, tek alıcının birden çok satıcıya hakim olduğu piyasa düzeni (<http://www.economics.about.com>, 30.08.2007); monopson, talebin tek bir kaynaktan geldiği durum olarak tanımlanabilir (<http://www.tr.wikipedia.org>, 30.08.2007). Hipotezde, talebin tek kaynaktan gelmesinin sağlanması ve aracı kurumların ilgili hisseleri kendi düzenli müşterilerine satmak için kasıtlı olarak düşük fiyatlandırırdığı savunulur. Logue (1973) bu hipotezi test etmiştir. Sonuçlar hipotezle paralel değildir.

1.6. HALKA ARZDA TÜRKİYE ve DÜNYA UYGULAMALARI

Halka ilk defa arz edilecek hisse senetleriyle ilgili hem Türkiye’de hem dünyada çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Dünya literatüründeki bazı çalışmalar şöyledir:

Dawson (1987) Hong Kong, Singapur ve Malezya borsalarında düşük fiyatlandırmayı incelemiştir. Elde ettiği sonuçlar, Hong Kong ve Singapur borsalarında düşük fiyatlandırmadan kaynaklanan anormal getiri olmadığını, Malezya borsasında ise anormal getirinin ilk işlem gününden sonra ortaya çıktığını göstermiştir.

Dawson’dan sonra Jog ve Riding (1987) de düşük fiyatlandırma üzerine bir çalışma yapmıştır. Kanada borsasındaki ilk halka arz verilerini inceledikleri çalışmalarında, ilk üç gündeki düşük fiyatlandırma ortalamasının %9 ile %11,5 arasında olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ritter (1991) araştırmasında, 1975–1984 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 1526 adet hisse senedini incelemiştir. Araştırma sonucunda ilgili hisselerin ilk günlük getiri ortalamasını % 16,4 olarak bulmuştur. İlgili hisselerde, ilk gün pozitif getirinin varlığını kanıtlamış ve bulguları, literatürde yer alan kısa dönemdeki düşük fiyatlandırma araştırmalarıyla benzerlik göstermiştir.

Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993) çalışmalarında kısa ve uzun dönemde Brezilya, Şili ve Meksika borsalarını incelemiştir. Çalışmanın kısa dönemi kapsayan analiz sonuçları, Brezilya borsasındaki ilk günlük getirilerin %78,5, Şili borsasındaki getirilerin % 16,7 ve Meksika borsasındaki getirilerin %2,8 olduğunu göstermiştir. İlk gün getirilerinin pozitif olması Brezilya, Şili ve Meksika borsalarında kısa dönemde düşük fiyatlandırma yapıldığı anlamına gelmektedir. Uzun dönemi kapsayan analiz sonucunda, ortalama düzeltilmiş getirilerin Brezilya’da - %47, Şili’de - %23,7 ve Meksika’da - %19,6 olduğunu gözlenmiştir. Araştırmada uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır.

Lewis (1993) araştırmasında, Londra borsasındaki ilk defa halka arz edilen 712 adet hisse senedinin getirisini incelemiştir. Hisse senetlerinin ilk gün getiri ortalamasını %14,3 olarak hesaplamıştır.

Finn ve Higham (1998) bu konuda yeni bir araştırma yapmıştır. Finn ve Higham, Avustralya borsasında 1976–1990 dönemini kapsayan, sanayi sektörüne ait, ilk defa halka arz edilmiş 93 adet hisse senedini incelemiş ve ilk gün sonunda elde edilen anormal getirinin ortalama %29,2 olduğunu saptamıştır.

Ayden ve Karan (2000) çalışmasında İMKB’de hisse senetlerinin uzun vadede fiyat performanslarını incelemiştir. 1992- 1995 yılları arasında halka arz edilen 70 adet hisse senedi veri seti olarak alınmıştır. Bu hisselerin halka arz tarihinden itibaren 36 ay sonrasına kadar olan dönemdeki performansları incelenmiştir. Analizde aylık anormal ve birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. Yalnız 11.ayda düşük fiyatlandırma yapıldığı tespit edilmiştir.

1990’lardan günümüze doğru gelindiğinde, düşük fiyatlandırma üzerine yapılan araştırmalarda hisse senetlerini incelemek için değişik yöntemler kullanılmaya başlandığı dikkati çekmektedir. Chan, Wang ve Wei (2002), Çin borsasında, ilk defa halka arz edilmiş hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmayı incelemiş ve analiz yaparken hisse senetlerini A ve B tipi olarak gruplandırmıştır. Daha önce yapılan çalışmalarda bu tarz gruplandırma kullanılmadığını söyleyebiliriz.

İlgili çalışmada A tipi hisseler Ocak 1993 -Aralık 1998, B tipi hisseler Ocak 1995 - Aralık 1998 dönemlerine aittir. A tipi hisse senetlerinden 570, B tipi hisse senetlerinden 39 adeti analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, iki tür hisse senedinin de ilk gün getirilerinin belirlenen arz fiyatının üzerinde olduğu gözlenmiştir. Çalışmada aynı zamanda A tipi hisselerin B tipi hisselerden daha düşük fiyatlandırıldığını ortaya konmuştur. A tipi hisselerin ilk günkü ortalama getirisi % 178 ve B tipi hisselerin ilk günkü ortalama getirisi % 11,6’dır.

Dimovski ve Brooks (2003), 1998’de Finn ve Higham tarafından yapılan çalışmayı tekrarlamış ve ilk defa halka arz edilen hisse senetleri analizi için 1994–1999 dönemini seçmiştir. Dimovski ve Brooks, düşük fiyatlandırmayı Limited ve Limited olmayan şirketler üzerinde araştırmıştır. Limited şirkete ait hisse senetlerinin ilk günlük getirilerinin ortalaması %26, Limited olmayanların ise % 24 olarak bulunmuştur.

Dünyada düşük fiyatlandırma kavramı üzerinde çeşitli çalışmalar yapılırken bu konu Türkiye’deki araştırmacıların da dikkatini çekmiştir. Türkiye’de yapılan bazı araştırmalar şöyle özetlenebilir:

Artidi (1996) çalışmasında 1990–1995 yılları arasında İMKB’de ilk defa halka arz edilmiş 121 adet hisse senedini incelemiştir. Hisse senetlerinin, ilk işlem günü sonunda, piyasa getirisinden %10,6 oranında daha fazla getiri sağladığını kanıtlamıştır. Yapılan araştırmanın sonucu, dünyadaki ilk gün pozitif getirileriyle paralellik göstermiştir.

Kıymaz (1997) çalışmasında 1990–1995 döneminde, İMKB’de ilk defa halka arz edilmiş 88 sınaî kuruluşuna ait hisse senedi getirisini incelemiştir. Hisse senetlerinin Gıda (9), Tekstil (16) Kâğıt/Basım (12), Kimya/ Petrol (10), Taş/Toprağa Dayalı İmalat (16), Metal Ana Sanayi (5), Makine ve Gereç Yapımı Şirketleri (20) olarak sınıflandırıldığı bu çalışmada, %19,9 ile Kâğıt/ Basım grubunun en yüksek ham getiriye sahip olduğu belirlenmiştir. Bütün sınaî kuruluşlarının ortalama ham getirisi %12,3 olarak hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda hisse senetlerinin ilk gün, piyasanın üzerinde getiri sağladığı ortaya konmuştur. İlk günlük anormal getiri ortalaması % 12,2 olarak bulunmuştur. Kısa dönem için düşük fiyatlandırma yapıldığını söylemek mümkündür.

Kıymaz (2000) çalışmasında ise daha geniş bir hisse senedi portföyünü incelemiştir. Bu çalışmasında, 1990–1995 döneminde İMKB’de ilk defa halka arz edilmiş sanayi, finans ve diğer sektörlere ait 163 hisse senedinin halka arzdan sonraki performanslarını incelemiştir. Çalışmada İMKB borsasında işlem gören ilgili hisse

senetlerinin halka arz edildiği gündeki getirisinin, piyasa beklentilerinin çok üzerinde olduğunu bulmuştur. İlk gün sonunda ortalama düzeltilmiş anormal getiri bütün şirketler için %13,6 olarak bulunmuştur. Sektörel bazda yapılan incelemelerde, sanayi sektörüne ait hisse senetlerinin ilk gün ortalama düzeltilmiş anormal getiri %12,2 olarak bulunmuştur. Finans sektörü için % 15,3% ve diğer sektörler için ise % 18,5 bulunmuştur. Yüksek anormal getiri, halka arz sırasında düşük fiyatlandırma yapıldığı görüşünü destekler niteliktedir.

Ertürk Bennett (1998) Ocak 1993- Eylül 1996 dönemine ait 37 adet, ilk defa halka arz olmuş hisse senedini incelemiştir. Getiriler hesaplanırken İMKB Bileşik 100 Endeksi, piyasa göstergesi olarak kabul edilmiştir. Çalışmada hisselerin, ilk işlem gününün sonunda piyasanın üzerinde getiri sağladığı ortaya koyulmuştur. Bu hisselerin, altıncı işlem gününün sonunda endeksle aynı getiriye sahip olduğu gözlenmiştir. Birikimli Anormal Getiriler 200 işlem günü sonunda ortadan kalkmıştır.

Tille (2000) çalışmasında 1999 yılında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performansını incelemiştir. Hisse senedi getirileri, ham ve anormal getiri olarak ikiye ayrılmıştır. Araştırma sonucuna göre hisse senetleri, ilk gün piyasanın üzerinde getiri sağlamıştır. Çalışmada aynı zamanda halka arzdan sonraki ikinci işlem gününden altıncı ayın sonuna kadar olan dönem incelenmiş ve yatırım ortaklıklarına ait hisselerin sürekli negatif getiri -%17 sağladığını gözlenmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYMO)' ya ait hisseler ise beş aya kadar ortalama - %14'lük getiri sağlamıştır. Diğer gruptaki hisseler düşük fiyatlandırmadan dolayı ortalama % 141 oranında anormal getiri sağlamıştır.

Ünlü (2002) çalışmasında 1990–1995 dönemine ait ilk defa halka arz edilmiş bankacılık sektörü hisse senetlerini incelemiştir. İncelenen hisseler Finansbank, Garanti Bankası, Dışbank, T.Kalkınma Bankası, Esbank, Alternatifbank, Akbank, Demirbank, Yaşarbank, Tekstilbank' a aittir. İlk gün anormal getirisi sıfırın üzerinde olan dört banka tespit etmiştir. Akbank % 8,33, Finansbank % 233,33, Dışbank

% 3,08, Tekstilbank %1,48 oranında anormal getiri sağlamıştır. Sonuçlar düşük fiyatlandırmanın varlığını kanıtlar niteliktedir.

Gegin (2001) çalışmasında 1995–2000 dönemine ait ilk defa halka arz edilmiş tekstil sektörü hisse senetlerini incelemiştir. Çalışma sonucunda hisselerin ilk günlük getirilerinin ortalama %5,56 olduğu, dolayısıyla kısa dönemde düşük fiyatlandırma yapıldığı ortaya konmuştur. Düşük fiyatlandırmayı analiz etmek için şirketin faaliyet süresi, halka açılma süresi, şirketin kuruluş yılı, halka arzdan önceki yılda şirketin yılsonu aktiflerinin toplamı, halka arz ile elde edilen fonların dolar cinsinden toplamı, halka arz oranı, ilk işlem gününü takip eden otuz günün getirilerinin standart sapması, halka arz yöntemleri analiz edilmiştir. Bu yöntemlerin düşük fiyatlandırmayı açıklama gücüne bakılmıştır. Şirketlerin faaliyet süresi ve ilk işlem gününü takip eden otuz günün getirilerinin standart sapması, istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Çalışmada aynı zamanda Asimetrik Bilgi Hipotezi'nin geçerliği araştırılmış ve Tekstil sektöründe bu hipotezin geçerli olmadığı kanıtlanmıştır.

Türüdü (2001) çalışmasında 1999–2000 dönemindeki İMKB'de ilk defa halka arz edilen 21 adet hisse senedinin ilk gün, ilk hafta, ilk ay ve ilk altı ay getirisini incelemiştir. Sonuç olarak ilk gün anormal getirisi % 17,57, ilk hafta sonundaki anormal getiri %21,56, ilk ayın sonundaki anormal getiri %48,08 ve ilk altı ayın ortalama anormal getirisi % 71,75 olarak bulmuştur. İlgili çalışmanın bulgularının, kısa dönemde, düşük fiyatlandırmanın varlığını desteklediğini söylemek mümkündür. Literatürde, uzun dönem çalışmalarında düşük fiyatlandırmaya yönelik farklı sonuçlar bulunsa da, genel olarak uzun dönem getirilerinin negatife düştüğü söylenebilir. Bu çalışmada durum tam tersidir. Uzun dönem getirileri artmıştır.

Menemencioğlu (2003) çalışmasında 1990–2002 yılları arasında ilk defa halka arz olmuş 145 sanayi şirketini incelemiştir. İnceleme sonunda 9 adet hissenin değerinde aşırı artış veya azalış tespit etmiştir. 9 adet hissenin araştırmayı nasıl yönlendireceğini görmek için araştırmanın analiz kısmını iki aşamalı olarak yürütmüştür. Analizler çıkarılmış çalışma (136 adet) ve tüm çalışma (145 adet) için ayrı yapılmıştır. Tüm çalışmada, ortalama anormal getiri % 7,25 olarak

hesaplanırken, çıkarılmış çalışma için bu oran % 7,12 olarak hesaplanmıştır. Çıkarılmış çalışma için ilk hafta sonunda elde edilen anormal getiri %7,08, ilk altı hafta sonundaki anormal getiri oranı ise % 3,27'dir. Sonuçların düşük fiyatlandırmayı kanıtladığını söylemek mümkündür.

Yalçiner (2004) çalışmasında 1997–2004 yılları arasında halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin ilk işlem günü ortalama getirilerinin yüksek değerlere sahip olmasından yola çıkarak, halka arz şekli, halka arz fiyatı ve düşük fiyatlandırma olgusu arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmada halka arz şekli olarak sermaye artış yöntemi, ortak satışı yöntemi ve karma yöntem, değişken olarak ele alınmış ve bu değişkenin halka arz fiyatı ve düşük fiyatlandırma olgusu üzerindeki etkisine bakılmıştır. Sonuçlar, halka arz şekli ve düşük fiyatlandırma olgusu arasında bir farklılık olmadığı göstermiştir.

Sarıkovanlık (2004) çalışmasında 1995–1998 yılları arasında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını ve fiyat performansını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Çalışmada arz fiyatı, hacim, aktiflerde değişim, satışlarda değişim, kar değişimi, arz türü ve şirketin yaşı değişken olarak alınmıştır. Arz türü olarak en iyi gayret ve diğer yüklenim türleri karşılaştırılmıştır. Sonuçlar arz türü, aktif ve satış değişimlerinin fiyat performanslarını üzerinde açıklayıcı etkileri olduğunu ortaya koymuştur.

Alagöz (2005) çalışmasında Ocak 1993- Ekim 2005 yılları arasında ilk defa halka arz edilen 178 adet hisse senedini incelemiştir. İlgili hisselerin 149'u sabit fiyatla, 29'u fiyat aralığıyla talep toplayan firmalardır. Çalışmada sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle fiyat aracılığıyla talep toplama yöntemlerinden hangisinde düşük fiyatlandırma yapıldığı ortaya konmuştur.

1.7. HALKA ARZDA ARACILIK FAALİYETLERİ

Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına (dealer fonksiyonu), kendi namına ve başkası hesabına veya başkası namına ve kendi hesabına (broker fonksiyonu) alım satımıdır (Karşlı,2004). Türkiye’de aracılarn yapabileceği işlemler, Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği’nde (Seri: V No: 46) belirtilmiştir. Tebliğ’e göre aracı kurumların faaliyet konuları, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilerek veya edilmeden satışı; daha önce halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçlarının alım satımına aracılık; repo-ters repo; yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliğidir.

Tablo 1’de İMKB’de faaliyet gösteren aracı kurumların bilgilerine yer verilmiştir.

Tablo 1: İMKB’de Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar

İMKB'DE FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLAR					
Yıl	Piyasa Adı	Aracı Kurum	Yatırım ve Kalkınma Bankası	Ticari Banka	Toplam
2007/10	Hisse Senetleri Piyasası	104	0	0	104
	Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı	92	12	29	133
	Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı	64	12	28	104
	Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası Uluslararası Tahvil Pazarı	92	12	29	133

www.imkb.gov.tr

Sermaye piyasasında aracılar, birincil ve ikincil piyasada işlem yapar. Birincil piyasada menkul kıymetlerin halka arzına aracılık, ikincil piyasada halka arz edilmiş menkul kıymetlerin alım satımına aracılık ederler.

1.7.1. Birincil Piyasada Aracılık

Birincil piyasada aracılık, menkul kıymetlerin halka arzına aracılıktır. Bir başka ifadeyle, menkul kıymet ihraç edip fon talep edenlerle, menkul kıymetler karşılığında fon arz edenler arasında aracılık olarak tanımlanması mümkündür.

Birincil piyasada aracılık işlemlerinde güçlü bir pazarlama yapılması gerekir. Çünkü halka arz edilen tahvil ve hisse senetlerinin geniş kitlelere ulaşması hedeflenir.

1.7.2. İkincil Piyasada Aracılık

İkincil piyasada aracılık, halka arz edilmiş menkul kıymetlerin alım satımına aracılıktır. Bir başka deyişle, menkul kıymetleri elinde bulunduranlar arasında aracılık olarak ifade edilmesi mümkündür. Bu işlem borsada ve borsa dışında yapılır.

1.8. HALKA ARZA ARACILIK

Halka arza aracılık, Kurul'dan yetki belgesi almış aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından yapılır. Bankalar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15.08.1996 tarihinde almış olduğu karar doğrultusunda Hisse Senetleri Piyasası faaliyetlerini kurmuş oldukları veya satın aldıkları bir aracı kuruma devretmiştir.([http:// www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr), 30.8.2007).

Halka arza aracılık, “en iyi gayret aracılığı” ve “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılır. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde (Seri: V No:46) halka arza aracılığın esasları aşağıda yer alan maddelerle açıklanır:

- a) Aracı kuruluşlar, halka arza aracılık işlemlerinde, izahname, sirküler ve aracılık sözleşmesinde belirtilen şartları birebir uygulamak zorundadır.

- b) Halka arza aracılık işlemlerinin kısmen veya tamamen, birden fazla aracı kurum tarafından (konsorsiyum) birbirlerinden bağımsız şekilde yapılması mümkündür.
- c) Aracı kurumlar, aracılık komisyonu dışında menfaat sağlanmasına olanak tanıyacak tasarruflarda bulunamaz.
- d) Aracı kurumlar halka arz fiyatının gerçek değerini en doğru şekilde belirler ve hissedar hakkında inceleme yapma konusunda en iyi gayreti gösterir.

1.8.1. En İyi Gayret Aracılığı

En İyi Gayret Aracılığı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen süre içinde satışını ifade eder. Satılamaması halinde kalan kısım, satışı yapan kuruma iade edilir veya sermaye piyasası araçlarını daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılır.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde (Seri: V, No: 46), en iyi gayret aracılığı yapıldığında, aracı kurum tarafından satılan sermaye piyasası araçlarına ait bedellerin, en geç satış süresinin bitimini izleyen iş gününün sonunda nakden ve tamamen ödenmesi gerektiği yer alır.

1.8.2. Aracılık Yüklenimi

Bu aracılık türünde, aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden şirkete, ilgili araçların tamamının veya bir kısmının satılacağını taahhüt eder. Menkul kıymet sahibi olan şirket, tüm arz ettiği menkul kıymetlerin satışını, bedeli karşılığında aracı kuruluşa devreder.

Bu yöntemle, menkul kıymet satışından doğacak risklerin aracı kuruma yüklenmesi mümkündür. Menkul kıymetlerin satışından doğacak risklerin başında yeterli talep sağlanamaması gelir.

Yeterli talep sağlanması için menkul kıymetlerin doğru fiyatlandırılması gerekir. Gerek aracı kurumların gerekse şirketlerin halka arzdan maksimum kazanç sağlamasının anahtarının, doğru fiyatlandırma olduğunu söylemek mümkündür.

İlk defa halka arz edilecek hisselerde ve menkul kıymetlerde doğru fiyatlandırma yapılmadığında yeterli talep sağlanamayabilir veya olması gerekenden daha düşük bir kar elde edilebilir. Aracı kurumların, bu tür riskleri azaltmak için hisselerin halka arzını birden çok aracı kurumla birleşerek (konsorsiyum) gerçekleştirmesi mümkündür. Aracı kurumlar, halka arz gerçekleştirirken çoğunlukla konsorsiyum kurmayı tercih etse de, tek başına yapılan halka arzlar da bulunmaktadır.

Sonuçta halka arz, ister tek başına ister konsorsiyumla yapılsın, şirketlerin beklentisi, hisselerinin tamamının maksimum karlılıkla satılmasıdır. Bu nedenle halka arz öncesi aracı kurum ve şirketler, aracılık yüklenimini belirten bir sözleşme yapar. Aracılık yüklenimi, bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim ve kısmen tümünü yüklenim şeklindedir.

1.8.2.1. Bakiyeyi Yüklenim

Sermaye piyasası araçlarının, halka arz yoluyla satılmasını ve satılamayan kısmının tamamının bedelinin satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasını ifade eder.

1.8.2.2. Tümünü Yüklenim

Sermaye piyasası araçlarının bedelinin, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasıdır.

1.8.2.3. Kısmen Tümünü Yüklenim

Sermaye piyasası araçlarının bedeli, halka arz yoluyla satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenerek bir kısmının satın alınıp halka satılmasıdır.

1.9. ALIM SATIMA ARACILIK

Alım satım aracılık, daha önce halka arz edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımıdır. Aracılık için müşteri ile genel bir sözleşme yapılır. Sonra müşteri emirleri kabul edilebilir.

1.10. DİĞER FAALİYETLER

Aracı kurumların diğer faaliyetleri arasında portföy yöneticiliği ve türev araçlarının alım satımına aracılık yer alır.

Portföy yöneticiliği, finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, müşterilerle yapılacak sözleşme çerçevesinde, maddi menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

Türev araçlarının alım satımına aracılık ise, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere, dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev ve araçların aracı sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

TEK ARACI KURUM TARAFINDAN HALKA İLK DEFA ARZ EDİLEN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

2.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleşen halka açılma, doğru fiyatlandırma yapıldığında gerçekten güçlü bir finans kaynağıdır. Hisseler ilk defa halka arz edilirken şirketlerin, yatırımcının ilgili hisse için ödemeyi öngördüğü fiyatı bilmesi mümkün değildir. Doğru fiyatlandırma ancak aracı kurumların şirketleri doğru yönlendirmesiyle gerçekleşir. Aracı kurumlar halka arzdan sonra hisselerin tamamının satılmaması gibi risklere karşı kendilerini garantiye almak için şirketleri farklı yönlendirebilir. Buna göre, piyasada henüz bilinmeyen bir şirketin hisselerini ilk defa pazarlayacak olan aracı kurum, halka arzın başarısız olma ihtimalini ve buna bağlı ortaya çıkacak zararları en aza indirmek amacıyla hisselerin halka arz fiyatını düşük tutma eğilimindedir (Fıratoğlu ve İmişiker, 2007). Bu varsayımı eleştirenler, aracı kurumun halka arz öncesi piyasadan değerli bilgiler topladığını ve söz konusu varsayımın sadece halka arza aracılık türü olarak “bakiyenin tümünü yüklenen” aracı kurumlar için geçerli olabileceğini dile getirmiştir. Türkiye’de son zamanlarda hisse senetleri üzerine yapılan birçok çalışma olmasına rağmen, aracı kurum ve halka arza aracılık türünün düşük fiyatlandırma üzerindeki etkisinin araştırılmadığı görülmüştür.

Bu çalışmanın amacı, 1993–2006 yılları arasında İMKB’de ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiş hisse senetlerinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırma yapılıp yapılmadığının araştırılması; halka arza aracılık türünün, hisselerin halka arz edildiği yılın ve aracı kurumların anormal getiriler üzerinde etkisinin olup olmadığının ortaya çıkartılmasıdır.

Çalışma, halka arz yılının, aracı kurumların, halka arza aracılık türünün pozitif anormal getirilere olan etkisinin incelenmesi ve ilgili tarihlerde aracı kurumlardan hangilerinin düşük fiyatlandırma yaptığının tespit edilmesi bakımından önemlidir.

2.2. VERİ YAPISI

Bu çalışma 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştirilen hisse senetlerinden oluşmaktadır. İlgili tarihler arasında ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştirilen 45 adet hisse senedi bulunmaktadır. Tablo 2’de 45 adet hisse senedine yer verilmiştir.

Tablo 2: 1 Ocak 1993 – 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen ve Halka Arzı Tek Aracı Kurum Tarafından Gerçekleştirilen Hisse Senetleri

ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	KONİTEKS
AK YO.	MEGES
ALARKO GMYO.	MERT GIDA
ANADOLU SİGORTA	METEMTUR OTEL
ATLANTİS YO.	METRO MK.
ATLAS YO.	MUSTAFA YILMAZ YO.
BOROVA YAPI END.	OSMANLI GMYO.
DARDANEL	ÖZFİNANS FACTORİNG
ECZACIBAŞI Y.O	PLASTİKKART
EMİNİŞ AMBALAJ	SİLVRLİNE
EURO MK.	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA
FACTOFİNANS	ŞEKERBANK
GEDİK YO.	TAÇ YO.
GERSAN ELEKTRİK	TAKSİM YO.
GİMSAN GEDİZ İPLİK	TANSAŞ
HEDEF MK.	TAT KONSERVE
İFO YO.	VAKIF GMYO.
İPEK MATBAACILIK	VAKIF RİSK SERMAYESİ
KARSU TEKSTİL	VİKİNG KAĞIT
KEREVİTAŞ	YAPIKREDİ YO.
*NETAŞ NOTHERN ELECTRIC	*AKTAŞ ELEKTRİK
*HALK SİGORTA TÜRK AŞ.	*CEYTAŞ CEYHAN TEKSTİL SAN. AŞ.
*TRANSTÜRK FREN DONANIM	

* Hisse senetleri, halka arz ile ilgili düzenli verilerine ulaşamadığı için çalışmaya dahil edilmemiştir.

45 adet hisse senedinin yıllar itibariyle dağılımına bakıldığında, 1993 yılında 6, 1994 ve 1995 yılında 7'ser, 1996 ve 1997 yılında 4'er, 1998 yılında 1, 1999 yılında 3, 2000 yılında 2, 2002 ve 2003 yılında 1'er, 2004 yılında 3, 2005 yılında 2, 2006 yılında 4 adet hisse senedinin tek bir aracı kurum tarafından halka arz edildiği gözlenmiştir. 2001 yılında ilk defa halka arz edilen hisselerden hiçbiri tek bir aracı kurum tarafından ihraç edilmemiştir.

Çalışmada Netaş Nothorn Electric, Aktaş Elektrik, Halk Sigorta Türk Anonim Şirketi, Ceytaş Ceyhan Tekstil Sanayi Anonim Şirketi ve Transtürk Fren Donanım olmak üzere 5 adet hisse senedinin düzenli verilerine ulaşılammıştır. Bu nedenle çalışma, 40 adet hisse senedine ait veriler ile gerçekleştirilmiştir. Tablo 3'te çalışmada kullanılan 40 adet hissenin hangi aracı kurumlar tarafından halka arz edildiği gösterilmiştir.

Tablo 3 : 1 Ocak 1993 - 31 Aralık 2006 Tarihleri Arasında İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerinin Arzına Aracılık Eden Kurumlar

HALKA ARZ EDEN ARACI KURUM	HİSSE ADI	HALKA ARZ EDEN ARACI KURUM	HİSSE ADI
ECZACIBAŞI MK.	ECZACIBAŞI YO.	BANK EXPRESS AŞ.	BOROVA YAPI END.
EVGİN MK.	PLASTİKKART	OYAK MD.	ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)
T.EKONOMİ BANKASI	GİMSAN GEDİZ İPLİK	FİNANS YATIRIM	İNO YO.
TAİB YATIRIM	ŞEKERBANK		GERSAN ELEKTRİK
PARK YATIRIM	TAÇ YO.		SİLVRLİNE
GEDİK YO.	GEDİK YO.		MEGES
GARANTİ MK.	OSMANLI GMYO.	AK MD.	AK YO.
NUROL MK	İPEK MATBAACILIK	GLOBAL MK.	ALARKO GMYO.
VAKIFBANK	VAKIF GMYO.		ATLAS YO.
	VAKIF RİSK SERMAYESİ		DARDANEL
İKTİSAT BANK	FACTOFİNANS		KEREVİTAŞ
KOÇBANK	TAT KONSERVE		VİKİNG KAĞIT
KALKINMA BANKASI	KARSU TEKSTİL		TANSAŞ
KARON MD.	ÖZFİNANS FACTORİNG		HEDEF MK.
GİSAD MD.	EURO MK.	TEKSTİL BANK	ATLANTİS YO.
YAPI VE KREDİ BANKASI	YAPIKREDİ YO.		MUSTAFA YILMAZ YO.
METRO YATIRIM MD.	METRO MK.	UNIVERSAL MD.	METEMTUR OTEL
TAKSİM MD.	TAKSİM YO.		MERT GIDA
İŞ BANKASI	ANADOLU SİGORTA		
İNTERBANK AŞ.	KONİTEKS	ŞEKER YATIRIM MD.	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA
	EMİNİŞ AMBALAJ		

2.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Tez çalışmasında 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilen hisse senetleri, veri olarak alınmıştır. İlgili hisseler çalışmanın evrenini oluşturmuştur.

1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında yer alan hisse senetlerinden konsorsiyum ile halka arz edilenler, veri setine dahil edilmemiştir. Çünkü konsorsiyum ile halka arz edilen hisse senetlerinde çoğunlukla lider aracı kurumlar, birlikte halka arz gerçekleştirdiği diğer aracı kurumlardan farklı halka arz yöntemi seçmektedir. Örneğin, aynı hisse senedini ilk defa halka arz eden aracı kurumlardan lider olanlar, en iyi gayret yöntemini seçerken, kalan aracı kurumlar bakiyeyi yüklenim türünü seçebilmektedir.

Aynı anda değişik yöntemlerin kullanıldığı halka arzlara ait verilerin, çalışmanın analizinde kullanılmasının veri yapısına, analize ve elde edilen sonuçların sınıflandırılmasına olumsuz yönde etki edebileceği düşünülmüştür. Bu nedenle tek başına arz edilen hisse senetleri veri olarak alınmıştır.

Hisse senetlerinde faaliyet konusu, bulunduğu sektör vb. özellikler bakımından gruplandırma yapılmamıştır. İlgili dönemde 45 adet hisse senedi bulunmaktadır. 5 adet hisse senedinin düzenli verilerine ulaşamamıştır. Bu nedenle çalışma 40 adet hisse senedi ile gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın analiz kısmı iki aşamalı olarak yapılmıştır. İlk aşamada, seçilen hisselerde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı araştırılmıştır. Düşük fiyatlandırmanın varlığını ortaya koymak için ilgili hisselerin ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yıldaki ham, endeks ve anormal getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmanın ikinci aşamasında, halka arz yılının, aracı kurumların ve halka arza aracılık türlerinin düşük fiyatlandırmaya olan etkisi, SPSS 11.0 sürümünde ANOVA Yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Hisse senetlerinin halka arz fiyatı, borsa fiyatı, borsada ilk işlem gördüğü tarih, ilk işlem günü sonundaki kapanış fiyatı, hangi aracı kurum tarafından halka arz edildiği ve halka arza aracılık türüne ait veriler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve yayınlarından, İMKB Bileşik Endeksi verileri ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası internet sitesinden alınmıştır (<http://www.tcmb.gov.tr>).

Tez çalışmasında 1 Ocak 1993 ile 31 Aralık 2006 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen ve halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştirilen 40 adet hisse senedinin kısa, orta ve uzun dönem fiyat performansları borsada işlem görmeye başladıkları ilk günden itibaren incelenmiştir. Hisselerin ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yılsonundaki fiyat performansları -diğer bir ifadeyle getirileri - hesaplanmıştır.

Getiriler, ham, endeks ve anormal getiriler olarak incelenmiştir. Tüm getiriler ilk gün, ilk ay, birinci, ikinci ve üçüncü yıl için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Getiri formülünde daha önce yapılmış iki çalışmadan yararlanılmıştır (Menemencioğlu, 2003; Alagöz ve Küçükkocaoğlu, 2005).

Bir hisse senedinin:

t dönemindeki *ham getirisi* (Menemencioğlu, 2003);

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \times 100 \text{ formülüyle hesaplanmaktadır.} \quad (1)$$

Formüldeki;

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki ham getirisini,

$P_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını,

$P_{i,t-1}$: i hisse senedinin halka arz fiyatını ifade etmektedir.

t dönemindeki *endeks getirisi* ise (Alagöz ve Küçükkocaoğlu, 2005);

$$EG_{i,t} = \frac{E_{i,t} - E_{i,t-1}}{E_{i,t-1}} \times 100 \text{ formülüyle hesaplanmaktadır.} \quad (2)$$

Formüldeki;

$EG_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki endeks getirisini,

$E_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki İMKB Bileşik Endeks değerini,

$E_{i,t-1}$: i hisse senedinin t-1 günündeki İMKB Bileşik Endeks değerini ifade etmektedir.

Bir hisse senedinin t dönemindeki *anormal getirisi*, halka ilk arzı gerçekleştiren hisse senedinin ham getirisinden, o dönem için elde edilen İMKB Bileşik Endeksi'nin getirisinin çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır (Alagöz ve Küçükkocaoğlu, 2005).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - EG_{i,t} \quad (3)$$

Formüldeki;

$AR_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki anormal getirisini

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki ham getirisini,

$EG_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki endeks getirisini ifade etmektedir.

Uygulamanın birinci kısmında seçilen 40 adet hisse senedinde kısa, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırma olup olmadığı araştırılmıştır. Bu nedenle her hisse senedi için ham getiri, endeks getirisi ve anormal getiri ilgili döneme göre hesaplanmıştır. Kısa, orta ve uzun dönemin hangi periyotlardan oluşacağı, literatürde yapılan çalışmalardan yola çıkılarak seçilmiştir. Literatürde ilk defa halka arz edilen hisselerin performansları ile ilgili çalışmalarda genellikle kısa dönem performansları incelenmiştir. Kısa dönem olarak bahsedilen süre, genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ile bunu takip eden birkaç gün veya haftadır (Menemencioglu, 2003).

Bu çalışmada kısa dönem, literatürle benzer şekilde, halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ve ilk halka arzı takip eden birinci ay olarak seçilmiştir. Orta dönem, ilk halka arzı takip eden birinci yıl, uzun dönem ise ilk halka arzı takip eden ikinci ve üçüncü yıl olarak seçilmiştir.

Ham, endeks ve anormal getiri hesaplamalarının periyotları tanımlandıktan sonra seçilen hisse senetlerinde düşük fiyatlandırma olup olmadığı araştırılmıştır. Bunun için literatürde yapılan çalışmalar baz alınmıştır.

Finans literatüründe Logue (1973), Baron (1982), Aggarwal ve Rivoli (1990), Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Aydoğan ve Yıldırım (1991), Artidi (1996), Kıymaz (1997, 2000), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), Türüdü (2001) gibi birçok araştırmacı çalışmalarında öncelikle ham getirileri, beraberinde endeks getirilerini ve son olarak ham getirilerden endeks getirilerinin etkisini arındırarak anormal getiriye hesaplamışlardır.

Tüm bu araştırmaların ortak bulgusu, halka arzdan sonraki ilk bir hafta içinde pozitif anormal getiri elde edildiği olmuştur. Sonuçta araştırmacılar, pozitif anormal getirileri hesaplayarak düşük fiyatlandırmayı kanıtlamışlardır.

2.3.1. Ham Getirilerin Hesaplanması

Bu çalışmada da finans literatüründeki hesaplamalara benzer bir yöntem kullanılmıştır. Öncelikle seçilen hisse senetlerine ait *ham getiriler*, Formül 1'e göre hesaplanmıştır. İlk gün ve ilk ay ham getirileri Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: İlk Gün ve İlk Ay Sonundaki Ham Getiriler

HİSSE ADI	İLK GÜN HAM GETİRİ %	İLK AY %	HİSSE ADI	İLK GÜN HAM GETİRİ %	İLK AY %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-5,26	-42,11	KONİTEKS	10,91	254,55
AK YO.	11,67	5,00	MEGES	-1,61	3,23
ALARKO GMYO.	8,54	21,95	MERT GIDA	18,67	72,00
ANADOLU SİGORTA	8,70	2,17	METEMTUR OTEL	12,98	17,79
ATLANTİS YO.	50,00	136,36	METRO MK.	0,00	-10,38
ATLAS YO.	-10,71	-10,71	MUSTAFA YILMAZ YO.	38,10	145,24
BOROVA YAPI END.	0,00	-83,20	OSMANLI GMYO.	22,22	35,19
DARDANEL	23,08	7,69	ÖZFİNANS FACTORING	0,00	-44,29
ECZACIBAŞI YO.	-2,27	-19,09	PLASTİKKART	-3,13	-1,56
EMİNİŞ AMBALAJ	-3,17	-9,52	SILVERLINE	0,00	-10,49
EURO MK.	2,73	-5,45	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	0,00	-9,29
FACTO FİNANS	10,00	34,29	ŞEKERBANK	10,61	-22,73
GEDİK YO.	13,64	29,55	TAÇ YO.	0,00	-6,35
GERSAN ELEKTRİK	8,06	20,97	TAKSİM YO.	5,88	-15,97
GİMSAN GEDİZ İPLİK	43,94	218,18	TANSAŞ	23,68	36,84
HEDEF MK.	2,73	-4,55	TAT KONSERVE	10,67	113,33
İFO YO.	21,55	54,31	VAKIF GMYO.	8,75	20,00
İPEK MATBAACILIK	7,58	7,58	VAKIF RİSK SERMAYESİ	23,21	121,43
KARSU TEKSTİL	18,69	26,26	VİKİNG KAĞIT	0,00	2,50
KEREVİTAŞ	10,42	154,17	YAPIKREDİ YO.	22,50	-5,00

Orta dönem olan birinci yılsonundaki ham getirilere ait veriler, Tablo 5’de gösterilmiştir.

Tablo 5: Birinci Yıl Sonundaki Ham Getiriler ♣

HİSSE ADI	İLK YIL HAM GETİRİ %	HİSSE ADI	İLK YIL HAM GETİRİ %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-58,42	KONİTEKS	252,73
AK YO.	96,67	MEGES	-11,29
ALARKO GYMO.	36,59	MERT GIDA	72,00
ANADOLU SİGORTA	117,39	METEMTUR OTEL	255,77
ATLANTİS YO.	-34,55	METRO MK.	*
ATLAS YO.	200,00	MUSTAFA YO.	-30,48
BOROVA YAPI END.	-90,60	OSMANLI GMYO.	33,33
DARDANEL	-16,92	ÖZFİNANS FACTORING	-77,86
ECZACIBAŞI YO.	131,82	PLASTİKKART	40,63
EMİNİŞ AMBALAJ	-11,11	SILVERLINE	*
EURO MK.	*	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	-2,14
FACTO FİNANS	228,57	ŞEKERBANK	-28,79
GEDİK YO.	150,00	TAÇ YO.	-19,05
GERSAN ELEKTRİK	95,16	TAKSİM YO.	*
GİMSAN GEDİZ İPLİK	218,18	TANSAŞ	118,42
HEDEF MK.	44,55	TAT KONSERVE	233,33
INFO YO.	7,76	VAKIF GMYO.	612,50
İPEK MATBAACILIK	-83,94	VAKIF RİSK SERMAYESİ	12,50
KARSU TEKSTİL	26,26	VİKİNG KAĞIT	-17,50
KEREVİTAŞ	29,17	YAPIKREDİ YO.	-26,00

♣ Hisse senetlerinin birinci yılsonundaki işlem tarihleri, borsada ilk işlem gördüğü yıldaki 31.12 tarihi olarak alınmıştır. Hesaplanan tüm değerler % olarak ifade edilmiştir.

* Hisse senetleri borsada birinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

Uzun dönem olan ikinci ve üçüncü yılsonundaki ham getirilere ait veriler Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: İkinci ve Üçüncü Yıl Sonundaki Ham Getiriler ♣

HİSSE ADI	2.YIL HAM GETİRİ %	3.YIL HAM GETİRİ %	HİSSE ADI	2.YIL HAM GETİRİ %	3.YIL HAM GETİRİ %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-69,47	-7,89	KONİTEKS	590,91	845,45
AK YO.	-30,00	-11,67	MEGES	-45,97	-29,84
ALARKO GMYO.	-9,76	229,27	MERT GIDA	**	***
ANADOLU SİGORTA	-52,17	-78,91	METEMTUR OTEL	-85,29	-83,17
ATLANTİS YO.	-2,27	359,09	METRO MK.	**	***
ATLAS YO.	-28,57	23,21	MUSTAFA YILMAZ YO.	-7,14	109,52
BOROVA YAPI END.	-86,00	-67,50	OSMANLI GMYO.	44,44	-39,26
DARDANEL	-95,92	-96,96	ÖZFINANS FACTORING	-75,71	-32,86
ECZACIBAŞI YO.	31,82	65,91	PLASTİKKART	-25,94	***
EMİNİŞ AMBALAJ	4,76	-70,16	SILVERLINE	**	***
EURO MK.	**	***	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	98,57	***
FACTO FİNANS	-34,29	-75,36	ŞEKERBANK	-37,88	-6,06
GEDİK YO.	172,73	190,91	TAÇ YO.	-57,14	-31,75
GERSAN ELEKTRİK	-53,87	-65,81	TAKSİM YO.	**	***
GİMSAN GEDİZ İPLİK	244,70	206,82	TANSAŞ	763,16	342,11
HEDEF MK.	**	***	TAT KONSERVE	606,67	413,33
İNFO YO.	-16,38	***	VAKIF GMYO.	30,00	260,00
İPEK MATBAACILIK	-78,79	-93,03	VAKIF RİSK SERMAYESİ	**	***
KARSU TEKSTİL	46,46	-4,04	VİKİNG KAĞIT	-58,50	-35,00
KEREVİTAŞ	-76,67	-73,33	YAPIKREDİ YO.	40,00	97,50

♣ Hisse senetlerinin 2.yılsonundaki işlem tarihleri, borsada işlem görmeye devam ettiği ikinci yıldaki 31.12 tarihi olarak, 3.yıl sonundaki işlem tarihleri, borsada işlem görmeye devam ettiği üçüncü yıldaki 31.12 tarihi olarak alınmıştır. Hesaplanan tüm değerler % olarak ifade edilmiştir.

** Hisse senetleri borsada ikinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

*** Hisse senetleri borsada üçüncü yıl sonuna kadar işlem görmediği için hesaplama dahil edilmemiştir.

Ham getirilere genel olarak bakıldığında ilk işlem günü sonunda sadece 6 hisse senedinin negatif ham getiriye sahip olduğu, birinci yılsonunda bu sayının 14'e yükseldiği görülmüştür. Üçüncü yılsonu itibarıyla 18 adet hisse senedinin negatif ham getiri sağladığı gözlenmiştir.

İlk bakışta negatif ham getiriye sahip hisselerin sayıca az olması, pozitif anormal getirilerin varlığına işaret etse de, bu bulgu tek başına pozitif anormal getirilerin var olup olmadığını kanıtlamak için yeterli değildir. Sonuçta hesaplanan bu değerler, o günün piyasa koşullarının etkilerini barındıran endeks getirilerini yansıtmamaktadır.

2.3.2. Endeks Getirilerinin Hesaplanması

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişim süreci incelendiğinde Türkiye'de yaşanan konjonktürel dalgalanmaların borsaya olan etkisi açıkça görülmektedir. Borsa, piyasaları etkileyen bir haber karşısında anında tepki vermekte ve bu nedenle istikrarlı bir tavır sergileyememektedir. Borsa'nın spekülasyon hareketlere açık olduğu göz önüne alınacak olursa, pozitif anormal getirilerin varlığının doğru hesaplanması için borsayı etkileyen İMKB Bileşik Endeksinin hesaplanmasının önemi açıkça anlaşılmaktadır.

Anormal getiri hesaplamasında daha doğru sonuçlar alınabilmesi için ham getirilerden endeks etkisinin arındırılması gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada, endeks getirileri Formül 2'ye göre hesaplanmıştır. Sonuçlar, Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Dönemlere Göre Endeks Getirileri %

HİSSE ADI	KISA DÖNEM		ORTA DÖNEM	UZUN DÖNEM	
	İLK GÜN	İLK AY	1.YIL	2.YIL	3.YIL
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-5,05	11,07	46,84	143,82	253,63
AK Y.O.	-0,17	-5,32	485,42	-37,95	46,05
ALARKO GMYO.	1,96	64,47	253,63	-24,72	485,42
ANADOLU SİGORTA	-1,76	-3,84	416,56	31,78	46,84
ATLANTİS YO.	-5,29	1,62	46,84	143,82	253,63
ATLAS YO.	-7,38	-25,37	31,78	46,84	143,82
BOROVA YAPI END.	1,00	1,62	46,84	143,82	253,63
DARDANEL	1,40	16,23	31,78	46,84	143,82
ECZACIBAŞI YO.	1,30	-1,15	485,42	-37,95	46,05
EMİNİŞ AMBALAJ	2,06	2,33	46,84	143,82	253,63
EURO MK.	-3,57	-7,03	*	**	***
FACTO FİNANS	-1,76	-3,84	416,56	31,78	46,84
GEDİK YO.	5,32	17,57	485,42	-37,95	46,05
GERSAN ELEKTRİK	-1,86	-1,12	79,61	34,08	33,48
GİMSAN GEDİZ İPLİK	2,72	22,34	143,82	253,63	-24,72
HEDEF MK.	-3,64	-4,11	59,29	**	***
İNFÖ YO.	-0,82	6,89	34,08	33,48	***
İPEK MATBAACILIK	0,42	-90,95	-37,95	46,05	-24,76
KARSU TEKSTİL	-1,53	13,22	31,78	46,84	143,82
KEREVİTAŞ	-1,50	34,02	31,78	46,84	143,82
KONİTEKS	-2,55	22,61	416,56	31,78	46,84
MEGES	-1,10	11,77	253,63	-24,72	485,42
MERT GIDA	-0,63	4,43	59,29	**	***
METEMTUR OTEL	0,17	9,13	-24,76	79,61	34,08
METRO MK.	-8,31	-13,10	*	**	***
MUSTAFA YILMAZ YO.	-0,62	15,43	46,84	143,82	253,63
OSMANLI GMYO.	1,85	-0,40	-24,72	485,42	-37,95
ÖZFİNANS FACTORİNG	-0,30	-7,44	46,84	143,82	253,63
PLASTİKKART	-0,42	4,32	34,08	33,48	***
SİLVERLINE	2,23	-7,03	*	**	***
ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	1,48	7,87	34,08	59,29	***
ŞEKERBANK	-1,05	-11,53	253,63	-24,72	485,42
TAÇ YO.	-1,05	-11,53	253,63	-24,72	485,42
TAKSİM YO.	2,32	-7,03	*	**	***
TANSAŞ	1,61	12,27	143,82	253,63	-24,72
TAT KONSERVE	-1,48	22,61	416,56	31,78	46,84
VAKİF GMYO.	-1,47	64,47	253,63	-24,72	485,42
VAKİF RİSK SERMAYESİ	3,08	-4,12	-37,95	**	***
VİKİNG KAĞIT	-3,62	-7,22	31,78	46,84	143,82
YAPIKREDİ YO.	-0,83	11,07	46,84	143,82	253,63

* Hisse senetleri borsada birinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

**Hisse senetleri borsada ikinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

***Hisse senetleri borsada üçüncü yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

2.3.3. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Ham ve endeks getirileri hesaplandıktan sonra *anormal getiriler* hesaplanmıştır. Anormal getiriler hesaplanırken Formül 3 kullanılmıştır. Tablo 8’de kısa dönem olan ilk gün ve ilk ay anormal getirileri gösterilmiştir.

Tablo 8: İlk Gün ve İlk Ay Sonundaki Anormal Getiriler ♣

HİSSE ADI	İLK GÜN ANORMAL GETİRİ %	İLK AY %	HİSSE ADI	İLK GÜN ANORMAL GETİRİ %	İLK AY %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-0,21	-53,18	KONİTEKS	13,46	231,93
AK YO.	11,83	10,32	MEGES	-0,52	-8,55
ALARKO GMYO.	6,58	-42,51	MERT GIDA	19,30	67,57
ANADOLU SİGORTA	10,46	6,01	METEMTUR OTEL	12,81	8,66
ATLANTİS YO.	55,29	134,74	METRO MK.	8,31	2,72
ATLAS YO.	-3,33	14,66	MUSTAFA YILMAZ YO.	38,72	129,80
BOROVA YAPI END.	-1,00	-84,82	OSMANLI GMYO.	20,38	35,59
DARDANEL	21,68	-8,54	ÖZFİNANS FACTORING	0,30	-36,85
ECZACIBAŞI YO.	-3,57	-17,95	PLASTİKKART	-2,71	-5,88
EMİNİŞ AMBALAJ	-5,23	-11,85	SILVERLINE	-2,23	-3,46
EURO MK.	6,29	1,57	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	-1,48	-17,15
FACTO FİNANS	11,76	38,13	ŞEKERBANK	11,65	-11,20
GEDİK YO.	8,32	11,98	TAÇ YO.	1,05	5,18
GERSAN ELEKTRİK	9,93	22,08	TAKSİM YO.	3,56	-8,94
GİMSAN GEDİZ İPLİK	41,22	195,84	TANSAŞ	22,08	24,57
HEDEF MK.	6,37	-0,44	TAT KONSERVE	12,15	90,72
İFO YO.	22,37	47,42	VAKIF GMYO.	10,22	-44,47
İPEK MATBAACILIK	7,15	98,53	VAKIF RİSK SERMAYESİ	20,14	125,55
KARSU TEKSTİL	20,22	13,04	VİKİNG KAĞIT	3,62	9,72
KEREVİTAŞ	11,92	120,15	YAPIKREDİ YO.	23,33	-16,07

♣ Hesaplanan değerler % olarak ifade edilmiştir. İlk gün sonunda hesaplanan ortalama anormal getiri % 11,30’dur. İlk ay sonundaki ortalama anormal getiri ise % 26,87’dir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Araştırmanın sonuçları iki başlık altında toplanmıştır. Analizin birinci kısmında fiyat performansı incelenmiştir. Fiyat performansının incelenmesi için öncelikle kısa, orta ve uzun dönemde ham, endeks ve anormal getiriler bir üst bölümde anlatıldığı ve tablolarda belirtildiği gibi hesaplanmıştır. Hisse senetlerine ait düşük fiyatlandırma olgusu farklı dönemlerde anormal getirilerin pozitif olup olmamasına göre incelenmiştir. Analizin ikinci kısmında halka arz yılı, halka arza aracılık türü ve aracı kurumun, anormal getiriler üzerindeki etkisi ANOVA yöntemi kullanılarak araştırılmıştır.

3.1. BULGULAR

3.1.1. Kısa Dönem Verileriyle İlgili Bulgular

Pozitif anormal getiriler, ilgili hissenin düşük fiyatlandırıldığı anlamını taşımaktadır. Bu çalışmada kısa dönem için yapılan anormal getiri hesaplamaları, çalışmaya konu olan hisse senetlerinin çoğunun pozitif anormal getiriye sahip olduğunu ve kısa dönemde hisselerin çoğunun düşük fiyatlandırıldığını göstermiştir.

Tablo 8 incelendiğinde, ilk gün sonunda yalnız 9 adet hisse senedinin negatif anormal getiriye sahip olduğu, diğer bir ifadeyle düşük fiyatlandırma yapılmadığını gözlenmiştir. Bu hisseler sırasıyla MEGES -%0,52, ADANA ÇİMENTO (B GRUBU) -%0,21, BOROVA YAPI ENDÜSTRİ AŞ. -% 1,00, ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA -%1,48, SILVERLINE -%2,23, PLASTİKKART -%2,71, ATLAS YATIRIM ORTAKLIĞI -% 3,33 , ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI -% 3,57 ve EMİNİŞ AMBALAJ -%5,23 ‘dır. Kalan 31 adet hisse senedi düşük fiyatlandırılmıştır.

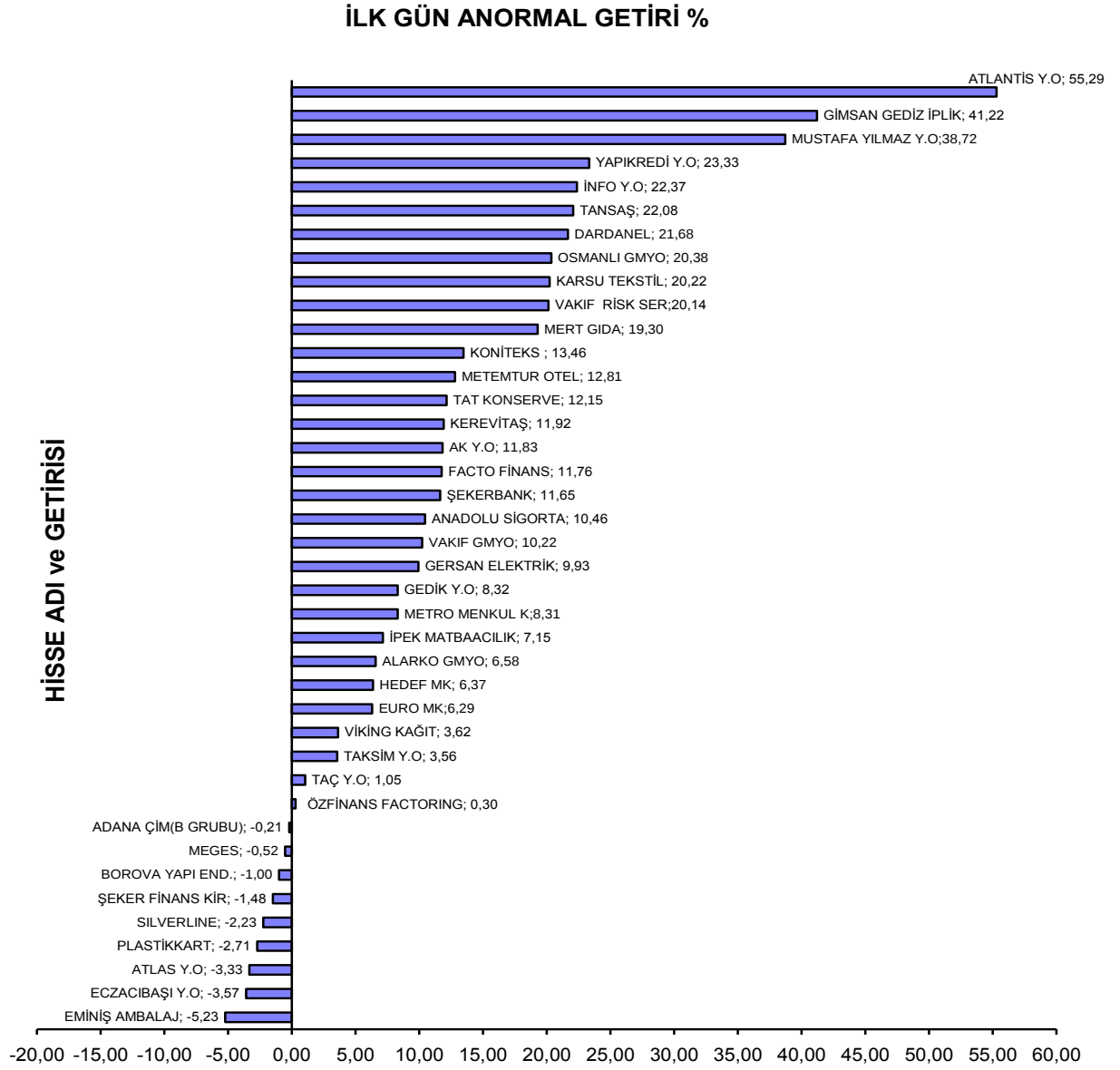
ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI' nın %55,29 oran ile ilk günde en fazla düşük fiyatlandırılan hisse olduğu gözlenmiştir. Tablo 3 'te ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI' nın TEKSTİLBANK tarafından halka arza edildiği belirtilmektedir. Dolayısıyla ilk gün sonunda TEKSTİLBANK'ın en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan aracı kurum olduğu anlaşılmaktadır.

Tez çalışmasında kısa dönem olan ilk günde, ilgili hisse senetlerinin ortalama anormal getirisi %11,30 olarak bulunmuştur. Hesaplanan ortalama anormal getiri, Jog ve Riding (1987)'in Kanada borsasında ilk defa halka arz edilen hisselerde, ilk üç gündeki düşük fiyatlandırma ortalaması için elde ettiği %11,5 rakamıyla benzerlik göstermiştir.

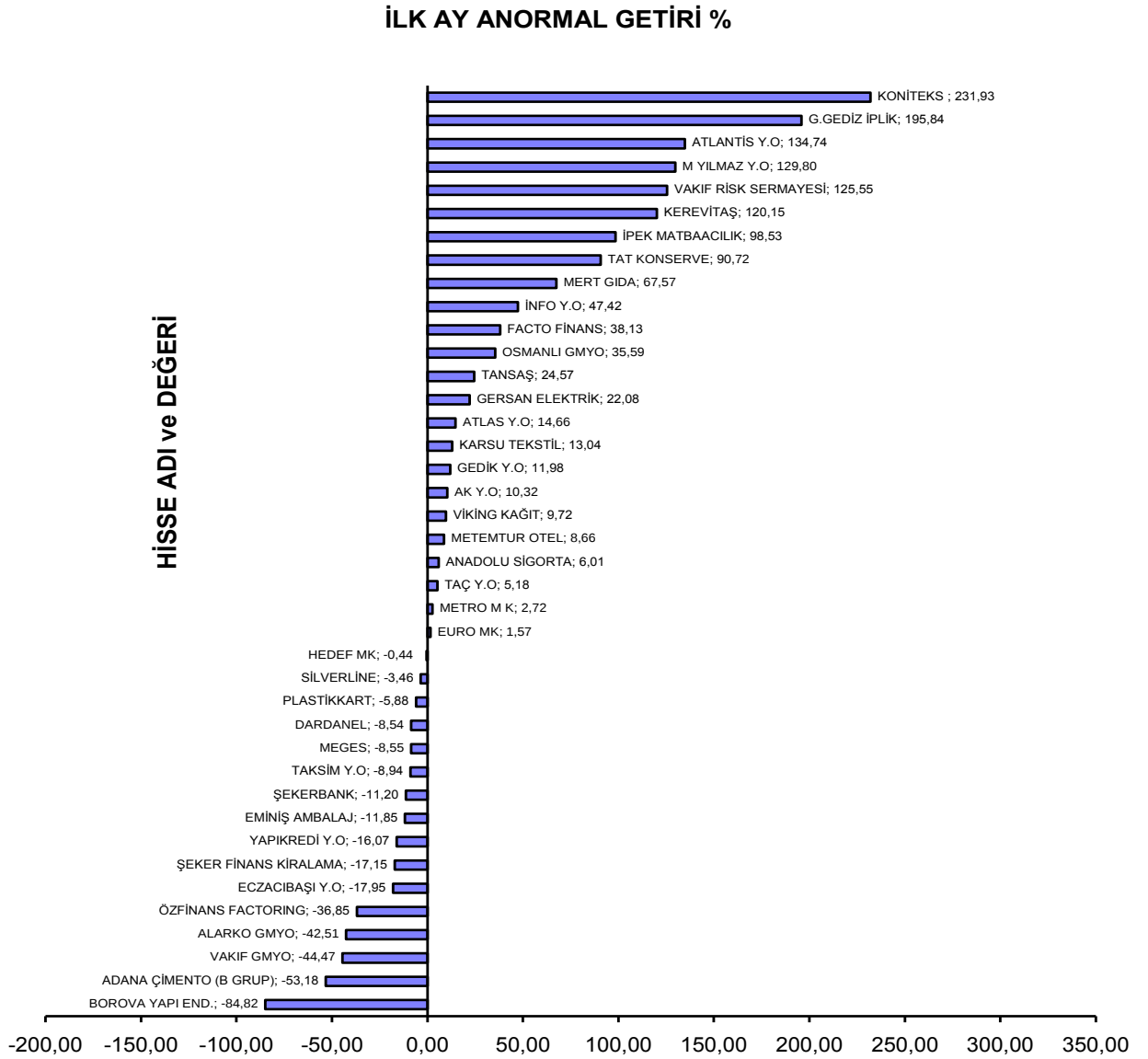
Chan, Wang ve Wei (2002)'de Çin borsasında, ilk defa halka arz edilmiş hisse senetlerinde düşük fiyatlandırmayı inceledikleri çalışmalarında, B tipi hisselerin ilk günkü ortalama getirisini %11,6 olarak bulmuşlardır. Tez çalışmasında ilk gün sonunda elde edilen anormal getiri bulguları, Chan, Wang ve Wei (2002)'nin araştırmalarıyla da paralellik göstermektedir.

Çalışmada hisselerdeki düşük fiyatlandırma yüzdesinin görsel olarak ortaya konabilmesi amacıyla grafikler oluşturulmuştur. Grafik 1'de ilk gün anormal getirileri gösterilmiştir.

Grafik 1: İlk Gün Anormal Getirileri



Grafik 2: İlk Ay Anormal Getirileri



Grafik 2’de ilk ay anormal getirisi negatif olan 16 adet hisse senedi dikkat çekmektedir. İlk gün anormal getirisi negatif olan 9 hisse varken ilk ay sonunda bu rakam 16’ya yükselmiştir. İlk ay sonunda 16 adet hisse senedinde düşük fiyatlandırma bulunmamaktadır.

İlk ay sonunda 24 adet hisse senedinin düşük fiyatlandırıldığı ortaya konmuştur. KONİTEKS hissesinin %231,93 oranında pozitif anormal getiriye sahip

olduğu gözlenmiştir. İncelenen hisse senetleri içinde KONİTEKS'in ilk ay sonunda en çok düşük fiyatlandırılan hisse olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3'te KONİTEKS'in İŞ BANKASI tarafından halka arz edildiği belirtilmektedir. İlk ay sonunda İŞ BANKASI'nın en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan aracı kurum olduğu tespit edilmiştir. En yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisseler sıralamasında KONİTEKS hissesini %195,84'lük oranla GİMSAN GEDİZ İPLİK takip etmektedir. GİMSAN GEDİZ İPLİK, TÜRK EKONOMİ BANKASI tarafından halka arz edilmiştir. Böylece ilk ay sonunda TÜRK EKONOMİ BANKASI'nın en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan ikinci aracı kurum olduğu anlaşılmıştır.

Tez çalışmasında kısa dönem içinde yer alan ilk ay sonunda, ilgili hisse senetlerinin ortalama anormal getirisi % 26,87 olarak hesaplanmıştır.

3.1.2. Orta Dönem Verileriyle İlgili Bulgular

Finans literatüründe düşük fiyatlandırma üzerine yapılan araştırmalarda, hisse senetleri çoğunlukla kısa ve uzun dönem periyotlara göre analiz edilmiştir. Hisse senetlerinin orta dönemdeki performanslarını inceleyen çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Uluslararası çalışmalar incelendiğinde 3-6 ay arasındaki dönem kısa dönem olarak kabul edilmektedir (Menemencioğlu, 2003). Ayrıca Tille (2000), çalışmasında, hisse senetlerinin fiyat performanslarını incelemiş ve ilk halka arzdan sonraki 6 ayı, kısa dönem olarak kabul etmiştir. Bu çalışmalar baz alındığında, orta dönem için 6 aydan daha fazla zaman dilimi seçilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu nedenle tez çalışmasında orta dönem olarak bir yıl alınmıştır. Tablo 9'da orta dönem olan birinci yılsonundaki anormal getiriler gösterilmiştir.

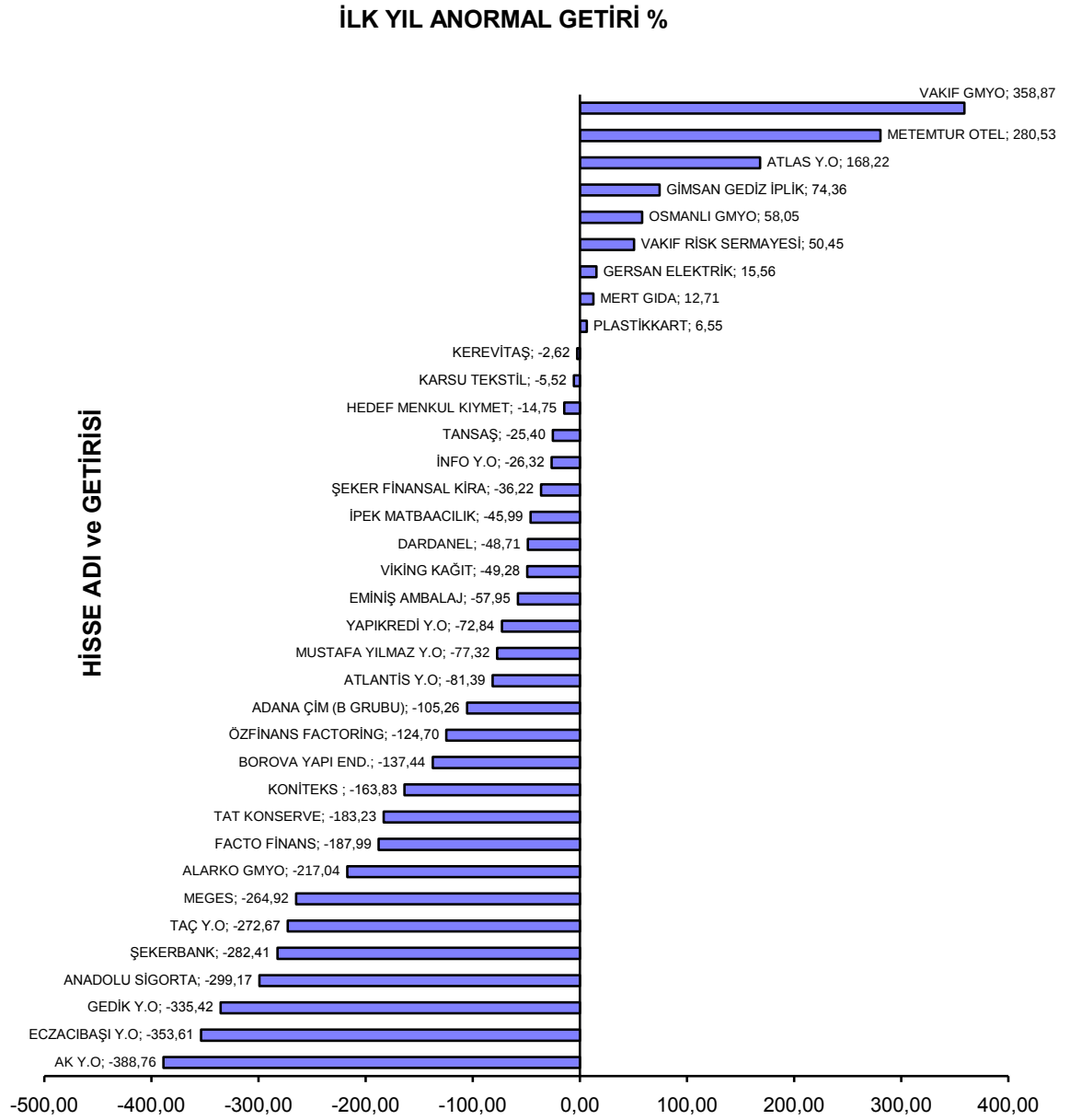
Tablo 9: İlk Yıl Sonundaki Anormal Getiriler

HİSSE ADI	İLK YIL ANORMAL GETİRİ %	HİSSE ADI	İLK YIL ANORMAL GETİRİ %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-105,26	KONİTEKS	-163,83
AK YO.	-388,76	MEGES	-264,92
ALARKO GMYO.	-217,04	MERT GIDA	12,71
ANADOLU SİGORTA	-299,17	METEMTUR OTEL	280,53
ATLANTİS YO.	-81,39	METRO MK.	*
ATLAS YO.	168,22	MUSTAFA YILMAZ YO.	-77,32
BOROVA YAPI END.	-137,44	OSMANLI GMYO	58,05
DARDANEL	-48,71	ÖZFİNANS FACTORING	-124,70
ECZACIBAŞI YO.	-353,61	PLASTİKKART	6,55
EMİNİŞ AMBALAJ	-57,95	SILVERLINE	*
EURO MK.	*	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	-36,22
FACTO FİNANS	-187,99	ŞEKERBANK	-282,41
GEDİK YO.	-335,42	TAÇ YO.	-272,67
GERSAN ELEKTRİK	15,56	TAKSİM YO.	*
GİMSAN GEDİZ İPLİK	74,36	TANSAŞ	-25,40
HEDEF MK.	-14,75	TAT KONSERVE	-183,23
İNFÖ YO.	-26,32	VAKIF GMYO.	358,87
İPEK MATBAACILIK	-45,99	VAKIF RİSK SERMAYESİ	50,45
KARSU TEKSTİL	-5,52	VİKİNG KAĞIT	-49,28
KEREVİTAŞ	-2,62	YAPIKREDİ YO.	-72,84

* Hisse senetleri borsada birinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Grafik 3 'te tek aracı kurum tarafından ilk defa halka arz edilmiş hisselerin, borsada işlem gördüğü ilk yılsonundaki anormal getirileri gösterilmiştir.

Grafik 3: İlk Yıl Anormal Getirileri



SILVERLINE, METRO MENKUL KIYMETLER, TAKSİM YATIRIM ORTAKLIĞI, EURO MENKUL KIYMETLER hisseleri, birinci yılsonuna kadar borsada işlem görmediği için hesaplama dışında tutulmuştur.

Birinci yılsonunda sadece 9 adet hisse pozitif anormal getiri sağlamış ve düşük fiyatlandırılmıştır.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI hisse senedi %358,87 pozitif anormal getiriyle en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisse olmuştur.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI, VAKIFBANK tarafından halka arz edilmiştir. Bu bilgiye göre, orta dönemde en çok düşük fiyatlandırma yapan aracı kurum “VAKIFBANK” tır.

Birinci yılsonunda %280,53'lük oranla METEMTUR OTEL düşük fiyatlandırılan hisseler arasında ikinci sırayı almıştır. METEMTUR OTEL hissesi, UNIVERSAL MENKUL DEĞERLER tarafından halka arz edilmiştir. Birinci yılsonunda UNIVERSAL MENKUL DEĞERLER en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan ikinci aracı kurumdur.

Orta dönem anormal getirileriyle kısa dönemde elde edilen anormal getiriler karşılaştırıldığında, orta dönemde düşük fiyatlandırılan hisse sayısının azaldığı görülmüştür.

İlk gün sonunda 31 adet hisse düşük fiyatlandırılırken ilk ay sonunda 24 adet hisse düşük fiyatlandırılmıştır. Bu rakamlar birinci yılsonu itibariyle 9'a düşmüştür.

Dönemler itibariyle ortalama anormal getirilerde de farklılıklar tespit edilmiştir. İlk gün sonundaki ortalama anormal getiri %11,30 iken ilk ay sonunda bu rakam %26,87'ye yükselmiştir. Birinci yılsonundaki ortalama anormal getiri - %78,76'ya düşmüştür. Kısa dönemdeki ortalama anormal getiriler pozitifken, orta dönem olan birinci yılsonunda ortalama anormal getiriler negatif olmuştur. Bu durum, kısa dönemden orta döneme geçildiğinde ortalama olarak düşük fiyatlandırmanın azaldığını göstermektedir.

3.1.3. Uzun Dönem Verileriyle İlgili Bulgular

Literatürde düşük fiyatlandırmanın araştırılması için kullanılan hisse senetlerinin fiyat performansları, sadece kısa dönemde değil uzun dönemde de

incelenmiştir. Yapılan araştırmalarda ilk halka arzı takip eden birinci ve üçüncü yılın uzun dönem olarak kabul edildiği görülmüştür. Bu tez çalışmasında literatürle benzer şekilde, uzun dönem olarak, ilk halka arzı takip eden birinci, ikinci ve üçüncü yıl seçilmiştir. Tablo 10'da, uzun dönem olan ikinci ve üçüncü yılsonundaki anormal getiriler gösterilmiştir.

Tablo 10: İkinci ve Üçüncü Yıl Sonundaki Anormal Getiriler ♠

HİSSE ADI	2.YIL ANORMAL GETİRİ %	3.YIL %	HİSSE ADI	2.YIL ANORMAL GETİRİ %	3.YIL %
ADANA ÇİMENTO (B GRUBU)	-213,29	-261,52	KONİTEKS	559,12	798,61
AK YO.	7,95	-57,71	MEGES	-21,25	-515,26
ALARKO GMYO.	14,96	-256,16	MERT GIDA	**	***
ANADOLU SİGORTA	-83,96	-125,76	METEMTUR OTEL	-164,89	-117,25
ATLANTİS YO.	-146,09	105,46	METRO MK.	**	***
ATLAS YO.	-75,41	-120,61	MUSTAFA YILMAZ YO.	-150,96	-144,10
BOROVA YAPI END.	-229,82	-321,13	OSMANLI GMYO.	-440,98	-1,31
DARDANEL	-142,77	-240,78	ÖZFİNANS FACTORING	-219,53	-286,48
ECZACIBAŞI YO.	69,77	19,86	PLASTİKKART	-59,42	***
EMİNİŞ AMBALAJ	-139,06	-323,78	SILVERLINE	**	***
EURO MK	**	***	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA	39,28	***
FACTO FİNANS	-66,07	-122,20	ŞEKERBANK	-13,16	-491,48
GEDİK YO.	210,68	144,86	TAÇ YO.	-32,42	-517,17
GERSAN ELEKTRİK	-87,95	-99,29	TAKSİM YO.	**	***
GİMSAN GEDİZ İPLİK	-8,93	231,54	TANSAŞ	509,53	366,83
HEDEF MK.	**	***	TAT KONSERVE	574,88	366,49
İINFO YO.	-49,86	***	VAKIF GMYO.	54,72	-225,42
İPEK MATBAACILIK	-124,83	-68,27	VAKIF RİSK SERMAYESİ	**	***
KARSU TEKSTİL	-0,38	-147,86	VİKİNG KAĞIT	-105,34	-178,82
KEREVİTAŞ	-123,51	-217,15	YAPIKREDİ YO.	-103,82	-156,13

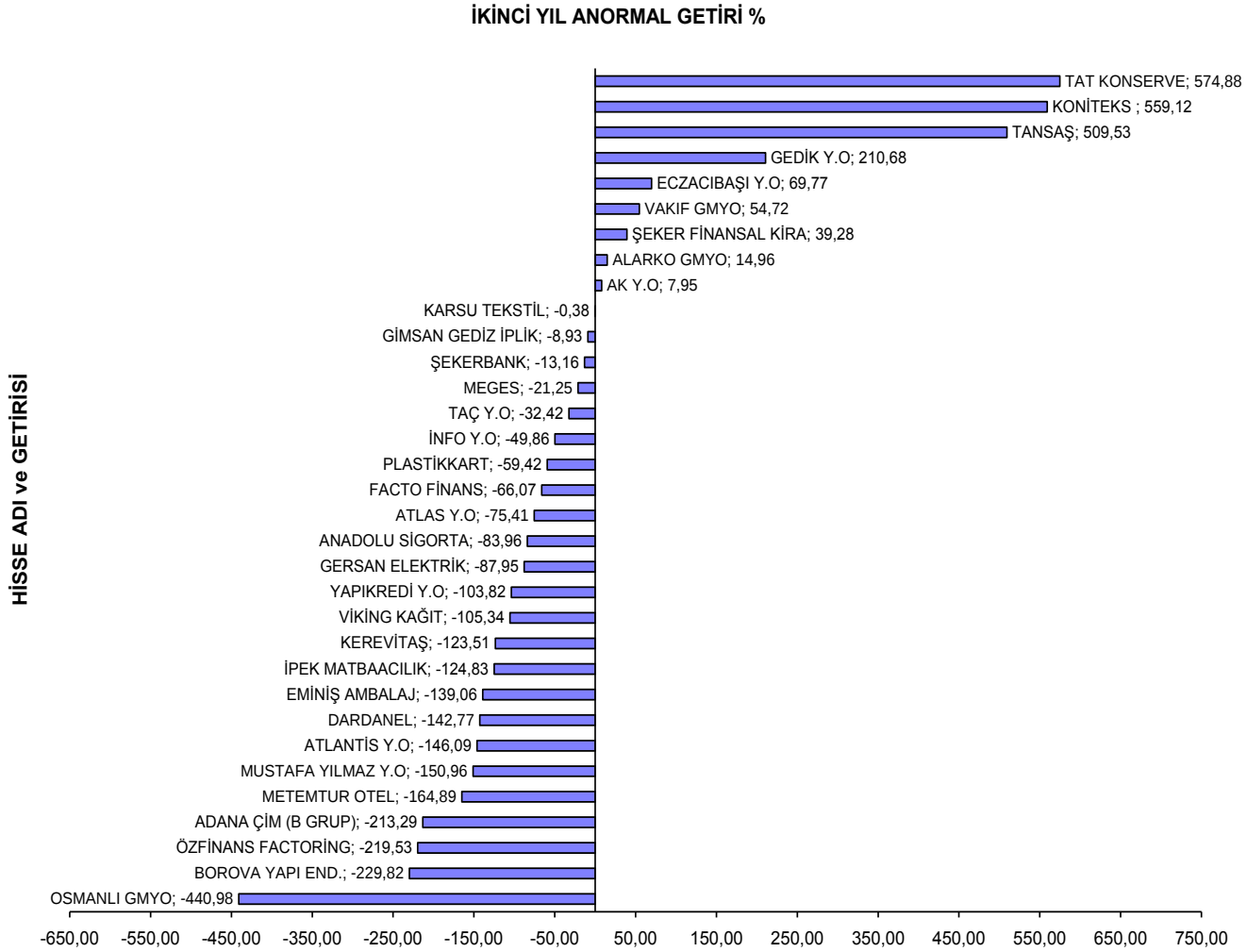
♠ Çalışmaya dahil edilen tüm hisse senetlerinin ikinci yıl ortalama anormal getirisi - % 23,12, üçüncü yıl ortalama anormal getiri ise -% 98,73'tür.

** Hisse senetleri borsada ikinci yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

*** Hisse senetleri borsada üçüncü yılsonuna kadar işlem görmediği için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Grafik 4’te uzun dönemin ilk periyodu olan ikinci yılsonundaki anormal getiriler gösterilmiştir.

Grafik 4: İkinci Yıl Anormal Getirileri



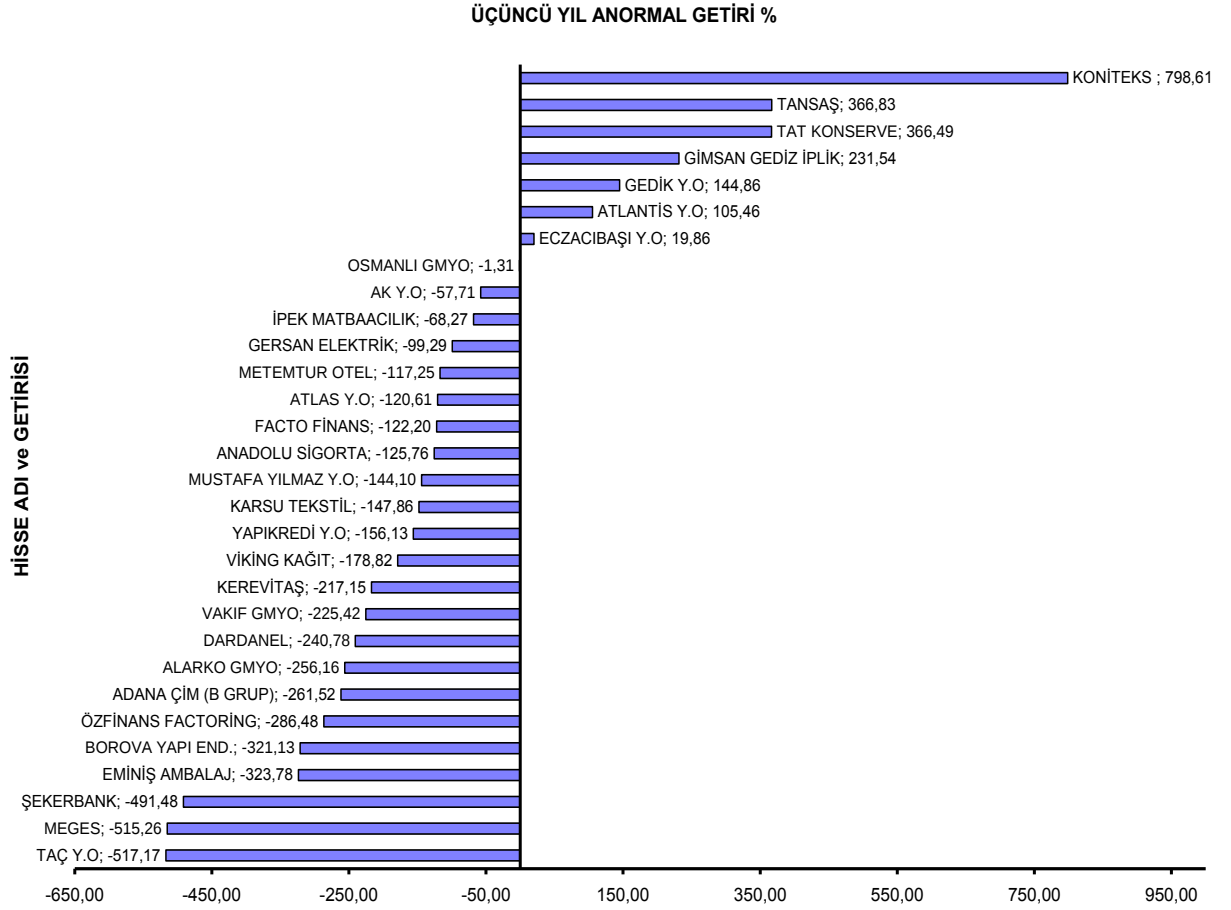
İkinci yılsonunda da birinci yılda olduğu gibi 9 adet hisse senedi pozitif anormal getiri sağlamış ve düşük fiyatlandırılmıştır.

TAT KONSERVE % 574,88 'lik oranla en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan, AK YATIRIM ORTAKLIĞI %7,95 'lik oranla en az oranda düşük fiyatlandırılan hisse olmuştur. Oranlar arasındaki fark oldukça dikkat çekicidir.

TAT KONSERVE, KOÇBANK tarafından halka arz edilmiştir. İkinci yılda en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan aracı kurum KOÇBANK olmuştur.

Birinci yılsonundaki ortalama anormal getiri -%78,76 iken; ikinci yılsonundaki ortalama anormal getiri -%23,12 'dir. Birinci ve ikinci yılda eşit sayıda hisse düşük fiyatlandırılmış; birinci ve ikinci yıl karşılaştırıldığında, ikinci yılda daha az oranda düşük fiyatlandırma yapıldığı görülmüştür. Bu nedenle birinci yıla göre ikinci yılda, ortalama anormal getiri azalmıştır.

Grafik 5'te uzun dönemin son periyodu olan üçüncü yılsonu itibariyle hesaplanan anormal getiriler gösterilmiştir.

Grafik 5: Üçüncü Yıl Anormal Getirileri

Üçüncü yılsonu itibariyle 7 adet hisse pozitif anormal getiri sağlamış ve düşük fiyatlandırılmıştır. KONİTEKS %798,61 oranında en fazla pozitif anormal getiriyi sağlamıştır. KONİTEKS, İŞ BANKASI tarafından halka arz edilmiştir.

İŞ BANKASI üçüncü yılsonunda da en yüksek oranda düşük fiyatlandırma yapan aracı kurum olarak tespit edilmiştir.

Orta dönemde düşük fiyatlandırılan hisse sayısı 9 iken; uzun dönemin ilk periyodu olan ikinci yılsonunda bu rakam sabit kalmış, üçüncü yılsonunda rakam 7'ye düşmüştür. Üçüncü yılsonundaki ortalama anormal getiri -%98,73' tür.

3.2. İLK GÜN VE İLK AY ANORMAL GETİRİLERİNE AİT ANOVA BULGULARI

Tezin analizinin ilk aşamasında, kısa dönem olan ilk gün ve ilk ay sonunda seçilen hisse senetlerinin pozitif anormal getiri sağladığı ortaya konmuştur. Dolayısıyla kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanmıştır.

Analizin ikinci aşamasında düşük fiyatlandırmanın olduğu ilk gün ve ilk ay ele alınmış; bu dönemlerde seçilen hisselerle ait halka arza aracılık türlerinin, halka arzın gerçekleştirildiği yılın ve halka arzı gerçekleştiren aracı kurumunun, yüzde anormal getiri üzerindeki etkisi SPSS 11.0 sürümünde ANOVA yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Halka arza aracılık türü, halka arz yılı ve aracı kurum bağımsız değişkenler; yüzde anormal getiriler ise bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.

Analiz yöntemi olarak ANOVA seçilmesinin başlıca nedeni, etkisi araştırılan bağımsız değişkenlerin türleridir. Halka arza aracılık türü ve aracı kurumlar kategorik, halka arz yılı nümerik verilerdir. Bu nedenle araştırmada ANOVA yapılmıştır.

Analizde test edilmek üzere on iki hipotez kurulmuştur. Her bir bağımsız değişkene ait sıfır (null) ve alternatif hipotezler oluşturulmuştur. İlk gün için altı, ilk ay için altı ayrı hipotez kurulmuş ve hipotezler %95 güven düzeyinde test edilmiştir.

Halka arz yılı, halka arza aracılık türü ve aracı kurumun ilk gün anormal getirilerine etkisinin analizinde test edilmek üzere altı farklı hipotez kurulmuştur:

Halka arz yılı için;

H_0 : Halka arz yılı ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Halka arz yılı ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Halka arza aracılık türü için;

H_0 : Bakiyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Bakiyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Aracı kurum için;

H_0 : Aracı kurum ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Aracı kurum ile ilk gün anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

İlgili hipotezler, ilk ay anormal getirileriyle seçilen bağımsız değişkenler için tekrar oluşturulmuştur. Halka arz yılı, halka arza aracılık türü ve aracı kurumun ilk ay anormal getirilerine etkisinin analizinde test edilmek üzere kurulan altı hipotez şunlardır:

Halka arz yılı için;

H_0 : Halka arz yılı ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Halka arz yılı ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Halka arza aracılık türü için;

H_0 : Bakiyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Bakiyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim, en iyi gayret aracılığı ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Aracı kurum için;

H_0 : Aracı kurum ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 : Aracı kurum ile ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

ANOVA sonucunda ilk gün ve ilk ay anormal getiriyle bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan hipotezlerden alternatif olanların (H_1) kabul edilmesi, diğer bir ifadeyle H_0 hipotezlerinin reddedilmesi beklenmektedir. Çalışmada öncelikle halka arza aracılık türü ve aracı kurumun pozitif anormal getirileri etkilediği, düşük fiyatlandırılan hisselerden aracılık türü olarak “ bakiyeyi yüklenim” şeklinde arz edilenlerin “en iyi gayret” aracılığına göre sayıca çoğunlukta olduğu düşünülmektedir.

Ayrıca tez çalışmasının, riskten kaçan aracı kurum hipotezinde aracı kurumun halka arz öncesi piyasadan değerli bilgiler topladığını ve söz konusu varsayımın sadece halka arza aracılık türü olarak “bakiyenin tümünü yüklenen” aracı kurumlar için geçerli olabileceğini dile getiren çalışmalarla paralellik göstermesi beklenmektedir. (Fıratoğlu ve İmişiker, 2007)

Bu beklentiler doğrultusunda kurulan on iki hipotez % 95 güven düzeyinde test edilmiştir. Analizde ANOVA yöntemi kullanılmıştır. Halka arz yılının ilk gün ve ilk ay anormal getirileriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçları Tablo 11’de yer almaktadır.

Tablo 11: Halka Arz Yılı ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	sd	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri %	Gruplar arası	1110,692	12	92,558	0,462	0,920
	Gruplar içi	5405,509	27	200,204		
	Toplam	6516,201	39			
İlk Ay Anormal Getiri %	Gruplar arası	43681,593	12	3640,133	0,751	0,692
	Gruplar içi	130814,712	27	4844,989		
	Toplam	174496,304	39			

Tablo 11 incelediğinde ilk gün anormal getirileri için hesaplanan “p” değerinin 0,920 olduğu dikkat çekmektedir. % 95 güven düzeyinde hesaplanan “p” değeri 0,05 ‘den büyük çıkmıştır. ($p > 0,05$)

($p > 0,05$) olduğundan, halka arz yılı ve ilk gün anormal getirileri ilişkisini test etmek için kurulmuş olan H_0 hipotezi kabul edilmiştir. H_1 hipotezi reddedilmiştir. Analiz sonucunda halka arz yılı ile *ilk gün anormal getirileri* arasında anlamlı bir ilişki olmadığı ortaya konmuştur.

İlk ay için hesaplanan “p” değeri 0,692’dir. ($p > 0,05$) olduğundan, halka arz yılı ve ilk ay anormal getirileri ilişkisini test etmek için kurulmuş olan H_0 kabul edilmiş ve H_1 hipotezi reddedilmiştir. Halka arz yılı ile *ilk ay anormal getirileri* arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

Tablo 12’de halka arza aracılık türünün ilk gün ve ilk ay anormal getirileriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçları yer almaktadır.

Tablo 12: Halka Arza Aracılık Türü ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	sd	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri %	Gruplar arası	386,684	2	193,342	1,167	0,322
	Gruplar içi	6129,517	37	165,663		
İlk Ay Anormal Getiri %	Toplam	6516,201	39			
	Gruplar arası	960,249	2	480,124	0,102	0,903
	Gruplar içi	173536,056	37	4690,164		
	Toplam	174496,304	39			

Halka arza aracılık türü ANOVA sonuçlarına göre, ilk gün anormal getirilerine ait “p” değeri 0,322’dir. İlk ay için bu değer 0,903’tür. İlk gün ve ilk ay anormal getirilerine ait “p” değerleri 0,05’ten büyüktür. ($p > 0,05$).

($p > 0,05$) olduğundan, halka arza aracılık türünün ilk gün ve ilk ay anormal getirileri ile olan ilişkisini test etmek için kurulan H_0 hipotezleri kabul edilmiştir. Dolayısıyla H_1 hipotezleri reddedilmiştir. Halka arza aracılık türü ile ilk gün ve ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Tablo 13’te aracı kurumun ilk gün ve ilk ay anormal getiriyle olan ilişkisine ait ANOVA sonuçları yer almaktadır.

Tablo 13: Aracı Kurum ANOVA Sonuçları

	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	sd	Kareler Ortalaması	F	p
İlk Gün Anormal Getiri %	Gruplar arası	5389,056	26	207,271	2,391	0,051
	Gruplar içi	1127,145	13	86,703		
	Toplam	6516,201	39			
İlk Ay Anormal Getiri %	Gruplar arası	115527,292	26	4443,357	0,980	0,538
	Gruplar içi	58969,012	13	4536,078		
	Toplam	174496,304	39			

Aracı kurumlarla ilk gün ve ilk ay anormal getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen ANOVA testi sonuçlarına bakıldığında “p” değerlerinin 0,05’ten büyük olduğu görülmektedir. ($p > 0,05$)

İlk gün anormal getirilerine ait “p” değeri 0,051’dir. Hesaplanan bu değer, analizin %95 güven düzeyinde anlamlı çıkması için gerekli olan 0,05 değerine oldukça yakındır. Bu nedenle ilgili bağımsız değişkenle ilk gün anormal getirilerine ait veriler için *post hoc testi* uygulanmıştır. İki değişken arasındaki ilişkinin ayrıntılarını görebildiğimiz *post hoc testi* sonuç vermemiştir. Post Hoc testinin yapılabilmesi için bir grupta en az iki bağımsız değişken olması gerekmektedir. Tez çalışmasında seçilen veri setinde bir grupta ikiden az olan bağımsız değişkenler bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle post hoc testinin sonuç vermesi için bir aracı kurumun en az iki hisse senedini halka arz etmesi gerekmektedir. Araştırmada, bir aracı kurum tek hisse senedini halka arz ettiği verilerle de çalışılmıştır. Bu nedenle post hoc testleri uygulanamamıştır. Analiz sonucunda ($p > 0,05$) olduğundan ilk gün anormal getirileri ve aracı kurumun ilişkisini test etmek için kurulan H_0 hipotezi

kabul edilmiştir. H_1 hipotezi reddedilmiştir. İlk gün anormal getirileri ile aracı kurum arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

İlk ay anormal getirileri ve aracı kurum değişkenin analiz sonucuna bakıldığında ($p > 0,05$) çıkmıştır. İlk gün anormal getirilerinde olduğu gibi ilk ay anormal getirilerinde de H_0 hipotezi kabul edilmiştir. H_1 hipotezi reddedilmiştir. İlk ay anormal getirileri ile aracı kurum arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

ANOVA sonuçlarına genel olarak bakıldığında, etkisi araştırılan halka arz yılı, halka arza aracılık türü ve aracı kurumla ilk gün ve ilk ay anormal getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kurulan tüm hipotezlerde ($p > 0,05$) olduğu için H_0 hipotezleri kabul edilmiş ; H_1 hipotezleri reddedilmiştir. Sonuçlar beklentilerin aksine çıkmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TARTIŞMA, YARGI VE ÖNERİLER

4.1. TARTIŞMA VE YARGILAR

Araştırmanın sonuçları iki ayrı başlık altında sunulmuştur. Sonuçların tartışılmasında da benzer bir yöntem uygulanmıştır. Tartışmanın ilk bölümünde, hisse senetlerinin fiyat performansı ve araştırma bulgularının önceki çalışmalarla karşılaştırılmasına yer verilmiştir. İkinci bölümde ise istatistiksel bulgular, literatürde yer alan düşük fiyatlandırma olgusu ile ilgili hipotezler ışığında tartışılmış ve bu tezlerden yola çıkılarak aracı kurumların düşük fiyatlandırma yapma eğilimleri açıklanmaya çalışılmıştır.

4.1.1 Fiyat Performansına İlişkin Bulguların Değerlendirilmesi

Analizin ilk aşamasının sonucunda, seçilen hisselerde kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı tespit edilmiş, bu durumun orta ve uzun dönem için geçerli olmadığı gözlenmiştir. Orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır.

Tez çalışmasında kısa dönemde elde edilen bulgular, literatürle benzerlik göstermiştir. Türüdü (2001) çalışmasında ilk günlük anormal getiriyi % 17,57, ilk hafta sonundaki anormal getiriyi %21,56 olarak hesaplamış ve pozitif başlangıç verileriyle kısa dönemde düşük fiyatlandırmayı kanıtlamıştır.

Artidi (1996) çalışmasında seçtiği hisselerin ilk işlem günü sonunda, piyasa getirisinden %10,6 oranında daha fazla getiri sağladığını kanıtlamıştır. Kıymaz (1997) çalışmasında ilk günlük anormal getirileri ortalama % 12,2 olarak bulmuştur. Tez çalışmasında Kıymaz (1997), Türüdü (2001) ve Artidi (1996) 'nin çalışmalarıyla benzer şekilde, ilk gün anormal getiri ortalaması %11,30, ilk ay anormal getiri ortalaması %26,87 olarak bulunmuştur.

Logue (1973), Baron (1982), Aggarwal ve Rivoli (1990), Ritter (1991), Güzelhan ve Ağar (1991), Aydoğan ve Yıldırım (1991), Ertürk Bennett (1998), Tille (2000), Gegin (2001), çalışmalarında kısa dönem anormal getirilerinin varlığını kanıtlamıştır. Bu çalışmada, yukarıda yer alan araştırmalarla benzer sonuçlar elde edilmiş ve seçilen 40 adet hisse senedinde kısa dönemde -ilk gün ve ilk ay sonunda- düşük fiyatlandırma yapıldığı kanıtlanmıştır.

Halka arzın gerçekleştiği ve arzı izleyen ilk ay sonundaki anormal getiriler incelendiğinde, düşük fiyatlandırmanın ilgili periyotlarda en yüksek oranda olduğu tez çalışmasında bulunmuştur. Hisse senetlerinin arz fiyatının belirlenmesinde önemli bir role sahip olan aracı kurumların, söz konusu dönemler değerlendirildiğinde düşük fiyatlandırma yaptığı söylenebilir.

Çalışmada, orta dönem olan birinci yılsonunda - %78,76 oranında ortalama anormal getiri hesaplanmıştır. Birinci yılsonunda seçilen hisselerde negatif anormal getiri hesaplanmış ve düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır. Tille (2000) çalışmasında, seçtiği hisseleri halka arzdan sonraki ikinci işlem gününden altıncı ayın sonuna kadar incelemiştir. Yatırım ortaklıklarına (YO) ait hisselerin - %17 oranında negatif getiri, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYMO) ait hisselerin ise beş aya kadar ortalama - %14'lük negatif getiri sağladığını kanıtlamıştır. Tez çalışması Tille'nin (2000) çalışmasıyla benzerlik göstermiş ve her iki çalışmada orta dönem anormal getirileri negatif hesaplanmıştır.

Tez çalışmasında uzun dönem için elde edilen sonuçlar, Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993)'in Brezilya, Şili ve Meksika borsalarında yaptığı araştırmayla paralellik göstermiştir. Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993) araştırmalarında, uzun dönemde Brezilya borsasında ortalama anormal getiriyi -%47, Şili borsasında -%23,7 ve Meksika borsasında -%19,6 olarak hesaplamıştır. Araştırmacılar, uzun dönemde negatif anormal getiri hesaplamışlar ve düşük fiyatlandırmanın varlığını kanıtlayamamışlardır.

Tez çalışmasında, seçilen 40 adet hisse senedinde, uzun dönem olan ikinci yılda, ortalama -%23,12 , üçüncü yılsonunda ortalama -%98,73 oranında anormal getiri hesaplanmıştır. Bu çalışmada uzun dönemde negatif anormal getiri hesaplanmış ve Aggarwall, Leal ve Fernandez (1993)'in çalışmasında olduğu gibi düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanamamıştır.

Borsanın makroekonomik dalgalanmalardan etkilendiği Türkiye gibi ülkelerde orta ve uzun vadede hisse senedi fiyatları normal seviyesine yaklaşmaktadır (Can Mutan ve Çanakçı, 2007). Dolayısıyla, halka arzdan elde edilen anormal getiriler azalmaktadır. Bu noktada düşük fiyatlandırmanın orta ve uzun vadede olmadığını söyleyebiliriz. Tez çalışmasının bulguları bu olguyu destekler yöndedir.

4.1.2. Düşük Fiyatlandırmayı Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi

Kısa dönemde düşük fiyatlandırmanın kanıtlanması, düşük fiyatlandırmayı etkileyen faktörlerin araştırılması ihtiyacını doğurmaktadır. Önceki çalışmalar, fiyat performansını etkileyen faktörler olarak hisse senetlerini ihraç etmek isteyen şirketlerin bazı özellikleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Ünlü (2002) çalışmasında bankacılık sektörüne ait hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını incelemiş ve çalışmasında aracı kurumu bir faktör olarak almıştır. Ünlü (2002) çalışmasında, aracı kurumun düşük fiyatlandırma üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Tez çalışması, Ünlü'nün çalışmasını destekler yönde olmasına rağmen, aracı kurumların yanı sıra halka arza aracılık türünün de düşük fiyatlandırmada herhangi bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

Tez çalışmasının bulguları iki şekilde değerlendirilebilir. Öncelikle, halka arza aracılık eden kurumun ve aracılık türünün dışında bazı faktörler, hisse senedi fiyat performansı üzerinde etkili olabilir. Çünkü çalışmada arz yılı, aracı kurum ve halka aracılık türünün düşük fiyatlandırmaya etkisi bulunamamıştır. Hisse senetlerinin fiyat performanslarını etkileyen faktörleri araştıran çalışmalar, hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin yaşı, aktif değerler toplamı, halka arz oranı gibi faktörlerin fiyat performansı üzerine etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Diğer yandan, tez çalışmasında ilk gün ve ilk ay sonunda düşük fiyatlandırmanın varlığı kanıtlanmıştır. Bu sonuçtan yola çıkarak aracı kurumların hepsinin düşük fiyatlandırma yoluna giderek halka arzdan kaynaklanacak riskleri azalttığı söylenebilir. Literatürde bulunan birçok hipotez bu yorumu destekler yöndedir. Riskten kaçan aracı kurum hipotezine göre, aracı kurumlar halka arz maliyetlerini ve riskleri azaltmak için bilinçli olarak ilk defa halka arz edilecek hisse senetlerini düşük fiyatlandırır. Bu çalışmada, 31 adet hisse senedinin ilk gün, 24 adet hisse senedini ilk ay anormal getirileri pozitif bulunmuş, bu hisselerin düşük fiyatlandırıldığı kanıtlanmıştır. Bu bulgular ışığında, riskten kaçan aracı kurum hipotezinin kısa dönemde geçerli olduğu bulunmuştur. Bu durum tezdeki önemli noktalardan biridir.

Riskten kaçan aracı kurum hipotezini eleştirenler, aracı kurumun halka arz öncesi piyasadan değerli bilgiler topladığını ve söz konusu varsayımın sadece halka arza aracılık türü olarak “bakiyenin tümünü yüklenen” aracı kurumlar için geçerli olabileceğini dile getirmişlerdir (Fıratoglu ve İmişiker, 2007). Tez çalışmasında aracılık türünün de düşük fiyatlandırmaya etkisi incelenmiştir. Beklenilenin aksine, aracılık türünün düşük fiyatlandırmaya etkisi olmadığı bulunmuştur. Tez çalışmasında yapılan eleştiriler desteklenmemiştir. Bu nokta tezin en önemli bulgularından biridir. Düşük fiyatlandırmanın mevcut olması aracı kurumların farklı sebeplerden dolayı düşük fiyatlandırma yoluna gitmiş olabileceği varsayımını destekler niteliktedir.

Asimetrik bilgi hipotezi de tez çalışmasının kısa dönemdeki düşük fiyatlandırma bulgularını desteklemektedir. Her ne kadar aracı kurum ve şirketler, hisse senedi fiyatını belirlemede eşit söz sahibi olsa da, aracı kurumlar hisse senetleri hakkında şirketlere göre daha çok bilgiye sahiptir. Şirketler ön talep toplama gibi yollarla halkın hisse senedine olan talebini önceden öğrenebilse de her halka arzda bu yöntem kullanılmadığından, şirketlerin her zaman hisse senedi talebi hakkında doğru bilgiye ulaşması mümkün değildir. Bunun yanında, ön talep toplama sürecinde de fiyat seviyelerini aracı kurum şirketle birlikte belirlediği için, yukarda bahsedilen

bilgi asimetrisi tekrar ortaya çıkmaktadır. Halka arz sonrası, aracı kurumların şirketlere göre hisse senedi hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları düşünülürse, kendi çıkarlarını gözetmeleri ve düşük fiyatlandırma yapma eğilimine gitmeleri ihtimal dışı değildir. Bu tez çalışmasında da incelenen hisse senetlerinin çoğunda kısa dönemde düşük fiyatlandırma yapılmış, ilgili şirketlerin aracı kurumlara göre daha az bilgiye sahip olması şirketlerin aracı kurum tarafından belirlenen arz fiyatını kabul ettiği görüşü desteklenmiştir.

Aracı kurumlar için önemli olan hisse senedinin minimum zararla halka arz edilmesidir. Aracı kurum için hisse senetlerinin tamamının satılmaması risk unsuru olduğundan, aracı kurumun hedefi hisse senetlerini en uygun fiyata makul zamanda satmaktır. Kısa dönemde düşük fiyatlandırma olması, aracı kurumun hedeflerine ulaştığı ve hisse senetlerini elinden çıkardığı gibi de yorumlanabilir. Bu durumda, orta ve uzun dönemde düşük fiyatlandırma bulunmamasının aracı kurumla ilgili olmadığı ve hisse senedi fiyatlarının piyasa koşulları doğrultusunda halkın taleplerine göre şekillendiği düşünülebilir. Bu bulgudan yola çıkarak orta ve uzun vadede spekülatif balon hipotezinin geçerli olduğu söylenebilir. Tezdeki bu bulgu literatürde yapılmış diğer araştırmalardan farklı bir yön ortaya çıkarmaktadır.

Monopson güç hipotezinde aracı kurumlar talebi tek kaynaktan toplamaktadır. Bir diğer ifadeyle aracı kurumlar rekabet edememektedir. Tez çalışmasında seçilen hisse senetlerini 27 ayrı aracı kurum halka arz edilmiştir. Talebin tek kaynaktan gelmesi söz konusu değildir. Dolayısıyla aracı kurumlar rekabet edebilmektedir. Tez çalışmasının sonuçları monopson güç hipotezini desteklememiştir.

4.2. ÖNERİLER

Tez çalışmasında, halka arzı tek aracı kurum tarafından gerçekleştiren hisse senetleri veri olarak alınıp incelenmiştir. Konsorsiyum yoluyla halka arz edilen hisse senetleri çalışmaya dahil edilmemiştir. Aracı kurumların halka arzda etkisinin daha geniş bir açıdan değerlendirilmesi ve riskten kaçan aracı kurum hipotezinin doğrulanması yönünde tek başına ve konsorsiyum aracılığı ile halka arz edilen hisse senetleri karşılaştırılabilir. Bu tarz bir çalışma, aracı kurumun rolü ve halka arz fiyat politikaları arasında ki ilişkiye daha net ortaya koyabilir.

Çalışmada sadece aracı kurumlar, halka arza aracılık türü ve aracılık yılı ANOVA yöntemiyle test edilmiştir. Aracı kurumun ilk gün anormal getirilerine olan etkisinde p değeri 0,051’lik bir oranla anlamlı bulunmamıştır. Bulunan bu değer %95 güven düzeyinde 0,05’e yakın olduğu için düşük fiyatlandırmada aracı kurum faktörünün daha derin incelenmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu nedenle aracı kurumun yaşı, yıllık cirosu, halkın gözündeki prestiji gibi faktörlerin de ele alındığı bir çalışması yapıp sonuçlar değerlendirilebilir. Bu tarz bulgular, tez çalışmasının sonuçlarını güçlendirebilir; fakat prestij, güvenilirlik gibi bilgilere ulaşılmasının zorluğu ve öznel olan bu tarz bilgilerin çalışmanın güvenilirliğini düşürebileceği göz ardı edilmemelidir.

Çalışmada kısa, orta ve uzun dönemde en yüksek oranda düşük fiyatlandırılan hisselerin bankalar olabileceğini düşündüren sonuçlara varılmıştır. Tek başına ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinde bankaların etkisini araştıran yeni bir çalışma yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Aggarwal, R. & Hernandez, L. (1993), The Aftermarket Performance of Public Offerings in Latin America , *Financial Management*, Sayı 22, s. 42-53.
- Alagöz A. & Küçükkocaoğlu G. (2005) *Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme*. Başkent Üniversitesi, Ankara.
(<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisifiyatistikrari.pdf>)
- Artidi, M. (1996). *Short-run Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey*. Koç Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Ayden T. & Karan M.B. (2000), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 3, s.87-96
- Aydoğan K. & Yıldırım J. (1991), İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı,
Yayınlanmamış Makale Üçüncü İzmir Ekonomi Kongresi, Bilkent University: Ankara
- Baron, D.P. (1982), A Model of the Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, *The Journal of Finance*, Sayı 37, s. 955-976.
- Can Mutan, O. & Çanakçı, E. (2007). Makroekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkileri. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*
(http://www.spk.gov.tr/yayinlar/ArastirmaRaporlari/2007_OCM_EC.pdf)
- Chalk, A.J. & Peavy, J.W. (1987). Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and the Price Effect, *Financial Analysts Journal*. Eylül Ekim Sayısı, s. 65-69.
- Chan, K. ,Wang, J. & Wei, J. K. C. (2002). Underpricing and Long Term Performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*. Sayı 10, s. 409-430.
- Dawson, M. S. (1987), “Secondary Stocks Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984”, *The Journal of Business Finance and Accounting*, Sayı 14, s. 65-76.
- Dimovski, W. & Brooks, R. (2003). [Financial Characteristics of Australian Initial Public Offerings from 1994 to 1999](#), *Applied Economics*, Cilt 35, Sayı 14, s.1599-1607.
- Düzakın, H. G. (1998). *İMKB’de Halka İlk Arzdan Sonra Hisse Senetlerinin Performansının Ölçümü ve Düşük Fiyatlandırmayla ilgili Yaklaşımlarının Firmalar ve Bunlara Aracılık Eden Kurumlar Açısından Değerlendirilmesi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Adana.

Ertürk Bennett, E. (1998). *Short, Medium and Long-term Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Finn, F. J. & Higham, R. (1988). The Performance of Unseasoned New Equity Issues-cum-stock Exchange Listings in Australia. *Journal of Banking and Finance*, Sayı: 12, s. 333-351.

Fıratoğlu, B. & İmişiker, S. (2007). İlk Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyat İstikrarı Sağlamaya Yönelik İşlemler. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu* http://www.spk.gov.tr/yayinlar/ArastirmaRaporlari/2007_BF_SI.pdf

Gegin, E. (2001). *Halka Arz ve İMKB'deki Hakla Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansı Tekstil Sektörü Üzerine Uygulama*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Güzelhan, H. & Ağar, M. (1991) İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı, *Erciyes Üniversitesi İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 68-69, s. 51-59.

Karslı, M. (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. Alfa Yayınları: İstanbul.

Kıymaz, H. (1997), İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması, *İMKB Dergisi*, Sayı 3, s. 47-73.

Kıymaz, H. (2000), The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*. Sayı 10, s. 213–227

Koç, Ö. İ. (1998). *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*. SPK Kurulu Yayınları: Ankara.

Lewis M., (1993), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The U.K. Experience 1980–1988, *Financial Management*, Sayı. 22, s. 28–41.

Logue, D. E., (1973). On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Sayı 8, s. 91-103.

Menemencioğlu, H. (2003) *İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Sene/Sektör Bazında Uygulama*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*. Sayı 46, s. 3-27.

Rock, K. (1986). Why new issues are under priced, *Journal of Financial Economics*. Sayı 15, s. 187-212.

Sağlam, N. & Şengel, S. (2000). Aracı Kurumlar ve Muhasebesi, *Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 16, Sayı, 1-2, Sayfa: 129-165.

Sayar, Z. (2003). *Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması*. SPK Kurulu Yayınları: Ankara.

Sarıkamış, C., & Aydın, N. (2007). *Sermaye piyasaları ve finansal kurumlar*. Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları: Eskişehir.

Sarıkovanlık V. (2004). Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa ve Uzun Dönem Performansları ve İMKB Üzerine Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Dergisi*. Sayı 33, s.29-46.

Tille, N. (2000). *İşletmelerin Hisse Senetlerinin Halka Arzı , Hisse Senetlerinin Arz Fiyatlarının Belirlenmesi Yöntemleri ve 1999 Yılında Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi*. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa.

Tınıç, S. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock , *The Journal of Finance*, Cilt 43: Sayı 4, s.789-822.

Türüdü E. (2001). *Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması*. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Ünlü, U. (2002). *Türkiye'de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları*. Anadolu Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.

Yalçiner, K. (2004). *Düşük Fiyatlama Olgusu ile Halka Arz Şekillerin ve Halka Arz Fiyatı Arasındaki İlişkinin Analizi: 1997-2004 Dönemine Ait Bir İnceleme*. Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:7, Sayı 2, s.145- 158.

İnternet Kaynakları

<http://www.imkb.gov.tr>, 30.08.2007

<http://www.tr.wikipedia.org>, 30.08.2007

<http://www.economics.about.com>, 30.08.2007