

Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme

Yrd. Doç. Dr. Güray Küçükkocaoğlu*

Arş. Gör. Ayşegül Alagöz**

ÖZET

İlk halka arzlar, özellikle ihracı gerçekleşen hisse senetlerinin fiyatlandırılması ve ardından gerçekleşen fiyat istikrarı çabaları, finans literatüründe en çok tartışılan alanlardan birisidir. Farklı pek çok yönü olan bu konuda, fiyat istikrarı işlemlerinin uygulanması ise ülkemiz açısından çok yeni bir çalışma alanıdır. Bu amaçla, çalışmada, öncelikle istikrar işlemlerinin türleri açıklanmış ve ardından istikrar işlemlerinin uygulanmasına izin veren Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği sonrasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin performans, getiri ve volatiliteleri incelenmiştir. Analize tabi tutulan halka arz verileri, Türkiye'de istikrar işleminin yasal olarak serbest bırakıldığı 17.12.2003 tarihinden 31.12.2005'e kadar gerçekleşen yirmi ihracı kapsamaktadır. İstikrar işlemini fiilen uygulayan yedi ve uygulamayan on üç halka arz karşılaştırma amaçlı iki ayrı grupta ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, istikrar işlemlerinde çeşitli yöntemlerin bulunduğu halde bu yöntemlerden sadece bir tanesini uygulanmanın yarar sağlamayacağını, bunun yanında fiyat istikrar işlemlerinin hisse senetlerinde volatilitiyi azaltıcı bir etkiye yol açtığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Fiyat İstikrarı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

ABSTRACT

IPOs, especially pricing of the new issues is one of the most controversial subject in the finance literature. In this multi-directional area, stabilization activities are also a new topic in Turkey. In this paper, we first explain the different types of stabilization activities in the IPO literature and then analyze the performance of the Turkish IPOs issued after the Capital Markets Board of Turkey (CMBT)'s notification dated back to 17.12.2003. The time frame of the analysis is between 17.12.2003 - 31.12.2005, where the stabilization activities became legal by the laws enacted by the CMBT. Analysed IPOs belong to twenty firms, where seven of them used the price stabilization activities and other thirteen issued their shares without using any form of stabilization practice. Results indicate that, only one form of price stabilization activity (pure price stabilization) is useless in stabilizing prices, but in the terms of price volatility, price stabilization activities conducted by the brokerage houses somehow decreases the volatility on daily returns.

Keywords: Initial Public Offering, Price Stabilization Activity, Istanbul Stock Exchange

* Başkent Üniversitesi İİBF. İşletme Bölümü

** Başkent Üniversitesi İİBF. İşletme Bölümü

1. Giriş

Şirketlerin halka açılma kararının ardında yatan temel faktör, genelde finansal yapılarını güçlendirme arzudur. Büyümenin mevcut özkaynaklar ya da borçlanma ile daha fazla sürdürülemediği durumlarda halka arzın planlanması kaçınılmazdır. Halka arz yoluyla elde edilen kaynak daha ziyade yeni yatırımlara, iş hacmini büyütme veya borç ödemelerine yönlendirilmektedir. Bu kaynakların büyüklüğü arza konu olan hisse senetlerinin fiyatlanması ile doğrudan ilişkilidir.

Halka arz olunan hisse senetlerinin fiyatlanmasında ve tahsisinde öncelikle üç aktörün rolünden bahsetmekte fayda vardır. Bunlardan ilki halka arzı gerçekleştiren ihraççı firmadır. Tipik bir halka arzda ihraççı firma genelde firmaya nakit akımlarını maksimize edecek en yüksek fiyattan hisse senetlerini satmak ister. İkinci aktör, yatırımcılardır. Genelde kurumsal, bireysel, yerli ve yabancı olarak kategorilere ayrılan ama sonuçta hepsinin temel beklentisi kısa sürede yüksek kazanç sağlayan düşük fiyatlanmış hisse senetlerine yatırım yapabilmektir. Üçüncü ve son aktör ise aracı kurumlardır. İhraççı firma ile yatırımcılar arasında aracılık rolünü üstlenen bu kurumların genelde düştükleri bir ikilem vardır; halka arzı yüklenen veya arza aracılık eden bir aracı kurum, halka arz fiyatını çok düşük belirlediğinde, ikincil piyasada hisse senetlerinin işlem görmesiyle hisse senedi fiyatında hissedilir bir yükselme olacak ve bu durum ihraççı firmanın potansiyel kazancını kayba dönüştürecektir. İstenmeyen sonuç ise aracı kurumun bir sonraki halka arzlarda diğer ihraççı firmalar tarafından tercih edilmemesi dolayısıyla müşteri kaybı olacaktır. İhraççı tarafından başarısız ancak yatırımcı tarafından başarılı sayılan bu tür halka arzlarda aslında amaç her iki tarafı da memnun etmek olacağına göre halka arzda belirlenen fiyatın önemi çok büyüktür. Diğer yandan, aracı kurumun halka arz fiyatını yüksek belirlediği durumlarda, öncelikle yatırımcılar yeni hisseleri almaktan kaçınacak, bu da düşük komisyon gelirin ve ihraç sonrası gereksiz fiyat istikrar çabasına neden olacaktır. Yüksek fiyatlamının diğer bir sonucu ise ikincil piyasada hisse senetlerinin işlem görmesinin ardından fiyatta hissedilir bir düşüşün hisse senedini alan yatırımcılarda parasal kayba sebep olmasıdır.

Halka arza konu olan hisse senetlerinin fiyatlanması üzerine literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde genel bulgu aracı kurumların halka arz satışlarını garantileyebilmek ve halka arzı başarılı göstermek için arza konu hisse senetlerinin fiyatlarını genelde düşük fiyatlandıkları yönündedir. Düşük fiyatlanan hisse senetleri yatırımcılar için bir avantaj sağlasa da genelde ihraççıların aleyhine olup ihraççı firmanın fırsat maliyetine sebep olmaktadır. Halka arz literatüründe fiyatlama üzerine, gerek teorik, gerekse ampirik düzeyde yapılan çalışmaların ortak bulgusu; hisse senetlerinin halka arz fiyatlarının belirlenme zamanının halka arz sürecinin en kritik aşaması olduğu yönündedir. Son zamanlarda yapılan çalışmalar ise düşük fiyatlamayı engellemek amacıyla çeşitli ülkelerin sermaye piyasası düzenleyicileri tarafından fiyat istikrarı sağlayıcı alımlara izin veren yasal düzenlemelerin etkinliği üzerinedir.

Halka arz sonrası fiyat istikrarı sağlayıcı alımlara izin veren ve bu alımları manipülasyon kapsamından çıkararak düzenleme ilk olarak Amerika Birleşik

Devletleri’nde 1934 yılında yayınlanan Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almaktadır¹. Bu kanunda, aracı kurumun halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri ancak borsa fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğü zaman yapabileceği, bu işlemlerin sadece fiyat düşüşünü önlemek amacıyla yapılabileceği, hisse senedinin piyasa fiyatını yükseltme amacıyla bu türden bir işlem yapılamayacağı ve bu işlemlerin sürekli değil halka arzı müteakip kısıtlı bir sürede gerçekleştirilebileceği yönünde hükümler yer almaktadır.

Ülkemizde halka arz sürecine ilişkin düzenlemeler, Seri I No: 26 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ile belirlenmiştir². Tebliğ daha sonra Seri I No: 32 sayılı SPK Tebliği ile değişikliğe uğramış ve yeni uygulamalar benimsenmiştir³. 32 sayılı Tebliğin “Ek Satış” başlıklı 21’inci maddesinde, mevcut hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arz işlemlerinde talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. Ek satışa konu hisse senetleri, ortaklar tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilir. Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur. Ek satışa konu toplam hisse senetleri, ek satış öncesi halka arz edilen hisse senedi miktarının %15’ini aşamaz.

Söz konusu Tebliğ uyarınca, aracı kurum, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasını takip eden otuz gün içerisinde ödünç işleminden doğan yükümlülüğünü ortaklara hisse senetlerini mislen iade ederek veya halka arz fiyatı üzerinden bedelini ödeyerek kapatmak zorundadır. Aracı kurumun; ortaklardan ödünç aldığı hisse senetlerinin bedelini, ödünç süresinin sonuna kadar ilk halka arz fiyatı üzerinden ödemek yoluyla ödünç işlemlerinden doğan yükümlülüğünü kapatma hakkı, yurt dışı uygulamalarda “Greenshoe Option” olarak adlandırılmaktadır. Bu hak, ilgili hisse senedinin fiyatlarının yükselmesi halinde, aracı kurumun ödünç yükümlülüğünü risk altına girmeden kapatması için bir güvence niteliğindedir.

Tebliğin Türkiye’de ise yasal olarak uygulanmasına izin verildiği 17.12.2003 tarihinden 31.12.2005 tarihine kadar toplam yedi firma halka arz sürecinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunacağını halka duyurmuş ve fiyat istikrarı uygulamıştır. Üç firma ise fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri uygulayabileceğini açıklamasına yani fiyat istikrarı garantisi⁴ vermesine rağmen çeşitli nedenlerle (örneğin, ilgili hisse senedinin borsa fiyatı halka arz fiyatının altına düşmemesi) uygulamaya gerek görmemiştir⁵.

¹ 1934 ABD Sermaye Piyasası Kanunu’nda 3 Şubat 1997 tarihinde yapılan değişiklikle, bu bölümün yerini M sayılı düzenlemenin 100 ile 105’inci maddeleri almıştır. Özellikle *Halka Arz Sürecinde Fiyat İstikrarını Sağlayıcı ve Diğer Aktiviteler* başlıklı 104’üncü madde doğrudan fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlere dönük hükümler içermektedir.

² 15.11.1998 tarihli Resmi Gazetede yayınlanmıştır.

³ 17.12.2003 tarihli Resmi Gazetede yayınlanmıştır.

⁴ Üçüncü kesimde açıklanacağı üzere SPK uygulamasında fiyat istikrarının garantisi bulunmamaktadır.

⁵ Bkz.EK: Firma Bazında Açıklayıcı Değişkenler

Bu çalışmada, uzun yıllar ABD sermaye piyasalarında uygulanan, Türkiye’de ise yasal olarak 17.12.2003 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanan, halka arzlarda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin etkinliği incelenmektedir. Bu kapsamda, çalışmanın ikinci kesiminde halka arz sürecinin nasıl gerçekleştiği ve halka arz sonrası fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin nasıl yapıldığı hakkında bilgi verilecektir. Üçüncü kesimde, 17.12.2003 – 31.12.2005 tarihleri arasında İMKB’de işlem görmeye başlayan firmalar arasında fiyat istikrarı uygulayanlar ve uygulamayanlar ayırımına gidilerek, halka arza konu firmaların istikrar süreci ve sonrasında oluşan hisse senedi fiyatlarında ve fiyatlara bağlı getiri ve volatilitelerinde önemli farklılıklar bulunup bulunmadığı istatistiksel yöntemlerle test edilecektir. Sonuç kısmında ise Türkiye’de uygulanan fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin etkinliği üzerine genel bir değerlendirme yapılacaktır.

2. Halka Arz Süreci ve Fiyat İstikrarı Uygulamaları

Bu kısımda, halka arz sürecinin en önemli aktörlerinden lider aracı kurumun rolü ve çalışmanın temelini oluşturan fiyat istikrarının ne olduğu çeşitleriyle birlikte açıklanacaktır.

2.1. Halka Arz Sürecinde Lider Aracı Kurumun Rolü

Tipik bir halka arzda, ihraca aracılık eden aracı kurumların oluşturduğu bir konsorsiyum bulunmaktadır. Konsorsiyumun içerisinde lider aracı kurum olarak genelde bir yatırım bankası, bir ya da iki yardımcı aracı kurum ve konsorsiyumun diğer üyeleri vardır. Başlangıçta, lider aracı kurum ve ihraççı firma halka arzdan elde edilmesi beklenen hasılat, hasılatın yüzdesel olarak bölüşümü ve ek satış opsiyonu üzerinde anlaşılır. Lider aracı kurum, başlangıç prospektüsünü hazırlar. Bu prospektüs ve tanıtım çalışmaları halka arzın tanıtımı için kullanılır. Tanıtım esnasında, aracı kurum ihraca olan talebin belirlenmesine yönelik piyasa araştırması yapar. Ardından, ihraç talebinin güçlü ya da zayıf olması, fiyat istikrarına ihtiyaç olup olmadığı konusunda fikir oluşturur. Halka arz fiyatının ve miktarının belirlenmesinin ardından uygulanan halka arz yöntemine göre hisse senetlerinin tahsisi gerçekleşir. Bu sırada, lider aracı kurum, hisselerin yüzde yüzden fazlasını tahsis ederek kısa pozisyon oluşturma yoluna gidebilir. Ayrıca, yatırımcılara tahsis ettiği hisse senetlerini kısa sürede kar amaçlı satmalarını önlemek amacıyla bir takım cezai müeyyideler uygulama konusunda anlaşmalar yapılabilir. Sonuçta, lider aracı kurum, konsorsiyum adına, ihraç sonrası işlemlerin tamamından sorumludur.

Arza konu olan hisse senetlerinin fiyatlanmasında ve dağıtımında önemli rol oynayan lider aracı kurumun geçmiş halka arz performansları da ihracın kalitesini ortaya koyar. Ancak, aracı kurumun önemi, halka arza konu olan hisse senetlerinin ikincil piyasa işlemlerinde de devam eder. Halka arzlarla liderlik eden aracı kurumların işlem faaliyetlerini inceleyen Ellis, Michaely ve O’Hara (1999), halka arz süreci ve sonrası için bir takım tespitlerde bulunmuştur. Çalışmanın bu kısmında bu tespitlerden dördüne değinilecektir.

İlki, lider aracı kurumun daima piyasa yapıcı ve en aktif satıcı olmasıdır. Ortalama olarak, lider aracı kurum arzdan sonra ihraç edilen hisse senetlerinin ilk

haftalardaki işlem hacminin yüzde 60'ını ve ilk aylardaki işlem hacminin yaklaşık yüzde 50'sini gerçekleştirmektedir. Bu sonuç, aracı kurumun ihraç öncesi ve sonrası davranışı arasındaki önemli bağlantıyı ortaya koymaktadır. Konsorsiyumda bulunan diğer üyelerin halka arzlarda aktif likidite sağlamadıkları, işlem ve stok pozisyonlarının da diğer piyasa yapımcılarından belirgin farklılık göstermediği görülmüştür.

İkinci olarak, lider aracı kurumun ihraç edilen hisse senetlerinde önemli ölçüde stoklama yaptığı belirlenmiştir. Aracı kurumca stok biriktirme, özellikle ikincil piyasadaki hisse fiyatının ihraç fiyatının altında oluşması durumunda büyük miktara ulaşmaktadır. Bu durumda, aracı kurumun ortalama stok pozisyonu ihracın yüzde 22'sini aşabilmektedir. Böylelikle, fiyat istikrarı işlemleri aracı kuruma önemli ölçüde stok riski yükleyebilmektedir. Ancak, çalışmada yazarlar, aracı kurumun ihraç miktarında belirtilen hisse senedinin %15'ine kadar fazlasını satma hakkı tanınan ek satış opsiyonunu kullandığı durumlarda stok riskinin büyük ölçüde azaldığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, ek satış opsiyonu gibi özellikler, sadece firmaya ve aracı kuruma ihraç miktarını belirleme esnekliğini vermemekte, aynı zamanda, lider aracı kurumun yaptığı fiyat istikrarına yönelik işlemlere de yardımcı olmaktadır.

Üçüncü olarak, aracı kurumların kazançları genelde ihraççılardan sağlanan aracılık yüklenim bedelinden oluşmaktadır. Arz sonrası işlemler ve stok satışlarından elde edilen kazanç halka arz gelirinin yaklaşık yüzde 23'ünü oluşturmaktadır. Dolayısıyla, ihraçtan hemen sonraki dönemde, ihraç sonrası işlemlerin karları aracılıktan elde edilen karlara göre büyük bir kazanç kaynağı oluşturamamaktadır. Bu durumda, ihraç sonrası likidite ve hisse fiyatına istikrar kazandırma, ihraççılardan sağlanan aracılık yüklenim bedelinden karşılanmaktadır. Yazarlara göre, halka arz sonrası sağlanan işlem gelirleri ve komisyonlar aracı kurumun karına katkıda bulunmaktadır, böylece, ortalama maliyet/kar hesaplaması yapıldığında ihraç sonrası fiyat istikrar çabaları, aracı kuruma ek bir maliyet yüklememektedir. Bu bulgular, istikrar işlemlerinin aracı kuruma pahalıya mal olduğunu belirten Benveniste, Busaba ve Wilhelm (1996), ve Chowdhry ve Nanda'nın (1996) çalışmaları ile çelişmektedir.

Dördüncü olarak, aracı kurum işlem gelirleri ile halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması arasında önemli bir bağ bulunmuştur. İhraç sürecindeki sayısız faaliyete rağmen, aracı kurumun gelirleri temelde komisyon ve işlem gelirleri olmak üzere iki kaynaktan sağlanmaktadır. Bu bağlamda, halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması, yatırımcıların hisseye olan ilgisini çekecek, hissenin ikincil piyasadaki işlem hacmini artıracaktır. Sonuçta, halka arz sürecinde sağlanan ekonomik kazançların aracı kuruma ihraç edilecek hisseyi düşük fiyatlamada ek teşvik sağladığını göstermektedir.

Halka arzların fiyat istikrarı boyutuna ilişkin yakın zamandaki ampirik çalışmalar ise aracı kurumların piyasa yapıcılığı ve fiyat istikrarını sağlamak için kullandıkları yöntemlere ve bütün çabalara rağmen yatırımcıların kar amaçlı satışlarından ortaya çıkan sorunlar üzerine yoğunlaşmıştır (Aggarwal 2000, 2002; Aggarwal ve Conroy 2000; Aggarwal, Prabhala, ve Puri 2002, Ritter ve Welch 2002).

2.2. Halka Arz Sonrası Gerçekleşen Fiyat İstikrarı Çabaları

Önceki paragraflarda da belirttiğimiz gibi halka arz üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde, halka arzlarda, genelde, ilk işlem günlerinde fiyat yükselişi görülmektedir. Dolayısıyla, ilk gün ikincil piyasa işlemlerinin başladığı zaman ihraç fiyatına yakın bir değerden hisse senedi satın alan yatırımcılar bile kazanç elde edebilmektedirler.

Ancak, son zamanlarda aracı kurumların ihraç sonrası işlemlerini araştıran çalışmaların dikkatini çeken en önemli nokta, halka arz sonrası gerçekleşen fiyat istikrarı çabalarıdır. Genelde ihraç fiyatında veya altında işlem görmeye eğilimli zayıf ihraçlarda fiyat desteği olarak karşımıza çıkan istikrar işlemleri yasal ve yasal olmayan yöntemler içermektedir. Çalışmanın bu bölümünde bu yöntemler hakkında bilgi verilecek, fiyat istikrarına neden ihtiyaç duyulduğu üzerine saptamalarda bulunulacaktır.

Arz sonrası işlemler, hem ihraççıları hem de yatırımcıları dolaylı ve dolaysız olarak fiyat değişimiyle etkileme gücüne sahiptir. Halka arz sonrası fiyat istikrarına yönelik işlemleri inceleyen Aggarwal'ın (2000) çalışmasında üç işlemin varlığından söz edilmektedir. Bunlar;

1. Hisselerin yatırımcılara tahsisinin tamamlanmadığı durumlarda aracı kuruluşlar, arz fiyatını aşmayan bir fiyattan istikrar sağlayıcı teklif sunarlar. Zayıf bir talep sözü konusu olduğunda ve negatif eğimli talep eğrisi oluştuğunda bir dereceye kadar bu hisselerin fiyatında düşüş görülecektir. Bu türden düşüşü engelleyen veya erteleyen doğrudan müdahaleye halka arz sonrası fiyat istikrarı çabası denmektedir.
2. Aracı kurumlar başlangıçta, ihraçtan önce açığa satış yaparak ihraç edilen miktardan fazla hisse senedini arz ederler. Bu açığa satış işlemi ancak, ek satış opsiyonu ve/veya ikincil piyasadan hisse senedi alınıp yatırımcılara teslim edilerek kapatılabilir. İhraç sonrası 30 takvim gününe kadar uygulanabilen ve aracı kuruma ihraç miktarında belirtilen hisse senedinin %15'ine kadar fazlasını satma hakkı tanıyan ek satış opsiyonu hemen her halka arzda mevcuttur. Zayıf talebin beklendiği ihraçlarda aracı kurumlar sıklıkla belirlenen arz miktarının yüzde 115'inden fazlasını dağıtarak çıplak açığa satış pozisyonu alırlar. Aggarwal (2000), bu şekil fiyat desteklemesini ihraç sonrası açığa satış kapama olarak tanımlamıştır.
3. Halka arzda yer alan bazı aracı kuruluşlar ve bunların müşterileri ikincil piyasada işlemin başlamasının ardından hemen satışa geçmekte ve kısa dönemli kar realizasyonuna giderek halka arza konu olan hisse senetlerini portföylerinden çıkarmaktadır. Bu durumda halka arzı yöneten lider kurum satış yapan satıcı grup üyelerini cezalandırabilir ki buna kar amaçlı geri satış tazminatı (penalty bid) denir.

2.2.1. İhraç Sonrası Fiyat İstikrarına Yönelik Yasal ve Yasal Olmayan İşlemler

Bu kısımda istikrar işlemlerinin üç çeşidine ek olarak şartlı satış işlemleri ve istikrar sürecinin yönetilmesi konuları da açıklanmıştır.

A. Fiyat İstikrarı ve Mantiğı

Fiyat istikrarının yasal olarak ilk uygulanmasına 18 Mart 1940'ta yayınlanan, 2446 sayılı SEC bildiriyle başlanmıştır. Menkul kıymet fiyatlarının dondurulması, sabitlenmesi, istikrarlı hale getirilmesi ve düzenlenmesi problemine ilişkin ilk kararlar bu bildiriye yer almıştır. Bildiriye SEC, her ne kadar istikrar işlemlerinin bir çeşit manipülasyon olduğu konusunda hem fikir olduğunu belirtse de, düzenleyici olarak karşılaştığı ikilemin, istikrar işlemlerine izin verme, tamamen yasaklama ya da bu işlemleri düzenlemek yönünde olduğunu belirtmiştir. İstikrar işlemleri için temel nedenlerden biri de aracı kurumların firma taahhütlü ihraçlar için yeterli sermayelerinin olmaması ve bu fonksiyonları gerçekleştiremezlerse endüstriye sermaye akışında zorluklar yaşanacağı yönündedir. SEC tarafından 1997 yılında yayınlanan 38067 sayılı bildiriye göre: 'istikrar işlemi, yatırımcıları ihraç edilen menkul kıymeti almaya yönlendirmeyi amaçlayan fiyat etkileyici bir faaliyet olsa da, uygun şekilde regüle edildiğinde menkul kıymetlerin düzgün dağılımına yardımcı olan efektif bir mekanizma olup, hissedarların, aracı kurumların ve ihraççıların çıkarlarını gözetmektedir' (Aggarwal, 2000).

İhraç sonrası işlemlerin üç çeşidi içerisinde SEC sadece fiyat istikrarını doğrudan düzenlemiştir. Fiyat istikrarında aracı kurumlara, hisseleri satın almaları için arz fiyatını geçmeyecek bir fiyattan istikrar sağlayıcı fiyat teklifi getirmesi izni verilmiştir. Bu istikrar sağlayıcı fiyat teklifleri aynı zamanda hisse senetlerinin fiyatını stabilize eden bir işarete sahiptir. Ancak bu işaret menkul kıymet pazarına, ihraca olan talebin zayıf ve istikrar işleminin gerekli olduğu sinyalini açıkça göndermektedir. Sözü geçen işaret Türkiye'de biraz daha farklı algılanmıştır. 2003 yılında SPK tarafından uygulamaya konulan fiyat istikrarı ve bu çerçevede uygulanan halka arzların Türkiye sermaye piyasasına göre zayıf sayılabilecek arzlar olmadığı kesindir. Ancak fiyat istikrarı içeren bu halka arzların yatırımcılar tarafından zayıflıktan ziyade yüksek fiyatlı olarak algılandığı düşünülebilir.

B. Arz Sonrası Yürütülen Açığa Satış Kapama

Daha önceki paragraflarda da belirttiğimiz gibi, ihraç sonrası açığa satış işlemleri, aracı kurumların, ihraç edilen miktara ilave olarak bu miktarın %15'ine kadar satış olanağı veren ek satış opsiyonu üzerinde hisse dağıtmasıdır. Halka arz olan hisse senedine ikincil piyasaların talebi zayıf olduğunda aracı kurumların oluşturdukları konsorsiyumca yürütülen istikrar çabaları doğrultusunda açığa satışlar piyasadan satın alınan hisseler ile kapatılır. İkincil piyasaların talebi güçlü olduğunda ise açığa satışlar ek satış opsiyonu kullanılarak kapatılır. Talep aşırı güçlü ise, konsorsiyum, açığa satış pozisyonlarını ikincil piyasalardan arz fiyatının üzerinde bir fiyattan satın alarak kapatma riskiyle karşı karşıya kalır. Benveniste ve diğerleri (1996), SEC'nin aracı kurumların nadiren klasik istikrar işlemini uyguladığını, konsorsiyumun bozulmasını takiben, ihraç sonrası belirgin istikrar işlemleri ile uğraştıklarından haberdar olduğunu fakat resmi olarak bu türden uygulamaları henüz onaylamadığını belirtmiştir.

Aggarwal'a (2000) göre fiyat istikrarına alternatif olarak kamuya açıklama gerektirmeyen diğer bir yöntem aracı kurumların fazladan ihraçlarıdır. Ek satış ya da green shoe opsiyonu, aracı kurumun oluşturduğu konsorsiyuma ihracın en fazla

%15'ine kadar ek satış hakkı tanır. Ancak zayıf ihraçlarda bu oranın yüzde 15'i geçtiği görülmektedir. Ek satış opsiyonunu kullanmaya karar veren aracı kurum öncelikle ihraç sonrası fiyat desteği ile uğraşacağını bilmektedir. Yeterli hisse senedi tuttuğundan lider kurum için açığa pozisyon almak kolay olacaktır. İkincil piyasada halka arzın fiyatı düşerse, açık pozisyonlar ihraç sonrası satın alınan hisseler ile kapatılır. Ancak, ihraçların tamamında yüzde 7 marjında kazanç sağladıkları için (Bu oran Türkiye için ortalama yüzde 3.5 civarındadır) aracı kurumlar, ek satış opsiyonlarını kullanma niyetindedir ve hiç de şaşırtıcı olmayacak şekilde fiyatın, arz fiyatının çok az altına düştüğü ihraçlarda bile bu hakkı kullandıkları görülebilir. Halka arzın fiyatı yükseliyorsa, ek satış hakkı açığa satış pozisyonlarını kapamak için kullanılır. Eğer ki açık pozisyon yüzde 15'ten fazla ise, çıplak açığa satış, ikincil piyasada arz fiyatının üzerinde bir fiyattan satın almalarla kapatılmalıdır. Bu noktada, aracı kurumların başlangıçta daha az miktarda hisse satmak yerine, neden geri almayı öngördükleri halde, ek hisse satışı yaptıkları sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu duruma Ritter'in getirdiği (1998), üç olası açıklamadan ilkinde göre hissese olan toplam ön talebin fazla olması durumunda halka arzda öngörülen hisse sayısından daha fazlasının hisse dağıtımının yapılabilmesi; ikincisi; hisselerin geri alınmasının ön talep sırasında aldıkları paylarını geri satmaya eğilimli imtiyazlı müşterileri memnun etme yolu olabilmesi ve üçüncü olarak da fiyat istikrarı ile aracı kurumun ihracın yüksek değerlendirmediği ve yatırımcıların ihraç fiyatından satmaya istekli oldukları durumda hisse senetlerini memnuniyetle alacağı sinyalini göndermesidir. Diğer bir açıklama ise Prabhala and Puri (1998) tarafından yapılmaktadır. Yazarlara göre, fazladan hisse satışı ihraç sonrasında likidite sağlamaktadır. Talebin fazla olduğu halka arzlar için, ek satış opsiyonunu aşan küçük bir miktar çıplak açığa satış işlemleri ya aracı kurumların fiyat artışını tahmin edememesinden ya da imtiyazlı müşterilerinin taleplerini yerine getirme isteğinden kaynaklanmaktadır. Bu durumda, açığa satışların bir kısmı ihraç fiyatının üzerinde bir fiyatla, dolayısıyla kayıpla kapatılmaktadır. Yatırım bankalarının neden bu kayıplara uğramayı kabul ettiği sorusu ise hala netlik kazanmamıştır. Bu nedenle, çıplak açığa satış sonucu ortaya çıkan yükümlülükleri kapatmanın hangi amaçla yapıldığını doğrudan ayırt etmek mümkün olamamaktadır.

Arz sonrası yürütülen işlemler üzerine Aggarwal'ın (2000) yaptığı ampirik çalışmada, genelde aracı kurumların fazla satış yaptığı ve ilk güne açığa satış yaparak başladıklarını bulmuştur. (İhraç sonrasında halka arzın performansı kötü olursa, aracı kurumlar, açığa satış pozisyonlarını kapatmak için piyasadaki düşük fiyatlı hisseleri kullanırlar. Halka arzın performansı iyi olursa, aracı kurumlar ek satış haklarını kullanırlar ve ihraççıdan yeni hisseleri alarak açığa satış pozisyonlarını kapatırlar.)

C. Tekrar Satışların Kontrolü için Kar Amaçlı Geri Satış Tazminatının Kullanımı

İhraç sonrası üçüncü çeşit işlem kar amaçlı geri satış tazminatının kullanımınıdır. Bu tazminatın amacı konsorsiyumda bulunan aracı kurumlara tahsis edilen hisse senetlerinin müşterileri tarafından ihraç sonrası işlem fiyatının artmasının ardından kar amaçlı satışlara yönelmesini engellemektir. Talebin güçlü olduğu durumlarda aracı kurumlar, işlemlerden sağlanacak komisyon gelirlerinin artmasından dolayı genelde geri satışlardan mutluluk duymaktadırlar. Ancak talep zayıf olduğunda, geri satış işlemlerinden kaynaklanan satış baskısı, aracı kurumun fiyat istikrarı uygulamasını ya da fiyatın ihraç fiyatının altına düşmesini izlemesini gerektirir. Ortalama olarak,

NYSE’de halka arz olan hisselerin ilk günkü işlem hacmi, ihraç edilen toplam hisse senedi sayısının yüzde 60 ile 70’i arasında olduğundan doğal olarak talebin düşük ve hisse satışlarının yoğun olduğu zayıf halka arzlarda, bu oran lider aracı kurum için ciddi bir problem oluşturmaktadır (Aggarwal, 2000).

Lider aracı kurum konsorsiyum oluştururken, ortaklık sözleşmesine kar amaçlı geri satış tazminatını sözleşmenin bir parçası olarak ekleyebilir. Ancak bu cezanın yaptırımını, uygulamaya konulup konulmayacağı tamamen konsorsiyum liderine bağlıdır. Konsorsiyumu oluşturan her firma, sattığı her hisse için satış imtiyazı almaktadır. Eğer, bu firmanın müşterileri, halka arz fiyatından hisse senedi alıp, bu senetleri birkaç gün içerisinde satarsa geri satış tazminatı yine aynı kuruma yüklenebilmektedir. Geri satış tazminatının uygulanması, anlaşmaya uymayan aracı kurumları gelecekteki halka arzlarda konsorsiyuma almamak, onlara hisse senedi tahsisi yapmamakla sonuçlanabilmektedir.

Tekrar satışa bağlı olarak lider aracı kurum iki maliyetle karşı karşıya kalır. İlki, geri satılan hisseler için ödenecek satış komisyonları ve daha düşük fiyattan satılmak üzere geri alınan hisselerin oluşturduğu maliyettir.

Aggarwal’a (2000) göre kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılardan daha fazla tekrar satış yapmakta ve talebin yoğun olduğu halka arzlarda daha fazla tekrar satış işlemi gerçekleştirmektedir. Kurumsal yatırımcılar, talebin düşük olduğu halka arzlarda, aracı kurumun fiyat destekleme işlemlerinin avantajını olabildiğince kullanmak için hisse senetlerini hızlıca elden çıkarmaz.

Yatırım bankaları, yatırımcıların tekrar satış işlemlerini, özellikle talebin düşük olduğu ihraçlarda, hisse fiyatındaki aşağı yönlü baskıyı arttırabileceğinden takip etmekte olup, bu türden ihraçlarda tekrar satış, satış baskısı yaratarak fiyatı, ihraç fiyatının da altına düşürebilir. Tekrar satışın etkisini, lider aracı kurum, ihraç fiyatını belirlerken göz önünde bulundurmalıdır. Tanıtım alışmaları ve fiyat aralığı belirleyerek talep toplama süreci, aracı kuruma ihraa olan talebi tahmin etmede yardımcı olmaktadır.

D. şartlı Satış İşlemleri

Halka arzlarda şartlı satış; dağıtıcı aracı kurumun müşterilerinden, ihraç fiyatından hisse almalarının bir koşulu olarak ihraççının ilave hisselerini ihraç sonrasında almalarını istediği bir uygulamadır. şartlı satış anlaşmasına, aynı zamanda bağlayıcı anlaşma da denir ve bu anlaşmaya giren müşteriye de şartlı satın alan denir. SEC, şartlı satışı, 1934 Menkul Kıymet Değişim Yasası Regülasyon M ’nin 101. maddesine göre manipülatif satış olarak görür (Hao, 2004).

Hao’nun (2004) alışmasına göre, şartlı satış aracı kuruma iki şekilde fayda sağlar. İlk olarak, şartlı satış aracı kurumun aracılık çabalarını hem ihraç öncesi pazarlama/dağıtım hem de ihraç sonrası olası fiyat destekleme maliyetlerini kapsayacak şekilde azaltır. şartlı satın alanın ihraç sonrası hisse satın alımı, ihraçtan hemen sonraki fiyatı destekler ve böylelikle halka arzın ikincil piyasada işlem grdği ilk gün hisse senedi fiyatında yükselme gözlenir ve bu yükseliş özellikle kısa dönem pozisyon alan

yatırımcılar için halka arza konu hisseler daha çekici ve kolay satılabilir olarak algılanır. Şartlı satışın olmadığı durumlarda, ilk günkü fiyat artışı düşük fiyatlandırmaya eşit olacaktır. Ancak, şartlı satış ile hemen her ihraç ile ilgili ikincil piyasada işlemin başlamasının ardından piyasada oluşan fiyat denge seviyesinin üzerine çıktığında farklılaşma görülmektedir. Buna ek olarak, yüksek ihraç sonrası fiyat, beklenen fiyat istikrarı maliyetlerini düşürmektedir. İkinci olarak, aracı kurum dolaylı yoldan şartlı satıştan aldığı paylardan faydalanabilmektedir. Eğer aracı kurum, bazı kısa dönemli yatırımcılarından ihraç sonrası tekrar satılmış halka arz hisselerinin karlarının bir kısmını talep ederse, sonunda tekrar satıştan sağlanan karlar aracı kuruma dönmüş olacaktır. Bu ilişkilerden dolayı, şartlı satışın aracı kurumun ihraç fiyatı kararını etkileyebileceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

E. İstikrar Sürecinin Yönetimi

Aracı kurumlar, ihraç sonrası işlemleri yönetmek için fiyat istikrarı, ihraç sonrası açığa satış kapama, ek satış opsiyonu kullanma ve kar amaçlı geri satış tazminatının bir karışımını kullanabilir. İhraçtan önce, açığa satış pozisyonu tesis edilebilir ve sözleşmede geri satış tazminatı açıkça belirtilebilir. İhraç sonrası açığa satış, aracı kurumların yatırımcılar tarafından geri satılan hisseleri ilk birkaç gün içerisinde sindirmelerine izin verir, aksi takdirde yatırımcılar tarafından tekrar satış hisse fiyatını düşürücü baskıya yol açar. Bu nedenle, talebin düşük olduğu zayıf ihraçlarda aracı kurumların fiyatın düşüş baskısını sindirebilecek yeterli açığa satış pozisyonu olması gerekir, aksi takdirde hisse senetlerinin fiyatı düşer. Açık pozisyon yeterince büyük olmadığı ve yatırımcılar tarafından satılan hisse senedi sayısının fazla olduğu durumlarda etkin bir fiyat istikrarından hisse stoku yapılmadığı müddetçe söz edilemez. Aracı kurumlar yatırımcılar tarafından geri satılan hisseleri sözleşmeye geri satış tazminatı koyarak da yasaklamaya çalışırlar ve zayıf ihraçlarda konsorsiyum üyelerini gerçekten cezalandırabilir. Tekrar satışlar fiyatın düşmesine neden olmuyorsa, aracı kurum, açık pozisyonunu ihracın yüzde 15'ine kadar ek satış opsiyonunu kullanarak kapayabilmektedir.

3. Türkiye’de Fiyat İstikrarı

Çalışmanın başında ayrıntılı belirtildiği üzere, ülkemizde halka arz sürecine ilişkin düzenlemeler Seri I No: 32 sayılı SPK Tebliği çerçevesinde yürütülmektedir.

Bu tebliğin değerlendirilmesinden şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır⁶ :

1- Fiyat istikrarı işlemlerinin yerine getirilmesine ilişkin herhangi bir garanti yoktur. Fiyat istikrarı işlemlerini yerine getirmeyi planlayan bir aracı kurum, bu işlemleri yerine getirip getirmemekte, işlemlere başlasa bile süre bitmeden her an sona erdirmede serbesttir.

2- Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde bulunmayı planladığını belirten aracı kurum, bu işlemlerden sorumludur. Aracı kurum, söz konusu işlemler için tümüyle kendi kaynaklarını, tümüyle yabancı bir kaynağı veya kısmen özkaynak kısmen de yabancı kaynakları kullanmakta serbesttir. Aracı kurum, bu üç seçenekten hangisini seçtiğini izahname ve sirküler vasıtasıyla kamuya duyurur.

⁶ SPK'nın www.spk.gov.tr web adresinde yayınlanan 22.06.2004 tarihli Basın Açıklaması

3- Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler bir fiyat taahhüdü niteliğinde değildir. Aracı kurum, fiyat istikrarı işlemlerini öngörülen süre boyunca gerçekleştirse bile hisse senedi fiyatını yükseltmeyebilir. Dolayısıyla fiyat istikrarı işlemi yapılabileceği belirtilen sürede dahi hisse senedinin borsada oluşan fiyatı halka arz fiyatının altına inebilir. Ayrıca, işlemler belli bir süreyle sınırlı olduğundan, aracı kurum bu işlemlerle fiyatı yükseltmeyi başarsa bile, istikrar işlemlerinin sonuçlanmasının ardından fiyatlar tekrar düşebilir.

3.1. Analiz

Türkiye’de fiyat istikrarının uygulanmaya başlandığı yıldan itibaren halka arzı gerçekleşen hisse senetleri için uygulanan istikrar işlemlerinin etkinliğini araştıran bu çalışmada, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen istikrar çabalarının hisse senetlerinin getirilerinde ne gibi bir farklılaşmaya ve volatilité yönünden nasıl bir etkiye yol açtığı incelenmektedir. Getiriler açısından analiz, temel olarak istikrar işlemlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratıp yaratmadığını araştırmaya yöneliktir. Analizin kapsadığı dönemde fiyat istikrarı uygulayan yedi, uygulamayan on üç, toplamda yirmi halka arzın getirileri ve standard sapmaları, karşılaştırma amaçlı iki ayrı grupta ele alınmıştır⁷. Dönemlik getirilerin hesaplanmasında, endeks getirisinin ham getirilerden çıkarılmasıyla elde edilen düzeltilmiş getiriler kullanılmıştır. Hesaplamalar şu şekilde yapılmıştır:

$$HG = (F_i - F_{ha}) / F_{ha}$$

HG = Ham Getiriler

F_i = Hisse senedinin hesaplamaların yapıldığı döneme ilişkin kapanış fiyatları

F_{ha} = Hisse senedinin halka arz fiyatı

$$EG = (E_i - E_{ha}) / E_{ha}$$

EG = Endeks getirisi

E_i = Hisse senedinin getirisinin hesaplandığı döneme ilişkin İMKB Ulusal 100 endeks değeri

E_{ha} = İlgili hisse senedinin halka açıldığı tarihteki İMKB Ulusal 100 endeks değeri

$$DG = HG - EG$$

DG = Düzeltilmiş getiri

Halka arza konu olan firmanın hisse senetlerinin fiyatlanmasında, halka arzı gerçekleştirecek aracı kurumun, hisse senedi talebinde bulunan bireysel ve kurumsal yatırımcıların ve halka arza karar veren firmanın halka arzdan özellikle de arza konu hisse senetlerinin fiyatlamasından farklı beklentilere sahip oldukları görülmektedir. Tipik bir halka arzda, halka arzı gerçekleştiren firma genelde en yüksek hasılatla

⁷ Firma bazında bazı açıklayıcı değişkenler EK’ teki tabloda sunulmuştur.

ulaşabilmek için hisse senetlerini yüksek fiyattan satmayı tercih eder. Diğer taraftan, hisse senetlerine talepte bulunan yatırımcılar, kısa dönemde yüksek getiri elde edebilmek için önemli ölçüde düşük fiyatlanmış hisse senetlerini satın almak ister. Aracı kurum ise, yatırımcı ile firma arasında köprü vazifesi gördüğü için bir ikilem yaşar: Eğer yatırımcıyı memnun edecek şekilde fiyatı düşük belirlerse, hasılat kaybına uğrayacağı gibi firma halka arzdan vazgeçebilir veya çalıştığı aracı kurumu değiştirebilir; şayet firmayı memnun edecek şekilde hisse fiyatını yüksek tespit ederse, yatırımcı halka arzda iştirak etmekte tereddüt edebilir ki bu da aracılık komisyonunun düşmesine ve gereksiz yere halka arz sonrası istikrar işlemlerinin ortaya çıkmasına sebep olacaktır. Ancak buna rağmen halka arz literatüründe ortaya çıkan sonuçlar, aracı kurumların halka arzın başarılı olmasını garanti edecek ölçüde hisse fiyatını düşük belirleme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Sonuçta, literatürdeki mevcut bulgular da halka arzların genelinde düşük fiyatlamamanın ortaya çıktığını göstermektedir⁸. Bu nedenle halka arzda hisse senedi fiyatının belirlenmesi en önemli aşamadır.

Halka arz literatürünün İMKB boyutu da incelendiğinde, halka arz konulu hisse senetlerinin fiyatları İMKB’de işlem görmeye başladığı ilk gün diğer piyasalarla benzerlik göstererek halka arz fiyatının üzerinde oluşmaktadır⁹. Tablo 1’den de görüleceği üzere, fiyat istikrarı uygulanan halka arzların düşük fiyatlandırmadan kaynaklanan ortalama getirisi (0,0256), istikrar işlemi uygulanmayan halka arzların ortalama getirisi (0,0676) olarak gerçekleşmiştir. Bu getiriler karşılaştırıldığında ortaya iki sonuç çıkmaktadır. Bunlar, fiyat istikrarının düşük fiyatlamayı önleyici bir etkisi vardır veya fiyat istikrarı uygulayan firmalar düşük fiyatlama yapmak yerine fiyat istikrarı uygulayacağı için halka arz fiyatını yüksek değerlerden belirlemektedir. Fiyat istikrarının genelde yasal süresi otuz günle sınırlı olup, istikrar çabaları otuz günü aşmamak kaydıyla aracı kurum tarafından daha erken de bitirilebilir. Fiyat istikrarı uygulayan firmaların halka arzı takip eden otuz günlük getirileri incelendiğinde, otuzuncu gün sonunda gözlemlenen -0,1683’lük getiri yüksek fiyatlama olgusunu desteklemektedir. Sonuçta, otuz günlük yasal süre zarfında istikrar işleminde kullanılan fonların tükenmesi ve sürenin bitiminin ardından istikrar işlemi uygulayan halka arzların yaklaşık %17 civarında değer kaybettiği gözlemlenmiştir.

⁸ Halka arzın (IPO) ilk gününde ortaya çıkan düşük fiyatlama olgusu değişik ülke piyasaları için pek çok araştırmacı tarafından raporlanmıştır. Bu konuda en başta gelen çalışmalar Loughran, Ritter, and Rydqvist (1994) ve Ritter (1998), (2003) tarafından farklı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılmıştır.

⁹ Son zamanlarda özellikle düşük fiyatlama ve ilk gün getirileri üzerine Ozer (1999), Kıymaz (2000), Durukan (2002), Teker ve Ekit (2003), Küçükkocaoğlu (2006), Yılmaz ve Bildik (2006) tarafından yapılan çalışmalar, halka arzın ilk gününde gerçekleşen getirinin ortalama 10.00%’un üzerinde gerçekleştiğini göstermektedir. Bu durum İMKB’de sistematik bir düşük fiyatlama olgusunun varlığını ispatlamaktadır.

Tablo 1: Getirilerin Betimleyici İstatistik Değerleri

İstikrar İşlemi Uygulamayan Halka Arzlar					
	Halka Arz Sayısı	En Düşük Getiri	En Yüksek Getiri	Ortalama Getiri	Standart Sapma
Birinci Gün Getirisi	13	-0.1890	0.3510	0.0676	0.1387
Otuzuncu Gün Getirisi	13	-0.3400	0.5020	0.0659	0.2781
Doksanıncı Gün Getirisi	13	-11.930	10.680	-0.1424	0.5483
İstikrar İşlemi Uygulayan Halka Arzlar					
	Halka Arz Sayısı	En Düşük Getiri	En Yüksek Getiri	Ortalama Getiri	Standart Sapma
Birinci Gün Getirisi	7	-0.0369	0.1533	0.0256	0.0688
Otuzuncu Gün Getirisi	7	-0.2900	-0.0330	-0.1683	0.0976
Doksanıncı Gün Getirisi	7	-0.5720	0.0180	-0.3374	0.01861

İstatistiksel analiz yapmaksızın, fiyat istikrarı uygulayan ve uygulamayan firmaların dönemsel getirileri incelendiğinde firmaların getirileri arasında gözlemlenen fark; ilk gün yüzde 4 civarında olup, otuz ve doksanıncı günlerde sırasıyla yüzde 22 ve yüzde 19 düzeyindedir. Özellikle otuz günlük yasal istikrar süresinin ardından istikrar uygulayan ve uygulamayan firma getirileri arasındaki fark gün geçtikçe daha da açılmaktadır. Bundan sonraki amacımız gruplar arasındaki bu farkın istatistiksel olarak önemli olup olmadığını ortaya koymaktır.

İstikrar işleminin yasal olarak uygulanma süresinin otuz gün olmasından hareketle otuzuncu gün ve orta dönemi temsilen doksanıncı gün getirileri ile ilk gün getirileri analize tabi tutulmuştur. Analiz sürecinde parametrik veya parametrik olmayan hangi yöntemin kullanılacağına karar verme açısından, öncelikle, düzeltilmiş getirilere Kolmogorov-Smirnov Normallik Testi uygulanmıştır. Daha sonra varyansların homojenliğini ölçmede kullanılan Levene Testi yapılmış ve her iki varsayımı da karşılayan getiri grupları için T testi uygulanmıştır. Çalışmada uygulanan tüm testlerde p-değerleri karar verme ölçütü olarak kullanılmıştır.

Analiz sonuçları Tablo 2’de topluca gösterilmiş olup, p-değerlerinin belirlenen anlamlılık düzeyinden (0.05) büyük olması testlerin öne sürdüğü hipotezlerin kabulünü gerektirmektedir. Öncelikle dağılımların normal olduğu hipotezini araştıran Kolmogorov-Smirnov ve varyansların homojen olduğu hipotezini araştıran Levene testlerinin sonuçları değerlendirilmiş ve parametrik veya parametrik olmayan hangi testlerin getiri analizlerinde kullanılacağına karar verilmiştir. Normallik ve eşvaryanslılık analizlerinin olumlu neticelenmesiyle, parametrik bir yöntem olan bağımsız gruplarda eşit varyanslı T testi uygulanmasına karar verilmiş ve analiz sonuçları aşağıda, Tablo 2’de sunulmuştur. Yapılan analizlerde, Bağımsız Gruplarda Eşit Varyanslı T Testinin p-değerleri, birinci, otuzuncu ve doksanıncı gün getirileri için sırasıyla 0.464, 0.047 ve 0.378 bulunmuştur. 0.464 ve 0.378 değerleri belirlenen p-değeri 0.05’ten büyük olduğuna göre, birinci ve doksanıncı gün getirileri için, her iki grubun getirileri arasında anlamlı bir istatistiksel farklılaşma olmadığı sonucuna varılmıştır. Otuzuncu gün getirileri için yapılan Bağımsız Gruplarda Eşit Varyanslı T

Testinin p-değerinin 0.047 olarak düşük çıkması sonucu, istikrar işlemi uygulanan ve uygulanmayan gruplar arasında anlamlı bir farklılaşma olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 2: İstikrar İşleminin Uygulandığı ve Uygulanmadığı Dönemsel Getirilerin Analizi

	N	Birinci	Otuzuncu	Doksanıncı
K-S Normallik Testi	20	0.880	0.571	0.854
Levene Testi	20	0.194	0.079	0.067
Bağımsız Gruplarda Eşit Varyanslı T Testi	20	0.464	0.047	0.378

İstikrar işleminin volatiliteye etkilerinin belirlenebilmesi için iki ayrı gruba ilişkin standart sapmalar hesaplanmış olup, fiyat istikrarı uygulayan firmaların standart sapmaları incelendiğinde, istikrar işleminin 30 günlük yasal süresi boyunca fiyat istikrarı uygulamayan firmalara göre oldukça düşük düzeyde gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 3). Otuzuncu günün ardından her iki grupta da standart sapmaların azaldığı, ancak fiyat istikrarı uygulayan firmaların hisse senetlerindeki volatilitenin hala istikrar uygulamayan firmalara göre daha düşük seviyelerde gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgu, uluslararası çalışmalarla da uyum göstermektedir.

Tablo 3: Dönemlik Standart Sapmalar

	1 - 5gün	1-15gün	1-30gün	1-45gün	1-60gün	1-75gün	1-90gün	31-45gün	31-75gün
İstikrar İşlemi Uygulayan Firmalar	0.025	0.028	0.023	0.021	0.020	0.021	0.020	0.018	0.018
İstikrar İşlemi Uygulamayan Firmalar	0.061	0.044	0.037	0.035	0.034	0.033	0.032	0.029	0.029

4. Sonuç

Sonuç olarak Aggarwal (2000) çalışmasında da belirttiği gibi saf stabilizasyon tek başına istenilen sonuçlara ulaşmada işe yaramamaktadır. Halka arz sonrası fiyat istikrarına yönelik işlemleri inceleyen Aggarwal (2000) aracı kuruluşların; (i) arz fiyatını aşmayan bir fiyattan istikrar sağlayıcı teklifte bulunmalarıyla uyguladıkları saf stabilizasyonun, (ii) ihraçtan önce açığa satış yaparak ihraç edilen miktardan fazla hisse senedini arz etmek, ardından bu açığı ek satış opsiyonu ve/veya ikincil piyasadan hisse senedi alınıp yatırımcılara teslim ederek ihraç sonrası açığa satış kapama işlemlerinin, (iii) halka arzda yer alan bazı aracı kuruluşlar ve bunların müşterilerinin hisse senetlerinin fiyatının artmasını fırsat bilerek kısa dönemli kar realizasyonuna gitmelerini engellemek için uygulanan kar amaçlı geri satış tazminatlarının, fiyat istikrarının başarılı olabilmesi için birlikte kullanılması gerektiğini söylemektedir. Bütün bu işlemler ve bu işlemlerin yanında (örneğin şartlı satış anlaşmaları) fiyat istikrarını sağlayıcı bir takım yasal ve yasal olmayan yöntemler söz konusu olmakla birlikte, istikrar işlemleri yasal yöntemlerin bir arada uygulanması gereken bütüncül bir

sistemdir. Fiyat istikrarı işlemlerinin yasal yollarla bir arada kullanımı istikrarın başarısını artırmakla beraber, tek bir yöntem genelde başarılı olmamaktadır. Bunun en güzel örneği Türkiye’de uygulanan fiyat istikrarı çabalarıdır. Fiyat istikrarı uygulayan firmalar aslında istikrara konu olan hisselerini yüksek değerlerle fiyatlandırmış ve 30 günlük fiyat istikrarı süresi dolduğunda fiyatların düşmesi sonucu genelde istikrar işlemlerinin çok da başarılı olmadığı gözlemlenmiştir. Fiyat istikrarı uygulamalarının en olumlu yanı ise İMKB şirketlerinde özellikle halka arzlarda görülen yüksek volatiliteye olan azaltıcı etkisidir. Unutulmaması gereken nokta, halka arzlar gerçekleştikçe analizlere girebilecek veri sayısının artmasıyla daha sağlam sonuçlara ulaşılabileceğidir. Ancak, bu çalışma; 2003 Aralık ayında yürürlüğe giren ve fiyat istikrarı uygulama serbestisi sağlayan SPK Tebliğinden sonra gerçekleşen ihraçlar neticesinde mevcut uygulamanın hangi yönlerden yetersiz kaldığını göstermesi ve özellikle volatilitayı azaltıcı etkilerini sayısal olarak ortaya koyması bakımından gelecek çalışmalara zemin hazırlayacak niteliktedir.

5. KAYNAKÇA

Aggarwal R, 'Stabilization Activities By Underwriters After Initial Public Offerings', *The Journal Of Finance*, Vol.Lv, No:3, June 2000

Aggarwal R., 'Allocation Of Initial Public Offerings And Flipping Activity', *Journal Of Financial Economics* 68 (2003) 111-135

Aggarwal, R. and Conroy, P., 'Price Discovery In IPOs And The Role Of The Lead Underwriter', *Journal of Finance* 2000, 55, pp. 2903–2922.

Aggarwal, R., Prabhala, N.R. and Puri, M., 'Institutional Allocation In Initial Public Offerings: Empirical Evidence', *Journal of Finance* 57, 2001, pp. 1421–1442.

Benveniste, L.M., Busaba, W. and Wilhelm, W.J., 'Price Stabilization As A Bonding Mechanism In New Equity Issues', *Journal of Financial Economics* 1996,42, pp. 223–255

Benveniste L. M., Erdal Sina M., William W. Jr., 'Who Benefits From Secondary Market Price Stabilization Of IPOs?', *Jornal Of Banking And Finance* 22 (1998) 741-767

Boehmer, E., Fische, R.P.H., 'Do Underwriters Encourage Stock Flipping? A New Explanation For The Underpricing Of IPOs', Unpublished working paper, University of Miami, 2000.

Chowdhry, B., and A. Sherman, "International Differences In Oversubscription And Underpricing Of IPOs", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 2, Issue 4, 1996,, pp.359-381

Durukan, M.B., "The Relationship Between IPO Returns And Factors Influencing IPO Performance: Case Of The Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance*, 2002, Vol. 28, Pp.18-38.

Ellis K., Michaely R., O'hara M., 'When The Underwriter Is The Market Maker: An Examination Of Trading In The IPO Aftermarket', *Journal Of Finance*, June 1999

Fische, R.P.H., 'How Stock Flippers Affect IPO Pricing And Stabilization', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2001, 37, pp. 319–340.

Hao Qing G., 'Laddering In Initial Public Offerings', Warrington College Of Business Administration Working Paper, September 2004

Kıymaz, H., "The İnitial And Aftermarket Performance Of İpos İn An Emerging Market: Evidence From Istanbul Stock Exchange", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 10, 2000, pp.213-227.

Küçükkocaoğlu G., “Underpricing in Turkey: Comparison of the IPO Methods”
Başkent University , Working Paper, 2006.

Loughran, T., Ritter, J.R., and K. Rydqvist, “Initial Public Offerings: International Insights”, Pacific-Basin Journal, 1994, Vol. 2, pp.165-199.

Özer, B., 1999, “Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey”, Capital Markets Board of Turkey, Publication No. 128, Ankara, Turkey.

Prabhala N.L., Manju Puri, ‘How Does Underwriter Price Support Affect IPOs?’
Working Paper Yale University, 1998.

Pons-Sanz Vicente, ‘Who Benefits From IPO Underpricing? Evidence From Hybrid Bookbuilding Offerings’, European Central Bank Working Paper Series, No.428 / January 2005.

Ritter Jay R., ‘Initial Public Offerings’, Contemporary Finance Digest, Vol.2, No.1 (Spring 1998), pp.5-30.

Ritter, J.R., and I. Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, Yale ICF Working Paper No. 02-01, 2002

Teker, S., Ekit, Ö., “The Performance Of IPO’s In ISE In Year 2000” , Doğuş Üniversitesi Dergisi, 4(1) 2003, pp.117-128

Yılmaz M.Y., Bildik R.,”The Market Performance Of Initial Public Offerings In Istanbul Stock Exchange”, International Finance Symposium 2006, İstanbul.

EK : Firma Bazında Açıklayıcı Değişkenler*

Sıra No	Şirketin Ünvanı	Fiyat İstikrarı Uygulaması	Halka Arz Şekli	Toplam Nominal Tutar (YTL)	Oran (%)	Gerçekleşen Fiyat (YTL)	Borsada İşlem Görme Tarihi
1	Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş. ^a	Yok	Ortak Satışı	3.750.000	15,00	10.50	20.02.2004
2	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	2.972.000	99,07	1.16	04.03.2004
3	Desa Deri	Var	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	7.612.500	30,00	2.80	06.05.2004
4	Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	2.200.000	38,26	1.85	17.05.2004
5	Türk Traktör	Var	Ortak Satışı	11.747.963	24,99	8,00	11.06.2004
6	Doğuş Oto	Var	Ortak Satışı	37.950.000	34,50	6.75	17.06.2004
7	İndeks Bilgisayar	Var	Sermaye Artırımı	2.700.000	15,34	4.50	24.06.2004
8	Şeker Finansal Kiralama AŞ	Yok	Sermaye Artırımı	2.823.530	15,00	1.40	23.07.2004
9	Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret AŞ	Yok	Sermaye Artırımı	4.000.000	28,57	3.20	19.08.2004
10	Denizbank A.Ş.	Var	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	72.500.000	25,00	2.87	01.10.2004
11	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	1.794.008	35,01	14.50	19.10.2004
12	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Var	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	8.481.250	37,69	3.80	22.10.2004
13	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ^b	Yok	Ortak Satışı	6.713.000	49,00	40,00	15.04.2005
14	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	Var	Ortak Satışı	6.250.000	25,00	5.25	15.04.2005
15	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	4.970.000	99,40	1.12	09.05.2005
16	Evg Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yok	Ortak Satışı	2.475.000	99,00	1.04	11.07.2005

^a Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş. hisse senetlerinin halka arzını takiben borsa fiyatı halka arz fiyatı olan 10.500 TL'nin altına düşmediğinden fiyat istikrarına yönelik işlem uygulayabileceğini halka arz izahnamesinde belirtmesine rağmen istikrar işlemi gerçekleştirilmemiştir.

^b Firmanın halka arz izahnamesine göre, Ek Satış Hakkının (959.000 YTL nominal, Şirket sermayesinin %7'si) kullanılması durumunda, hisse senetlerinin İMKB'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemlerinde bulunulması planlanmakta idi. Halka arzda Ek Satış Hakkı kullanılmamış ve fiyat istikrarı işlemi de gerçekleştirilmemiştir.

17	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. ^c	Yok	Ortak Satışı	10.910.635	43,13	26.60	15.07.2005
18	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı	9.000.000	40,91	3,74	13.09.2005
19	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Yok	Ortak Satışı	1.250.000	50,00	1,10	06.10.2005
20	Mert Gıda Giyim San.ve Tic. A.Ş.	Yok	Sermaye Artırımı	1.250.000	25,00	3,00	16.12.2005

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/halkaarzlar.htm>

* Firmalar halka arz tarihlerine göre sıralanmıştır.

^c Firmanın hisse senetlerinin halka arz olduğu 15.07.2005 tarihinden itibaren 22.07.2005 tarihine kadar fiyat istikrarını sağlayıcı işlem yapılacağı açıklanmış ancak hisse senedinin göstermiş olduğu pozitif performans ve istikrarlı işlem hacmi sebebiyle fiyat istikrarı işlemi gerçekleştirilmemiştir.